

# **Projekt stanovení hodnoty vybrané společnosti pomocí výnosových metod oceňování**

Bc. Sylvie Kopečná

---

Diplomová práce  
2016



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky

---

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky  
Ústav financí a účetnictví  
akademický rok: 2015/2016

## ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Sylvie Kopečná**  
Osobní číslo: **M14316**  
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**  
Studijní obor: **Finance**  
Forma studia: **prezenční**

Téma práce: **Projekt stanovení hodnoty vybraného podniku pomocí výnosových metod oceňování**

Zásady pro vypracování:

### Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

#### I. Teoretická část

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

#### II. Praktická část

- Zpracujte strategickou a finanční analýzu ve vybraném podniku.
- Na základě analýzy zpracujte finanční plán vybraného podniku.
- Stanovte hodnotu vybraného podniku pomocí výnosových metod oceňování.

### Závěr

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

Seznam odborné literatury:

**ALLMAN, Keith A. Corporate valuation modeling: a step-by-step guide. Hoboken, NJ: Wiley, 2010, 275 p. ISBN 978-0-470-48179-0.**

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


**KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER. Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 2013, 236 s. ISBN 978-80-247-4456-8.**

**MARÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.**

**PINTO, Jerald E., Elaine HENRY, Thomas R. ROBINSON a John D. STOWE. Equity asset valuation. Second edition. Hoboken, New Jersey: Wiley, 2010, 441 stran. CFA institute investment series. ISBN 978-0-470-57143-9.**

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Eva Kramná, Ph.D.**  
Ústav financí a účetnictví  
Datum zadání diplomové práce: **15. února 2016**  
Termín odevzdání diplomové práce: **18. dubna 2016**

Ve Zlíně dne 15. února 2016

  
doc. RNDr. PhDr. Oldřich Hájek, Ph.D.  
děkan



  
doc. Ing. Miloš Král, CSc.  
ředitel ústavu

## PROHLÁŠENÍ AUTORA DIPLOMOVÉ PRÁCE

### Prohlašuji, že

- beru na vědomí, že odevzdáním diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby;
- beru na vědomí, že diplomová/bakalářská práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k prezenčnímu nahlédnutí, že jeden výtisk diplomové práce bude uložen na elektronickém nosiči v příruční knihovně Fakulty managementu a ekonomiky Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně;
- byl/a jsem seznámen/a s tím, že na moji diplomovou/bakalářskou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 2 a 3 autorského zákona mohu užít své dílo – diplomovou/bakalářskou práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen přípouští-li tak licenční smlouva uzavřená mezi mnou a Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně s tím, že vyrovnání případného přiměřeného příspěvku na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše) bude rovněž předmětem této licenční smlouvy;
- beru na vědomí, že pokud bylo k vypracování diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tedy pouze k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové práce využít ke komerčním účelům;
- beru na vědomí, že pokud je výstupem diplomové práce jakýkoliv softwarový produkt, považují se za součást práce rovněž i zdrojové kódy, popř. soubory, ze kterých se projekt skládá. Neodevzdání této součásti může být důvodem k neobhájení práce.

### Prohlašuji,

1. že jsem na diplomové práci pracoval samostatně a použitou literaturu jsem citoval. V případě publikace výsledků budu uveden jako spoluautor.
2. že odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně

18.4.2016

.....  
podpis diplomanta

## **ABSTRAKT**

Diplomová práce se zabývá stanovením hodnoty vybrané společnosti pomocí výnosových metod oceňování. Práce se skládá ze dvou částí, teoretická a praktické. Teoretická část obsahuje literární rešerši týkající se problematiky oceňování podniku s využitím tuzemských i zahraničních zdrojů. Praktická část se dělí na dvě části, analytickou a projektovou. Analytický oddíl se zabývá strategickou a finanční analýzou. V projektovém oddíle je sestaven strategický finanční plán, stanoveny náklady na kapitál a provedeno samotné stanovení hodnoty společnosti pomocí výnosových metod ocenění.

Klíčová slova: hodnota, ocenění, strategická analýza, finanční analýza, strategický finanční plán, náklady na kapitál, výnosové metody

## **ABSTRACT**

This master thesis deals with determining the value of chosen company by yield valuation methods. The thesis consists of two parts, theoretical and practical. The theoretical part includes a literature search concerning to the topic of company valuation using domestic and foreign literature. The practical part is divided into two parts, analytical and project section. The analytical section deals with strategic and financial analysis. The project section includes the strategic financial plan, costs of capital and determination of the company value by using yield valuation methods.

Keywords: Value, Valuation, Strategic Analysis, Financial Analysis, Strategic Financial plan, Costs of Capital, Yield Valuation Methods

Na tomto místě bych ráda poděkovala vedoucí diplomové práce Ing. Evě Kramné, Ph.D. za čas, rady a odborné připomínky, které mi věnovala při zpracování diplomové práce. Dále bych ráda poděkovala vedení vybrané společnosti za poskytnutí informací a potřebných podkladů nezbytných pro zpracování diplomové práce. Současně bych ráda poděkovala i svým rodičům a přátelům, kteří mě při studiu podporovali.

# OBSAH

<b>ÚVOD .....</b>	<b>10</b>
<b>CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE .....</b>	<b>11</b>
<b>I. TEORETICKÁ ČÁST .....</b>	<b>12</b>
<b>1 TEORETICKÉ ZÁKLADY PRO OCENĚNÍ PODNIKU .....</b>	<b>13</b>
1.1 Definice podniku.....	13
1.2 Hodnota podniku.....	13
1.2.1 Kategorie hodnoty .....	14
1.3 Důvody pro ocenění podniku.....	17
1.4 Výkon oceňovatele .....	17
1.5 Oceňování a legislativa.....	18
<b>2 FAKTOR RIZIKA A ČASU .....</b>	<b>19</b>
2.1 Faktor času.....	19
2.2 Faktor rizika.....	19
2.2.1 Systematické a nesystematické riziko .....	20
2.2.2 Obchodní a finanční riziko .....	20
2.3 Diskontní míra .....	21
2.3.1 Diskontní míra pro metody DCF.....	21
2.3.2 Diskontní míra a míra kapitalizace.....	23
2.3.3 Diskontní míra a riziko.....	24
2.3.4 Diskontní míra a účel ocenění .....	24
<b>3 POSTUP PŘI OCENĚNÍ PODNIKU.....</b>	<b>25</b>
3.1 Sběr dat .....	26
3.2 Strategická analýza .....	26
3.2.1 Analýza makroprostředí .....	27
3.2.2 Analýza mikroprostředí .....	28
3.3 Finanční analýza .....	28
3.3.1 Úplnost a správnost vstupních informací .....	29
3.3.2 Analýza účetních výkazů.....	29
3.3.3 Analýza absolutních ukazatelů .....	30
3.3.4 Analýza poměrových ukazatelů .....	30
3.4 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná .....	31
3.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty .....	31
3.6 Finanční plán.....	32

<b>4</b>	<b>METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU .....</b>	<b>33</b>
4.1	Ocenění na základě analýzy majetku .....	33
4.2	Ocenění na základě analýzy výnosů .....	34
4.2.1	Metoda diskontovaného cash flow .....	34
4.2.2	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů .....	39
4.2.3	Ekonomická přidaná hodnota .....	40
<b>II. PRAKTICKÁ ČÁST .....</b>		<b>43</b>
<b>5</b>	<b>PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI .....</b>	<b>44</b>
5.1	Základní údaje o společnosti .....	44
5.2	Vývoj zaměstnanců .....	44
5.3	Organizační struktura .....	45
5.4	Důvody pro ocenění společnosti .....	45
<b>6</b>	<b>STRATEGICKÁ ANALÝZA .....</b>	<b>46</b>
6.1	Makroekonomická analýza .....	46
6.1.1	Politické prostředí .....	46
6.1.2	Ekonomické prostředí .....	47
6.1.3	Sociální prostředí .....	48
6.1.4	Technologické prostředí .....	49
6.2	Relevantní trh a jeho prognóza .....	49
6.2.1	Vymezení relevantního trhu .....	49
6.2.2	Analýza atraktivity trhu .....	50
6.2.3	Prognóza vývoje trhu .....	52
6.3	Analýza konkurenční síly .....	53
6.3.1	Stanovení tržních podílů .....	53
6.3.2	Identifikace hlavních konkurentů .....	54
6.3.3	Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly .....	55
6.3.4	Prognóza tržeb .....	56
6.4	Zhodnocení výsledků strategické analýzy .....	57
<b>7</b>	<b>FINANČNÍ ANALÝZA .....</b>	<b>58</b>
7.1	Analýza absolutních ukazatelů .....	58
7.1.1	Analýza majetkové struktury a finanční struktury .....	58
7.1.2	Analýza nákladů, výnosů a výsledku hospodaření .....	61
7.2	Analýza rozdílových ukazatelů .....	62
7.3	Analýza poměrových ukazatelů .....	63
7.3.1	Ukazatele zadluženosti .....	63



7.3.2	Ukazatele likvidity.....	64
7.3.3	Ukazatele rentability.....	65
7.3.4	Ukazatele aktivity.....	66
7.4	Souhrnné ukazatele.....	67
7.4.1	Z-skóre (Altmanův model).....	67
7.4.2	Index IN05.....	68
7.5	Zhodnocení finanční situace.....	68
<b>8</b>	<b>SWOT ANALÝZA.....</b>	<b>70</b>
<b>9</b>	<b>STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN.....</b>	<b>71</b>
9.1	Plán výkazu zisků a ztrát.....	71
9.2	Plán rozvahy.....	73
9.3	Plán peněžních toků.....	76
9.4	Finanční analýza plánu.....	77
<b>10</b>	<b>PROJEKT STANOVENÍ HODNOTY VYBRANÉ SPOLEČNOSTI.....</b>	<b>79</b>
10.1	Vyčíslení NOA a KPVH.....	79
10.2	Stanovení diskontní míry.....	81
10.2.1	Náklady na cizí kapitál.....	81
10.2.2	Náklady na vlastní kapitál.....	82
10.2.3	Vážené průměrné náklady na kapitál.....	86
10.3	Stanovení hodnoty společnosti pomocí výnosových metod oceňování.....	86
10.3.1	Odhad tempa růstu „g“.....	86
10.3.2	Ocenění metodou diskontovaného cash flow.....	87
10.3.3	Ocenění metodou EVA.....	89
10.3.4	Ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů.....	90
10.3.5	Shrnutí výsledků použitých výnosových metod oceňování.....	92
10.3.6	Analýza citlivosti.....	92
	<b>ZÁVĚR.....</b>	<b>94</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....</b>	<b>96</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....</b>	<b>99</b>
	<b>SEZNAM OBRÁZKŮ.....</b>	<b>101</b>
	<b>SEZNAM TABULEK.....</b>	<b>102</b>
	<b>SEZNAM PŘÍLOH.....</b>	<b>104</b>

## ÚVOD

Ocenění podniku je komplexní problematika, která je syntézou podnikohospodářských oborů, v níž by se měly skloubit obsáhlé poznatky podnikové ekonomiky, tržních disciplín, daňové problematiky a vlastních metod oceňování.

Hlavním cílem diplomové práce je stanovení hodnoty vybrané společnosti k 1. 1. 2016 pomocí výnosových metod oceňování. Diplomová práce je rozdělena na dvě části, teoretickou a praktickou. Teoretická část je zpracována formou literární rešerše s využitím domácích i zahraničních zdrojů. V teoretické části jsou nejprve popsány základní pojmy, jako je podnik, hodnota a její kategorie, faktor rizika a času a diskontní míra. Dále je popsán postup při ocenění podniku a jednotlivé kroky oceňování. Poslední kapitola teoretické části se zabývá popsáním jednotlivých metod oceňování podniku.

Praktická část se skládá z analytického a projektového oddílu. Abychom byli schopni stanovit hodnotu podniku, je nutné provést nejprve několik kroků. V analytické části bude nejprve představena analyzovaná společnost. Následovat bude strategická analýza, která se skládá z analýzy makroprostředí, kde bude využita PEST analýza, a z analýzy relevantního trhu a konkurenčního prostředí. Finanční analýza se bude skládat z horizontální a vertikální analýzy účetních výkazů, analýzy rozdílových, poměrových a souhrnných ukazatelů. Na závěr finanční analýzy bude zhodnocena finanční situace a finanční zdraví společnosti. Poslední kapitola analytického oddílu se zabývá SWOT analýzou, která shrnuje výsledky finanční a strategické analýzy.

V projektové části diplomové práce bude sestaven finanční plán společnosti, který vychází z predikovaných tržeb ze strategické analýzy. Strategický finanční plán bude sestaven na čtyři roky a jsou v něm promítnuty strategie a očekávání managementu společnosti. Poté následuje samotné ocenění podniku. Nejprve bude vymezen provozně nutný investovaný kapitál a čistá operativní aktiva. Následovat bude vyčíslení nákladů na vlastní a cizí kapitál a vážených průměrných nákladů na kapitál. Pro stanovení hodnoty vybrané společnosti budou využity tři výnosové metody, a to konkrétně metoda diskontovaného cash flow, metoda kapitalizovaných čistých výnosů a metoda ekonomické přidané hodnoty. Na závěr budou výsledky jednotlivých metod shrnuty a bude provedena citlivostní analýza.

## CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE

Cílem diplomové práce je stanovení hodnoty vybrané společnosti k 1. 1. 2016 pomocí vybraných výnosových metod oceňování. Diplomová práce je rozdělena na dvě části, teoretickou a praktickou. Cílem teoretické práce je zpracování poznatků týkající se problematiky oceňování podniku, ve které budou využity tuzemské i zahraniční zdroje.

Praktická část se skládá ze dvou částí. První část je analytický oddíl, který se skládá z charakteristiky společnosti, finanční a strategické analýzy a SWOT analýzy. Strategická analýza se skládá z analýzy makroprostředí, kde je využita PEST analýza, a z analýzy relevantního trhu a konkurenčního prostředí. Na základě výsledků strategické analýzy jsou pomocí regresní analýzy predikovány tržby pro budoucí období. Po strategické analýze následuje finanční analýza, která slouží pro zhodnocení finančního zdraví společnosti za pět uplynulých let. Finanční analýza se skládá z horizontální a vertikální analýzy účetních výkazů, analýzy rozdílových ukazatelů, analýzy poměrových ukazatelů, analýzy souhrnných ukazatelů a zhodnocení finanční situace společnosti. Poslední kapitolu analytického oddílu tvoří SWOT analýza, která shrnuje výsledky strategické a finanční analýzy.

Projektová část diplomové práce se zabývá sestavením strategického finančního plánu a stanovením hodnoty společnosti. Strategický finanční plán vychází z predikovaných tržeb ze strategické analýzy, z výsledků minulých let a z budoucích očekávání managementu společnosti. Stanovení hodnoty společnosti je určeno pomocí výnosových metod oceňování, konkrétně metody diskontovaného cash flow, metody kapitalizovaných čistých výnosů a metody ekonomické přidané hodnoty. Před samotným stanovením hodnoty je nutné nejprve vyčíslit čistá operativní aktiva a stanovit náklady na cizí a vlastní kapitál. Výsledky metod diskontovaného cash flow a ekonomické přidané hodnoty dávají stejné výsledky, neboť jsou použity stejné vážené průměrné náklady kapitálu, stejný korigovaný provozní výsledek hospodaření a stejný provozně nutný investovaný kapitál. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů dosahuje jiných hodnot, neboť vychází z minulých dat a nezahrnuje budoucí růstové příležitosti. Pomocí citlivostní analýzy bude zjištěno, jak se změní hodnota podniku, jestliže se diskontní míra nebo tempo růstu změní o jedno procento.

## **I. TEORETICKÁ ČÁST**

## 1 TEORETICKÉ ZÁKLADY PRO OCENĚNÍ PODNIKU

Problematika oceňování podniku se v České republice objevila znovu v souvislosti s transformací ekonomiky a zejména s transformací vlastnických vztahů. Vedle potřeby znát účetní hodnotu aktiv, vznikla také potřeba znát její tržní hodnotu, především v souvislosti s privatizací. Tržní hodnota je zajímavá pro investory, vlastníky (zpravidla akcionáři) i věřitele (zpravidla banky). Základním pojmem oceňování podniku je podnik. (Kislingerová, 2001, s. 1)

### 1.1 Definice podniku

Podnik lze definovat různými způsoby. Podle Maříka (2011a, s. 15) je podnik vymezen jako jedinečné, málo likvidní aktivum, pro které existují velmi málo účinné trhy. Nový občanský zákoník nahradil dosavadní pojem podnik pojmem obchodní závod. Obchodní závod je tedy podle § 502 NOZ:

„... organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“ (Česko, 2012, § 502)

Majdúchová a Neumannová (2014, s. 1) definují podnik jako subjekt, který se zabývá hospodářskou činností a základním prvkem hospodářství. Hospodářství se jeví jako soustava různých odvětví a odborů, ve kterých lidi vykonávají činnosti, vyrábí výrobky, které mají realizovatelnou podobu, jsou užitečné, schopné uspokojovat potřeby, přeměňovat se na příjmy, a ze kterých se dá zabezpečit vlastní životní existence.

Podle Dvořáčka a Slunčíka (2012, s. 1) je podnik jakýkoliv subjekt, který vykonává činnost spočívající v nabízení zboží či služeb na trhu. Není přitom podstatné, zda podnik dosahuje zisku, ale že oslovuje zákazníky s nabídkou svých výrobků a služeb. Základním cílem podniků je přežít, tedy uchovat se jako podnik.

### 1.2 Hodnota podniku

Pro účely oceňování podniku můžeme rozlišit dvě hladiny hodnoty:

**Hodnota brutto** je hodnota podniku jako celku, jako podnikatelské jednotky (entity). Zahnuje hodnotu nejen pro vlastníky, ale i pro věřitele.

**Hodnota netto** je hodnota ocenění na úrovni vlastníků podniku. Oceňujeme tedy vlastní kapitál, jehož pojetí nemusí vždy přesně souhlasit s jeho účetním pojetím. (Mařík, 2011a, s. 16)

### 1.2.1 Kategorie hodnoty

Na základě odpovědí na následující otázky, můžeme rozlišit několik základních kategorií hodnoty:

- a) Kolik je ochotný běžný zákazník zaplatit za podnik?
- b) Jakou má podnik hodnotu pro konkrétního kupujícího?
- c) Jakou hodnotu můžeme považovat za nejméně spornou?

Z těchto hledisek pak vyplynuly čtyři základní přístupy k oceňování podniku. Jedná se o tržní hodnotu, subjektivní (tj. investiční) hodnotu, objektivizovanou hodnotu a komplexní přístup na základě Kolínské školy. (Mařík, 2011a, s. 21-22)

#### 1.2.1.1 Tržní hodnota

Tržní hodnota se odvíjí od ochoty běžného (průměrného) zájemce zaplatit danou cenu na trhu. Tato hodnota je založena na představě, že existuje trh s podniky, případně trh s podíly na vlastním kapitálu podniků, a na tomto trhu vystupuje více kupujících a více prodávajících. (Mařík, 2011a, s. 22)

Definice tržní hodnoty podle Mezinárodních oceňovacích standardů: „Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“ (Krabec, 2009, s. 197)

Tržní hodnota však obsahuje ještě jeden předpoklad, tedy nejlepší možné využití, které International Valuation Standard definují jako:

„Nejpravděpodobnější použití majetku, které je fyzicky možné, odpovídajícím způsobem oprávněné, právně přístupné, finančně proveditelné a které má za následek nejvyšší hodnotu oceňovaného majetku.“ (Vochozka a Mulač, 2012, s. 119)

Tržní hodnota nemusí být pouze hodnota odvozená z ceny konkrétního aktiva na trhu, ale může být zjištěna různými metodami. Finanční plán, projekce výnosů a diskontní míra

musí být alespoň částečně postaveny na obecných názorech, tedy musí částečně vycházet z tržních dat. (Mařík, 2011a, s. 24-25)

### ***1.2.1.2 Subjektivní (investiční) hodnota***

U této metody je prioritou individuální názor účastníků transakce. Hodnota je pak dána očekávanými užitky z majetku pro daného kupujícího, prodávajícího nebo současného vlastníka. Subjektivní hodnota má dvě základní charakteristiky:

1. Budoucí peněžní roky se odhadují téměř výhradně na základě představ manažerů oceňovaného podniku, popřípadě jsou upraveny proti těmto představám zpravidla směrem dolů. Reprezentují představu řídicích pracovníků, případně investora.
2. Diskontní míra je stanovena na základě alternativních možností investovat, které má konkrétní subjekt, z jehož pohledu je ocenění prováděno. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 119-120)

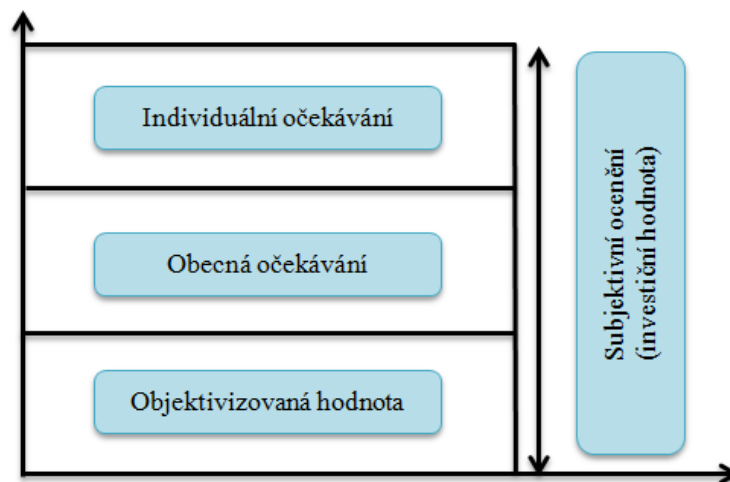
Subjektivní hodnota je tedy definována subjektivními názory, představami a podmínkami konkrétního subjektu, z jehož hlediska je sestavena. Za jistý protiklad investiční hodnoty považujeme objektivizovanou hodnotu. (Mařík, 2011a, s. 26-27)

### ***1.2.1.3 Objektivizovaná hodnota***

Objektivizovaná hodnota by měla být v co nejvyšší míře postavena na všeobecně uznávaných datech a při jejím výpočtu by měly být dodrženy konkrétní zásady a požadavky. Mezi tyto zásady patří:

- Udržení substance – z podniku může být vybíráno jen tolik peněžních prostředků, aby nebyla ohrožena jeho majetková podstata (substance).
- Volný zisk – ocenění je založeno na té části zisku, kterou je možné vybrat, aniž by byla ohrožena substance podniku.
- Nepotřebný majetek – ocenění se týká především té části majetku, která je provozně nutná, ostatní majetek je oceňován samostatně.
- Možnosti změn v podniku – ocenění vychází ze situace podniku k okamžiku ocenění, tedy jak „stojí a leží“.
- Metoda – by měla být jasná a jednoznačná, tudíž by jiný znalec měl bez problémů zopakovat celé ocenění se stejnými či podobnými výsledky. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 120-121)

Koncepce objektivizované hodnoty v prvním stupni bere v úvahu jen všeobecně uznávané skutečnosti, které jsou relevantní k datu ocenění. V dalším stupni se pak přihlíží k faktům, jež mají vliv na ocenění, jsou obecně známá, i když se mohou týkat budoucnosti, ale jejich působení nemusí být jednoznačné. V posledním stupni je již možné do ocenění promítnou ryze subjektivní hlediska, jako tomu je u investiční hodnoty. (Mařík, 2011a, s. 28-29)



Obr. 1. Vztah objektivizované hodnoty a subjektivního ocenění (Mařík, 2011a, s. 29, vlastní zpracování)

#### 1.2.1.4 Kolínská škola

Kolínská škola je založena na subjektivním postoji. Zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na funkcích, jež má ocenění pro uživatele jeho výsledků. Mezi tyto funkce patří:

- a) daňová – jejím cílem je poskytnutí podkladů pro daňové účely.
- b) komunikační – poskytuje podklady pro komunikaci s veřejností (především s investory a bankami).
- c) poradenská – je nejdůležitější funkcí. Jejím smyslem je poskytnutí informací kupním stranám:
  - maximální ceně, kterou může zaplatit kupující, aniž by na dané transakci prodělal (hraniční hodnota kupujícího),
  - minimální ceně, kterou může prodávající přijmout, aniž by na dané transakci prodělal (hraniční hodnota prodávajícího).



- d) rozhodčí – nezávislý oceňovatel vykonává funkci rozhodčího, který odhaduje hraniční hodnoty účastníků transakce a nalézá spravedlivou hodnotu v rámci odhadnutého rozpětí.
- e) argumentační – oceňovatel zde hledá argumenty, které mají zlepšit pozici dané strany a slouží jí jako podklad pro jednání. (Mařík, 2011a, s. 30-31)

### 1.3 Důvody pro ocenění podniku

Ocenění je službou, kterou si zákazník objednává, neboť mu přináší určitý užitek. Tento užitek může mít různou povahu v závislosti na potřebách objednatele a cílů, kterým má ocenění sloužit. (Mařík, 1998, s. 1) Podle Kislingerové (2001, s. 11) k nejběžnějším podnětům vyvolávající potřebu ocenění patří:

- koupě a prodej podniku,
- splynutí a sloučení obchodních společností,
- vklad podniku do nově zakládané obchodní společnosti,
- uvádění společnosti na burzu,
- poskytování úvěrů,
- rozhodování o možnostech sanace a likvidace,
- hodnocení reálné bonity podniku,
- atd.

Krabec (2009, s. 27) ve své publikaci uvádí, že důvodů pro ocenění podniku existuje v České republice celá řada, počínaje úředními odhady, přes ocenění vycházející ze zákona, až po ocenění ve formě ekonomických analýz určených pro podporu podnikatelského rozhodování.

Pro každé ocenění podniku by mělo být jasně vymezeno, o jaký předmět ocenění se jedná, účel ocenění a datum, k němuž se ocenění provádí. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 122)

### 1.4 Výkon oceňovatele

V České republice se problematikou oceňování zabývají v současné době znalci a odhadci. Mezi jejich postavením existují značné rozdíly.

Znalce, jejichž činnost v současnosti podléhá režimu zákona č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, po složení zkoušky u Krajského soudu jmenuje ministr spravedlnosti nebo předseda Krajského soudu. Znalci jsou obvykle využíváni jako procesní účastníci u soudu,

kde předkládají svůj názor podložený odborností a zkušeností k danému problému. Rozhodnutí však náleží soudu. (Kislingerová, 2001, s. 18)

Odhadci jsou podnikatelé, jejichž činnost podléhá živnostenskému zákoníku a obchodnímu zákoníku. (Kislingerová, 2001, s. 19)

## 1.5 Oceňování a legislativa

Je nutné zdůraznit, že v České republice neexistuje v současné době žádný zákon nebo předpis, který by byl při oceňování podniku obecně závazný. Proto se oceňovatelé musí opírat především o ekonomickou teorii. Existují však určité předpisy, které se uplatňují alespoň dílčím způsobem. Můžeme sem zařadit:

### 1. České předpisy

- a) Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR – tento zákon je závazný pouze při oceňování v rámci zákona o konkurzu a vyrovnání, zákona o soudních poplatcích, zákona o dani dědické, zákona o daních z příjmu a zákona o dani z přidané hodnoty.
- b) Metodický pokyn ČNB – tento pokyn je určen pro oceňovatele podniků, ale pouze pro znalecké posudky předkládané České národní bance.
- c) Zákon o obchodních korporacích
- d) Nový občanský zákoník

### 2. Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy

- a) Mezinárodní oceňovací standardy (IVS)
- b) Evropské oceňovací standardy (EVS)

Tyto standardy obsahují definice hodnoty a dále pak určité rámcové zásady, jenž mají být při oceňování dodržovány.

### 3. Národní standardy některých zemí

- a) Americké oceňovací standardy US PAP
- b) Německý standard IDW S1

Všechny výše uvedené standardy jsou neustále aktualizovány a upravovány a je proto nutné sledovat jejich aktuální znění. (Mařík, 2011a, s. 18-19)

## 2 FAKTOR RIZIKA A ČASU

V této kapitole budou popsány faktory rizika a času, které se do oceňování promítají především prostřednictvím diskontní míry.

### 2.1 Faktor času

Podle Maříka (2011a, s. 39) definujeme hodnotu aktiva jakou současnou hodnotu budoucích čistých příjmů, které poplynou z daného aktiva konkrétnímu držiteli aktiva. Tuto definici je možné aplikovat nejen na jednotlivé majetkové položky, ale i pro podnik jako celek. Všechny budoucí příjmy, které tvoří hodnotu podniku, nemají pro své příjemce rovnocenný význam. Kromě jejich výše je důležitý i okamžik získání těchto příjmů. Mluvíme o tzv. časové hodnotě peněz.

Peněžní prostředky dostupné ihned nejsou ekvivalentní se stejnými prostředky, které podnik získá v budoucnosti. Peníze, se kterými podnik nakládá v současné době, mají větší hodnotu, než stejné peníze získané v budoucnosti. Tyto peněžní prostředky může podnik ihned investovat a získat tak úrokové výnosy. (Pavelková a Knápková, 2008, s. 22)

### 2.2 Faktor rizika

Podle Synka a Kislingerové (2015, s. 274) představuje riziko nebezpečí, že očekávané výnosy nebudou dosaženy nebo že investovaný kapitál bude zcela ztracen. Faktor rizika tedy spočívá v tom, že osoba, která vybírá z několika možných variant, si není jistá výsledky těchto variant, neboť zpravidla varianta s vyšším rizikem přináší větší zisk a naopak varianta s nižším rizikem přináší menší zisk. Riziko může vznikat z vnějších příčin, např. přírodní katastrofy, hospodářská krize či inflace, nebo z vnitřních příčin samotného podniku, jako je špatný odhad poptávky či chybné zaměření investice. Obecně platí: čím vyšší je riziko, tím vyšší je i požadovaný výnos.

Zdroje rizika výsledku hospodaření spatřuje Mařík (2011a, s. 41) v těchto oblastech:

- a) kvalita managementu a organizační struktura podniku,
- b) intenzita konkurence,
- 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 (tzv. finanční páka)

### 2.2.1 Systematické a nesystematické riziko

Riziko systematické bývá označováno také jako riziko tržní, neboť je spojeno s fungováním podniku v určitém vnějším ekonomickém prostředí. Toto riziko působí na všechny účastníky trhu bez rozdílu a není možné jej diverzifikovat. Za nejdůležitější systematické riziko se považuje riziko změny úrokových sazeb, inflační riziko a tržní riziko. Systematické riziko se měří koeficientem beta ( $\beta$ ), který udává citlivost investice vůči trhu. Říká, k jaké procentní změně kursu v průměru dochází, jestliže se trh změní o 1 %. (Kislingerová, 2001, s. 105-111)

Naproti tomu riziko nesystematické (jedinečné, specifické) je vyvoláno příčinami, které jsou specifické pro jednotlivé ekonomické subjekty. Tyto rizika vyplývají přímo z činnosti a hospodaření jednotlivých podniků a jsou také nazývána jako rizika diverzifikovatelná. Můžeme sem zařadit např. chyby vedení podniku, uplatňování novým a neověřených poznatků, atd. (Mařík, 2011, s. 46) Tato rizika je možné vhodným výběrem investice podstatnou mírou snížit. Investoři by se tedy měli snažit, aby jejich portfolia byla „dobře diverzifikována“, tedy že celkové riziko bude rovno tržnímu riziku. (Kislingerová, 2001, s. 109-110)

### 2.2.2 Obchodní a finanční riziko

Podle Maříka (2011a, s. 42-43) je obchodní riziko dáno proměnlivostí čistých výnosů, která je způsobena:

- proměnlivostí prodeje (tzv. prodejní riziko),
- úrovní fixních provozních nákladů (tzv. provozní riziko).

Prodejní riziko vyplývá ze situace, že očekávaný zisk nebude dosažen v důsledku vývoje trhu. Je možné jej měřit pomocí variability čistých tržeb. Provozní riziko je ovlivněno provozní pákou, tedy je dáno podílem fixních nákladů na celkových provozních nákladech.

$$\text{Provozní riziko} = \frac{\% \text{ změna provozního zisku}}{\% \text{ změna prodeje}} \quad (1)$$

Nejlépe změříme celkové obchodní riziko pomocí variačního koeficientu provozních výsledků hospodaření.

$$\text{Obchodní riziko} = \frac{\text{Směrodatná odchylka provozních VH}}{\text{Střední hodnota provozních VH}} \quad (2)$$

Kislingerová (2001, s. 123) uvádí, že finanční riziko odráží míru zapojení cizích zdrojů ve financování podniku, neboť úrok často pro firmu představuje fixní platbu. V souvislosti se zapojením cizích zdrojů vzniká pro podniky tzv. úrokový daňový štít, který zvyšuje výnos pro akcionáře. Je tedy nutné si uvědomit, že zvýšení podílu cizích zdrojů vede ke zvýšení finančního rizika akcionářů. Finanční riziko lze měřit dvěma způsoby:

- 1) prostřednictvím stupně finanční páky:

$$\text{Finanční riziko} = \frac{\% \text{ změna zisku na 1 akcii}}{\% \text{ změna EBIT}} \quad (3)$$

- 2) prostřednictvím různých ukazatelů zadluženosti a likvidity

Celkové riziko je pak vyjádřeno jako součin provozního a finančního rizika.

$$\text{Celkové riziko} = \text{provozní riziko} * \text{finanční riziko} \quad (4)$$

Obecně platí, že čím větší je provozní riziko, tím je kladen větší důraz na ziskovost tržeb při obratovosti kapitálu. Naopak, čím větší je finanční riziko, tím je kladen větší důraz na větší obratovost kapitálu při nižší ziskovosti tržeb. (Kislingerová, 2001, s. 125)

## 2.3 Diskontní míra

Diskontní míra je nástroj, jehož prostřednictvím se do hodnoty podniku promítá faktor rizika a faktor času. Diskontní míra je míra výnosnosti užívaná při přepočtu peněžní částky na její současnou hodnotu a představuje míru výnosnosti očekávanou investorem. Pojem diskontní míra se používá v anglosaské literatuře, kdežto v německé literatuře se používá pojem kalkulovaná úroková míra. Náklady kapitálu vyjadřují jiný úhel pohledu na diskontní míru. (Mařík, 2011a, s. 47-48)

### 2.3.1 Diskontní míra pro metody DCF

Vážené průměrné náklady na kapitál (WACC) představují průměrnou cenu, kterou podnik platí za vytvořený finanční mix na straně. Pracují jednak s úrokem, kde je zohledněn i faktor daní, tak i s požadovaným výnosem akcionářů. (Kislingerová, 2001, s. 174-175) WACC tedy určíme jako vážený průměr nákladů vlastního kapitálu a nákladů cizího úplatného kapitálu ve tvaru:

$$WACC = N_{CK}(1 - d) * \frac{CK}{C} + N_{VK} * \frac{VK}{C} \quad (5)$$

kde:

$N_{CK}$  = náklady na cizí kapitál,

$d$  = sazba daně z příjmu platná pro oceňovaný subjekt,

$CK$  = hodnota cizího (pouze úročeného) kapitálu vloženého do podniku,

$N_{VK}$  = náklady na vlastní kapitál,

$\frac{VK}{C}$  = poměr nákladů vlastního kapitálu na celkovém kapitálu,

$\frac{CK}{C}$  = poměr nákladů cizího kapitálu na celkovém kapitálu. (Dluhošová, 2010, s. 116)

Průměrné vážené náklady kapitálu jsou náklady na celkový investovaný dlouhodobý kapitál, tedy výnos aktiv. Velikost průměrných nákladů závisí především na způsobu užití vlastních zdrojů a na zdrojích. Podniky, které efektivně využívají vlastní a cizí zdroje, dosahují nižších průměrných nákladů na kapitál. Výsledná hodnota nákladů na kapitál se mění také v závislosti na kapitálové struktuře podniku. (Vochozka, 2011, s. 121)

### **Náklady na cizí kapitál**

Náklady na cizí kapitál vyjadřují cenu, kterou společnost platí za financování svých aktiv. Určují se jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které jsou placeny z nejrůznějších forem cizího kapitálu. Informace získáváme hlavně z pasivní části rozvahy, jedná se o položky běžných a dlouhodobých bankovních úvěrů, dluhopisů a finančních výpomocí. Naopak sem nepatří neúročená pasiva, jako jsou například závazky vůči dodavatelům, a rezervy. (Damodaran, 2006, s. 64; Pavelková a Knápková, 2012, s. 165)

### **Náklady na vlastní kapitál**

Náklady na vlastní kapitál odráží výnosové očekávání příslušných investorů. Výnosové očekávání je třeba odvozovat z možného alternativního výnosu kapitálu s přihlédnutím k riziku. Pro odhad nákladů na vlastní kapitál existuje několik metod. Mezi nejznámější patří následující metody:

#### *Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM)*

Model oceňování kapitálových aktiv patří mezi nejpoužívanější metody. Výhodou tohoto modelu je, že vychází z tržního ocenění. (Damodaran, 2011, s. 21) Vzorec pro tuto metodu je následující:

$$N_{VK} = r_f + \beta * RPT + RPZ \quad (6)$$

kde:

$r_f$  = aktuální výnosnost dlouhodobých vládních dluhopisů,

$\beta$  = koeficient beta,

$RPT$  = riziková prémie kapitálového trhu,

$RPZ$  = riziková prémie země. (Mařík, 2011a, s. 233)

*Stavebnicový model*

Tento model je velmi podobný předchozímu modelu, avšak k základní složce bezrizikového výnosu jsou přičítány další přírážky vyjadřující určité riziko. Rovnice pro tento model je následující:

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{podnikatelské} + r_{finstab} + r_{finstr} \quad (7)$$

kde:

$r_f$  = bezriziková míra výnosu,

$r_{LA}$  = přírážka za velikost podniku,

$r_{podnikatelské}$  = přírážka za produkční sílu,

$r_{finstab}$  = přírážka za finanční stabilitu,

$r_{finstr}$  = přírážka za riziko dělení produkční síly. (Kislingerová, 2001, s. 200-201)

Mezi další metody patří průměrná rentabilita odvětví, dividendové metody, metody odvození vlastního kapitálu od cizího kapitálu a model arbitrážního ocenění. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 168-174)

### 2.3.2 Diskontní míra a míra kapitalizace

Vedle diskontní míry existuje také míra kapitalizace a je třeba tyto pojmy vzájemně odlišovat. Pokud máme řadu konkrétních ročních výnosů, budeme jednotlivé výnosy diskontovat pomocí diskontní míry. Naopak tam, kde máme pouze výchozí odhad ročního výnosu, který má trvat do nekonečna, použijeme míru kapitalizace.

Vztah diskontní míry a míry kapitalizace je následující:

$$\text{Míra kapitalizace} = \text{Diskontní míra} - \text{Očekávané tempo růstu} \quad (8)$$

Tyto dvě hodnoty se můžou rovnat pouze za předpokladu, že očekáváme do nekonečna stabilní roční výnos bez jakéhokoliv růstu. (Mařík, 2011a, s. 49)

### 2.3.3 Diskontní míra a riziko

Východiskem kalkulované úrokové míry je úroveň výnosů, které přináší aktivum nezátížené riziky. Naneštěstí v praxi takové aktivum neexistuje, tudíž musíme využívat aktiva, která jsou rizikem zatížena minimálně a mohou sloužit jako prakticky bezriziková. Tuto bezrizikovou úrokovou míru upravíme o jistou úroveň, která by měla odpovídat míře rizika. Očekávané příjmy jsou poté zatíženy určitým rizikem a tomu odpovídá i výše kalkulované úrokové míry. Druhou možností je omezení očekávané výnosové míry jen na její bezrizikovou část a současně je třeba vyloučit riziko i z očekávaných příjmů. Očekávané výnosy nahradíme jejich jistotním ekvivalentem. Podstatné je dodržení principu jistotní ekvivalence, tedy kalkulovaná úroková míra by měla být zatížena stejným rizikem jako příjmy použité pro výpočet ocenění. Kalkulace diskontní míry se odvíjí především od našeho pojetí rizik, která by měla být zahrnuta v rizikové příirážce. (Mařík, 2011a, s. 49-50)

### 2.3.4 Diskontní míra a účel ocenění

Postup kalkulace diskontní míry závisí na typu potenciálního investora, pro kterého je ocenění určeno, a především na tom, o jakou kategorii hodnoty se jedná.

#### Diskontní míra pro kategorii hodnoty

- 1) U tržní hodnoty je nutné vycházet z tržních dat při kalkulaci diskontní míry. Diskontní míra se odvozuje buď z kapitálového trhu pomocí metody CAPM nebo z trhu s podniky.
- 2) Pro investiční hodnotu budeme vycházet z alternativních možností využití kapitálu konkrétního investora.
- 3) Pro objektivizované ocenění se zpravidla vychází z bezrizikové úrokové míry a rizikových příirážek, které se opírají o uzance, třídy rizika a expertní názor oceňovatele. (Mařík, 2011a, s. 50)

#### Diskontní míra pro typ investorů

Jestliže se jedná o akciovou společnost obchodovanou na veřejných trzích a investoři jsou schopni tvořit portfolio cenných papírů, tak můžeme počítat pouze se systematickým rizikem. Naopak pokud podnik není obchodován na veřejných trzích a investoři nemají možnost tvořit portfolio cenných papírů, musíme kalkulovat systematické i nesystematické riziko. (Mařík, 2011a, s. 50-51)



### 3 POSTUP PŘI OCENĚNÍ PODNIKU

Postup ocenění nemá přesně stanovou strukturu, je třeba jej modifikovat podle konkrétních podmínek, tedy podle konkrétního podnětu k ocenění, kategorie zjišťované hodnoty, zvolených metod, dostupných dat, atd. Pro ocenění se však podle Maříka (2011a, s 53) doporučuje následující postup:

1. Sběr vstupních dat
2. Analýza dat
  - a) Strategická analýza
  - b) Finanční analýza pro zjištění finančního zdraví podniku
  - c) Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenuťná
  - 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

Jednotlivé kroky mají v praxi různou podobu, hloubku a váhu zejména podle konkrétních metod, které jsou použity k vlastnímu ocenění. Strategická analýza by se měla provést po každé, stejně jako finanční analýza, která však může být mírně modifikována. Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenuťná se provádí tehdy, pokud to dostupné informace umožňují. Analýzu a prognózu generátorů hodnoty oceňovatel provádí vždy, jestliže předpokládá pokračování podniku. Kompletní finanční plán se vypracovává jen v případě, že je použita jedna ze standardních výnosových metod. Volba metody by se měla vyskytovat u každého ocenění a obvykle je vhodné použít více metod. (Mařík, 2011a, s. 53-54)

Kislingerová (2001, s. 26) uvádí jako první krok vymezení zadání práce, na který navazuje vytvoření pracovního týmu a plán práce. Následuje fáze shromažďování dat, na kterou navazuje fáze analytická, která zpravidla obsahuje analýzu makroekonomickou, analýzu odvětví a finanční analýzu podniku. Na tyto analýzy pak navazuje část aplikace modelů, které se řídí cílem práce. Dále následuje analýza ocenění, syntéza výsledků a závěr, ve kterém je uveden výrok o tržní hodnotě podniku.

### 3.1 Sběr dat

Podle Kislingerové (2001, s. 25) jsou důležité nejen informace z podniku, ale také o prostředí, ve kterém podnik funguje (tzv. makroprostředí) a o odvětví (tj. mikroprostředí), do kterého podnik patří.

Mařík (2011a, s. 54) tyto údaje rozděluje na sedm základních skupin:

- 1) Základní data o podniku – název, právní forma, IČ, předmět podnikání, majetkové podíly, řídicí struktura, historie podniku
- 2) Ekonomická data – účetní výkazy, výroční zprávy, zprávy auditora, podnikové plány
- 3) Relevantní trh – vymezení trhu, velikost, vývoj a segmentace trhu, faktory atraktivity trhu, faktory vývoje trhu
- 4) Konkurenční struktura relevantního trhu – hlavní konkurenti, substituty výrobků či produktů, bariéry vstupu do odvětví, atd.
- 5) Odbyt a marketing – data o struktuře odbytu v časových řadách (struktura výrobků, odběratelů a územní struktura), hlavní produkty, ceny a cenová politika, srovnání s konkurencí, hlavní odbytové cesty, reklama
- 6) Výroba a dodavatelé – charakter výroby, řízení kvality, kapacity a jejich využití, dodavatelé, atd.
- 7) Pracovníci – struktura a kvalifikace pracovníků, fluktuace zaměstnanců, situace na trhu práce, produktivita práce, personální náklady, atd.

### 3.2 Strategická analýza

Cíl strategické analýzy spočívá v identifikaci, analýze a ohodnocení všech relativních faktorů, o kterých lze předpokládat, že budou mít vliv na konečnou volbu cílů a strategie podniku. Je také nezbytné posoudit vzájemné vztahy a souvislosti, které mezi faktory existují, abychom mohli posoudit vhodnost současné strategie či rozhodnout o strategii nové. (Sedláčková a Buchta, 2006, s. 9)

Podle Maříka (2011a, s. 57) je strategická analýza nezbytným krokem při oceňování podniku a je tedy nezbytné, aby měla konkrétní výsledky. Strategická analýza by měla poskytnout odpovědi na tři hlavní otázky:

1. Jaké jsou podnikové perspektivy z dlouhodobého hlediska?
2. Jaký vývoj trhu, konkurence a tržeb lze očekávat?

## 3. Jaká jsou rizika spojená s podnikem?



Obr. 2. Analýza vývoje potenciálu podniku (Zdroj: Mařík, 2011a, s. 56, vlastní zpracování)

### 3.2.1 Analýza makroprostředí

Makrookolí představuje celkové politické, ekonomické, sociální a technologické okolí, ve kterém se podnik pohybuje. Vlivy jako politická stabilita, míra inflace, dovozní omezení, demografický vývoj či technické inovace mohou výrazně působit na efektivnost podniku a jeho úspěšnost. Od schopnosti podniku vyrovnat se s těmito vlivy a aktivně na ně reagovat se odvíjí celková úspěšnost podniku. (Sedláčková a Buchta, 2006, s. 16)

Mezi nejpoužívanější metody patří PEST analýza, která za klíčové součásti makroprostředí označuje faktory politické a legislativní, ekonomické, sociální a kulturní a technologické. Politické a legislativní faktory se týkají stability národní a zahraniční politické situace, členství země v EU, daňové a sociální politiky či regulace zahraničního obchodu. Ekonomické faktory vyplývají z ekonomické podstaty a základních směrů ekonomického rozvoje. Základními indikátory stavu makroekonomického okolí jsou míra ekonomického růstu, míra inflace, úrokové sazby a míra nezaměstnanosti. Sociální faktory odrážejí vlivy, které jsou spojené s postojem a životem obyvatelstva a jeho strukturou. Patří sem demografické trendy, míra vzdělanosti obyvatelstva, rozdělování příjmů, životní úroveň, atd. Mezi technologické faktory patří např. nové objevy a vynálezy, hloubka a frekvence technologických změn, celková technologická úroveň, atd. (Hadraba, 2004, s. 68; Sedláčková a Buchta, 2006, s. 16-18)

### 3.2.2 Analýza mikroprostředí

Analýza mikroprostředí má mimořádný význam, neboť poskytuje přesnější představu o zamýšlené investici. Jde především o identifikaci základních charakteristických znaků odvětví a prognózu vývoje odvětví. (Kislingerová, 2001, s. 32)

#### Identifikace charakteristických znaků odvětví

Mezi základních charakteristické znaky odvětví patří citlivost na změny hospodářského cyklu, míra regulace ze strany státu a struktura odvětví. Analýza citlivosti na hospodářský cyklus rozděluje odvětví na cyklická, neutrální a anticyklická. Druhá odvětvová charakteristika je způsob vládní regulace, kdy může ze strany státu existovat cílený přístup nebo se jedná o bariéry vstupu do odvětví, atd. Třetím faktorem je struktura odvětví, na kterou má podle M. Portera vliv pět dynamických konkurenčních faktorů:

- vstup nových konkurentů,
- hrozba nových výrobků nebo služeb,
- dohadovací schopnost kupujících,
- dohadovací schopnost dodavatelů,
- soupeření mezi existujícími konkurenty.

Strukturu je pak možné charakterizovat jako monopolní, oligopolní nebo konkurenční. (Kislingerová, 2001, s. 32-37)

#### Prognóza vývoje odvětví

Východiskem prognózy vývoje odvětví je historický vývoj, který porovnává především vývoj tržeb, zisků a cen akcií. Při prognóze je důležité správně stanovit délku období, na které lze plánovat tržby, a správně stanovit ziskovou volatilitu. (Kislingerová, 2001, s. 37)

## 3.3 Finanční analýza

Účelem finanční analýzy je komplexní zhodnocení finanční situace podniku. „Pomáhá odhalit, zda je podnik dostatečně ziskový, zda má vhodnou kapitálovou strukturu, zda využívá efektivně svých aktiv, zda je schopen včas splácet své závazky a celou řadu dalších významných skutečností.“ (Knápková, Pavelková a Šteker, 2013, s. 17)

Finanční analýza je nedílnou součástí oceňování podniku. Jejím cílem je poskytnout informace o finančním zdraví k okamžiku ocenění a zjistit, co lze očekávat v budoucnosti. Posouzení finanční situace se stává východiskem pro posouzení stávajícího stavu hospoda-

ření podniku a především pro identifikaci potenciálních rizik plynoucích z jeho fungování v budoucnosti. Spolu s dalšími informacemi slouží finanční analýza jako jedno z východisek pro posouzení rizika, které hraje významnou roli při stanovení kapitalizační nebo diskontní míry v jednotlivých modelech. (Kislingerová, 2001, s. 39)

Mařík (2011a, s. 97) stanovuje postup finanční analýzy v rámci oceňování do následujících kroků:

- 1) prověření úplnosti a správnosti vstupních informací,
- 2) provedení analýzy základních účetních výkazů,
- 3) spočítání ukazatelů finanční analýzy,
- 4) souhrnné vyhodnocení výsledků.

### 3.3.1 Úplnost a správnost vstupních informací

Při ocenění se oceňovatel většinou spoléhá na závěry auditora, aby zjistil, do jaké míry jsou čísla v účetních výkazech průkazná a úplná. Pokud to není možné, je nutné, aby si alespoň orientačně prověřil stav účetnictví sám, popř. tím pověřil kvalifikovanou osobu. Současně se také musí zajímat o všechny důležité informace, které nejsou z různých důvodů ve výkazech obsaženy. (Mařík, 2011a, s. 97)

### 3.3.2 Analýza účetních výkazů

Při zpracování finanční analýzy vycházíme ze vstupních dat. K hlavním zdrojům těchto dat patří účetní závěrka, která se skládá z rozvahy, výkazu zisků a ztrát, přílohy a výkazu cash flow. Znalost obsahu jednotlivých položek účetních výkazů a vzájemných souvztažností je základním předpokladem pro práci s nimi. (Knápková, Pavelková a Šteker, 2013, s. 19)

#### Rozvaha

Na straně aktiv rozvaha podává přehled o výši a struktuře majetku, na straně pasiv o způsobu financování tohoto majetku. Z pohledu finanční analýzy je rozvaha nejdůležitějším zdrojem informací. Strana pasiv podává taktéž důležité informace o výsledcích hospodaření. (Knápková, Pavelková a Šteker, 2013, s. 19)

#### Výkaz zisků a ztrát

Ve výkaze zisků a ztrát je zachycen rozdíl mezi celkovými výnosy a celkovými náklady, tzv. výsledek hospodaření. Výkaz zisků a ztrát vyjadřuje úspěšnost podniku ve využívání majetku a zdrojů, které měl v daném období k dispozici. Nevýhodou výkazu zisků a ztrát

je, že představuje rozdíl mezi výnosy a náklady bez ohledu na to, zda vznikají skutečné reálné příjmy nebo výdaje. (Kislingerová, 2001, s. 59; Knápková, Pavelková a Šteker, 2013, s. 19)

### Příloha

Příloha tvoří nezbytnou část účetní závěrky, je důležitá pro plné pochopení výsledků podniku a případné srovnání s jinými podniky. Příloha obsahuje obecné údaje o účetní jednotce, informace o účetních metodách, zásadách a metodách oceňování, doplňující informace k rozvaze a výsledovce a přehled o peněžních tocích. (Kislingerová, 2001, s. 40)

### Výkaz cash flow

Ve výkaze cash flow jsou tedy zachyceny skutečné příjmy a výdaje. Hlavní úlohou tohoto výkazu je sledování změny stavu peněžních prostředků v provozní, investiční a finanční činnosti. Výkaz CF vysvětluje přírůstky a úbytky peněžních prostředků a důvody, proč k nim došlo. Tento výkaz slouží především pro posouzení likvidity podniku. (Damodaran, 2011, s. 23; Knápková, Pavelková a Šteker, 2013, s. 47)

### **3.3.3 Analýza absolutních ukazatelů**

Absolutní ukazatele jsou ukazatele obsažené ve výkazech, které lze přímo použít. Absolutní ukazatele se využívají především k analýze vývojových trendů (tzv. horizontální analýza) a k procentnímu rozboru komponent (tzv. vertikální analýza). Horizontální analýza zkoumá změny absolutních ukazatelů v čase. Prostřednictvím této analýzy zjišťujeme, jak se jednotlivé položky změnily oproti minulému období. Vertikální analýza se zabývá vyjádřením jednotlivých položek účetních výkazů jako procentního podílu ke zvolené základně. (Hrdý a Horová, 2009, s. 122; Knápková, Pavelková a Šteker, s. 67-68)

### **3.3.4 Analýza poměrových ukazatelů**

Poměrové ukazatele jsou základním nástrojem finanční analýzy. Jedná se o jednu z nejoblíbenějších metod především proto, že umožňuje získat rychlou představu o základních finančních charakteristikách podniku. Poměrové ukazatele můžeme rozdělit na ukazatele zadluženosti, likvidity, rentability, aktivity, ukazatele kapitálového trhu a ostatní ukazatele. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 27)

### 3.4 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná

Pro většinu metod platí, že pokud je to alespoň trochu možné, měly by být aktiva rozdělena na provozně nutná a nenutná. Současně jsou také vyloučeny výnosy a náklady související s těmito provozně nepotřebnými aktivy. Důvody pro rozdělení aktiv jsou následující:

- a) Část majetku nemusí být vůbec využívána a neplynou z ní žádné, popř. jen malé příjmy. Jedná se např. o nevyužité pozemky, peněžní prostředky ve velkém množství, které není provozně nutné, atd.
- b) Pokud aktiva nesouvisející s provozem přináší příjmy, měla by se vyčlenit, protože rizika spojená s těmito příjmy mohou být odlišná než rizika hlavního provozu podniku.
- c) Posledním důvodem je skutečnost, že k těmto dvou skupinám aktiv přistupujeme s odlišným přístupem a používáme pro ně jiné metody. Nepotřebná aktiva oceňujeme samostatně a zpravidla očekáváme, že by je racionální vlastník mohl prodat, zlikvidovat nebo pronajmout. (Mařík, 2011a, s. 118-119)

### 3.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty jsou faktory, které významně ovlivňují tvorbu hodnoty. Identifikace podstatných faktorů a jejich dopady na hodnotu by měly patřit k významným nástrojům pro řízení orientované na růst hodnoty podniku. Záleží tedy na kvalitách vrcholového i středního managementu jak jsou schopni ze své funkce ovlivnit tyto faktory, jež zvyšují hodnotu podniku. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 106)

Mařík (2011a, s. 125) rozlišuje následující generátory hodnoty:

1. tržby a jejich růst,
2. marže provozního zisku,
3. investice do pracovního kapitálu,
4. investice do dlouhodobého provozně nutného majetku,
5. diskontní míra,
6. způsob financování,
7. období, po které předpokládáme generování pozitivního peněžního toku.

### 3.6 Finanční plán

Do finančních plánů podniku se promítají vize podniku, cíle, kterých chce podnik dosáhnout, a strategie umožňující dosažení těchto cílů. Plány pomáhají odhadnout budoucí vývoj podniku, který je dán rozhodnutími managementu, vnějšími podmínkami makroekonomického prostředí, konkurencí a dalšími faktory ovlivňující hospodaření podniku. Plánování budoucího vývoje pomáhá odhalovat rizika související s vývojem podniku, nesnaží se je však minimalizovat. Součástí plánování je proces vyhodnocení rizik, tedy rozhodnutí o tom, která rizika se vyplatí, která nejsou nezbytná a která za to nestojí. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 210)

Pokud se oceňovat rozhodne použít při ocenění podniku jednu z výnosových metod, měl by být sestaven pro oceňovaný podnik kompletní finanční plán, který se skládá z:

- výsledovky,
- rozvahy,
- výkazu peněžních toků. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 210)

Podnikový plán by měl vycházet z jeho vizí a strategií a je tvořen soustavou vzájemně vyvážených plánů. Patří sem především plány prodeje, produkce, kapacit, pracovních sil, plán provozního výsledku hospodaření, daní a podílů na zisku, plán provozního peněžního toku, který umožňuje sestavit celkový peněžní tok a na závěr plánovaná rozvaha. Generátory hodnoty tvoří kostru finančního plánu, ale aby oceňovatel mohl sestavit kompletní výsledovku, rozvahu a výkaz peněžních toků, je třeba doplnit plán financování, další významné výnosové a nákladové položky, položky nesouvisející s hlavním provozem podniku, předpokládané výplaty podílů na zisku, dopočty chybějících položek v jednotlivých výkazech. (Mařík, 2011a, s. 149-150)



## 4 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Metod stanovení hodnoty podniku existuje jak z teoretického, tak i z praktického pohledu celá řada. Volba správné metody oceňování rozhoduje, zda bude naplněn cíl oceňování. Volba metody se také odvíjí od účelu ocenění a subjektivního postoje oceňovatele. Mezi základní skupiny metod patří metody: výnosové, majetkové, komparativní a kombinované. (Dluhošová, 2010, s. 172)

Mařík (2011a, s. 37) rozlišuje tři základní skupiny metod. První skupinou jsou výnosové metody oceňování, mezi které patří metoda diskontovaných peněžních toků, metoda kapitalizovaných čistých výnosů, metoda ekonomické přidané hodnoty a kombinované výnosové metody. Mezi majetkové metody patří likvidační hodnota, účetní hodnota VK na principu historických cen, substanční hodnota na principu úspory nákladů, substanční hodnota na principu reprodukčních cen a majetkové metody na principu tržních cen. Ocenění na základě analýzy trhu zahrnuje ocenění na základě tržní kapitalizace, ocenění na základě srovnatelných podniků, ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu a ocenění na základě odvětvových multiplikátorů.

Kislingerová (2001, s. 22) ve své publikaci rozřídí metody oceňování podniku do dvou základních skupin. První skupinou jsou metody fundamentálně analytické. Mezi tyto metody patří metoda substanční hodnoty, výnosové metody, metoda diskontovaného cash flow a metoda ekonomické přidané hodnoty. Druhou skupinou jsou metody orientované na kapitálový trh, kdy hodnota podniku je odvozena z aktuálních tržních cen nebo od tržní kapitalizace srovnatelných transakcí podniků kotovaných na kapitálových trzích.

### 4.1 Ocenění na základě analýzy majetku

Podle Maříka (2011a, s. 321) vede ocenění na základě analýzy majetku ke zjištění majetkové podstaty, která je často označována jako substance neboli substanční hodnota. Majetková hodnota podniku je definována jako souhrn individuálně oceněných položek majetku, od kterého je odečtena hodnota individuálně oceněných závazků. Členění majetkových metod se odvíjí od předpokladu podniku pokračovat ve své činnosti. Jestliže vycházíme z předpokladu trvalé existence podniku (tzv. going concern princip), využíváme metodu na principu reprodukčních cen. Jestliže nepředpokládáme dlouhodobou existenci podniku, používáme likvidační hodnotu.

## 4.2 Ocenění na základě analýzy výnosů

Tato skupina metod vychází z předpokladu, že hodnota statků je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. Mezi tyto užitky patří u podniků zisk, dividendy nebo finanční toky. Hodnota u těchto metod je závislá na určení budoucích výnosů, volbě časového horizontu a stanovení nákladů kapitálu. (Dluhošová, 2010, s. 175)

Podle Marka (2009, s. 532) jsou výnosové metody z pohledu ekonomické teorie jediným správným oceňovacím postupem. Výnosové metody jsou založeny na předpokladu, že ekonomická hodnota konkrétního aktiva závisí na budoucím příjmu tohoto aktiva, nikoliv na minulých nákladech. Budoucí příjmy je nutné diskontovat, tedy je převést na současnou hodnotu. Výnosová hodnota je tedy v podstatě současná hodnota čistých příjmů z aktiv, které v budoucnosti reálně očekáváme. Mezi nejznámější výnosové metody patří:

- metoda diskontovaných peněžních toků (DCF),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metoda založená na ekonomické přidané hodnotě.

Mařík (2011a, s. 163) do této skupiny metod zařazuje také metody kombinované (tzv. korigované), které kombinují výnosové ocenění s oceněním majetkovým.

### 4.2.1 Metoda diskontovaného cash flow

Metoda DCF je založená na odhadech budoucích volných peněžních toků, které plynou z podnikatelské činnosti. Budoucí volný peněžní tok je jedním z hlavních měřítek používaných při oceňování podniku, neboť s rostoucím peněžním příjmem roste také hodnota podniku. Metoda DCF na rozdíl od klasického cash flow zohledňuje faktor rizika a faktor času. U této metody musíme v první řadě správně vymezit budoucí peněžní toky vhodné pro ocenění, dále stanovit náklady na kapitál, a stanovit hodnotu pomocí metody ocenění. Podle toho, jestli se oceňuje celkový nebo pouze vlastní kapitál, a podle toho jak jsou definovány finanční toky a náklad kapitálu, rozlišujeme čtyři základní metody:

- metoda DCF entity,
- metoda DCF equity,
- metoda DDM (Dividend Discount Model),
- metoda APV (Adjusted Present Value). (Allman, 2010, s. 2; Dluhošová, 2010, s. 175)

#### 4.2.1.1 Metoda DCF entity

U metody DCF je východiskem vždy volný peněžní tok. V případě metody DCF entity se volným peněžním tokem rozumí tvorba peněžních prostředků, které jsou k dispozici nejen vlastníkům (akcionářům) především na dividendy, ale i věřitelům v podobě splátek úvěrů a úroků. U této metody budeme pracovat s pojmy FCF (free cash flow), což je obecnější pojem, zatímco FCFF (free cash flow to firm) je již konkrétní varianta FCF pro tuhle metodu. V tomto případě je tedy oceňován celkový kapitál. Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele FCFF se diskontuje nákladem celkového kapitálu WACC. Cílem této metody je tržní ocenění celkového kapitálu podniku. (Dluhošová, 2010, s. 176; Mařík, 2011a, s. 170)

Mařík (2011a, s. 170) uvádí ve své publikaci následující schéma výpočtu:

Tab. 1. Výpočet FCFF

1.	+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVH <sub>d</sub> )
2.	- Upravená daň z příjmů (= KPVH <sub>d</sub> * daňová sazba)
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji
6.	= Předběžný tok z provozu
7.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	= <b>Volný peněžní tok (FCFF)</b>

Zdroj: vlastní zpracování dle Maříka, 2011a, s. 170

K výpočtu peněžních toků můžeme využít následujících metod:

#### Model stabilního růstu:

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + i_k)^t} \quad (9)$$

kde:

$FCFF_t$  = volné cash flow v roce t,

$i_k$  = diskontní míra,

$n$  = počet let předpokládané existence podniku. (Mařík, 2011a, s. 178)

#### Dvofázová metoda:

Tato metoda je v praxi obvyklá. Je založena na předpokladu, že budoucí období je rozděle-  
no na dvě fáze. První fáze obsahuje období, pro které oceňovatel může vypracovat prognó-  
zu volného peněžního toku. Druhá fáze pak zahrnuje období od konce první fáze do neko-  
nečna. Hodnotu podniku ve druhé fázi označujeme jako pokračující hodnotu. Její výpočet  
je následující:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T} \quad (10)$$

kde:

$T$  = délka první fáze v letech,

$PH$  = pokračující hodnota,

$i_k$  = diskontní míra. (Mařík, 2011a, s. 178)

Pro výpočet pokračující hodnoty můžeme využít:

1) *Gordonův vzorec*

Gordonův vzorec pro druhou fázi předpokládá stabilní a trvalý růst. Pokračující  
hodnotu tedy vypočítáme podle následujícího vzorce:

$$\text{Pokračující hodnota } T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g} \quad (11)$$

kde:

$T$  = poslední rok prognózovaného období,

$i_k$  = diskontní míra,

$g$  = předpokládané tempo růstu peněžního toku do nekonečna. (Mařík, 2011a, s.  
183)

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

Tento vzorec pracuje se dvěma základními generátory hodnoty, jimiž jsou tempo  
růstu korigovaných provozních výsledků hospodaření snížených o upravené daně a  
očekávaná rentabilita nových investic. Parametrický vzorec má pak tuto podobu:

$$\text{Pokračující hodnota } T = \frac{KPVH_{T+1} * \left(1 - \frac{g}{r_1}\right)}{i_k - g} \quad (12)$$

kde:

$KPVH_{T+1}$  = korigovaný VH v prvním roce po uplynutí období prognózy,  
 $g$  = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během 2. fáze,  
 $r_1$  = očekávaná rentabilita nových investic. (Mařík, 2011a, s. 187)

### Třífázová metoda:

Tato metoda člení budoucnost na tři fáze, a to fázi rychlého růstu, fázi přechodnou a období stability. Vzorec má pak následující podobu:

$$H = \sum_{t=1}^{T1} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \sum_{t=T1+1}^{T2} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCF_{T2+1}}{(1+i_k)^{T2} * (i_k - g)} \quad (13)$$

kde:

$T1$  = počet let rychlého růstu,

$T2$  = součet počtu let rychlého a zpomalujícího se růstu,

$H$  = hodnota podniku. (Mařík, 2011a, s. 200)

Pomocí postupů, které byly popsány výše, získáme provozní hodnotu podniku brutto. Abychom získali výslednou hodnotu VK oceňovaného podniku, musíme provést ještě závěrečné kroky:

Tab. 2. Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu

	Hodnota brutto („provozní“)
-	Hodnota úročeného cizího kapitálu (ke dni ocenění)
=	Hodnota vlastního kapitálu („provozní“)
+	Hodnota aktiv, která nejsou provozně nutná (kde dni ocenění)
=	<b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku</b>

Zdroj: vlastní zpracování dle Maříka, 2011a, s. 201

Jedná se o nejčastější metodu nejen v praxi, ale i v literatuře jak v České republice, tak v zahraničí. Je vhodná v případech, kdy není cílem ocenění vlastního kapitálu ale investovaného kapitálu. Nevýhodou této metody je, že pracuje se strukturou kapitálu, tedy je nutné tuto strukturu vyladit tak, aby odpovídala výslednému ocenění. (Mařík, 2011b, s. 21)

#### 4.2.1.2 Metoda DCF equity

U této metody je oceňován pouze vlastní kapitál. Volné peněžní toky se vztahují jen k vlastnímu kapitálu FCFE (free cash flow to equity) a diskontují se nákladem vlastního kapitálu  $R_e$ . FCFE jsou peněžní toky, které jsou k dispozici pouze akcionářům. Při výpočtu

vycházíme z FCFE, které snížíme o zaplacené úroky z cizího kapitálu a přičteme nové výpůjčky. (Dluhošová, 2010, s. 176; Pinto et al., s. 312)

Mařík (2011a, s. 205) uvádí ve své knize následující schéma výpočtu:

Tab. 3. Výpočet FCFE

1.	Korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních
2.	+ odpisy
3.	+ ostatní náklady, které nejsou výdaji
4.	- investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
5.	- investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
6.	= FCF na úrovni podnikatelské jednotky (entity)
7.	- úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít, tj. úrok * (1 – úroková sazba)
8.	- splátky úročeného cizího kapitálu
9.	+ nově přijatý úročený cizí kapitál
10.	= <b>FCFE</b>

Zdroj: vlastní zpracování dle Maříka, 2011a, s. 205

Hodnotu vlastního kapitálu získáme dosažením do následujícího vzorce:

$$H_n = \sum_{t=1}^T FCFE * (1 - i_k)^{-t} + \frac{FCFE_{T+1}}{i_k - g} * (1 + i_k)^{-T} \quad (14)$$

kde:

$i_k$  = kalkulovaná úroková míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu,

$g$  = předpokládané tempo růstu FCFE ve druhé fázi. (Mařík, 2011a, s. 206)

Tyto volné peněžní toky v podstatě představují teoretické dividendy, popř. výplat podílů na zisku vlastníkům. Mezi výhody této metody patří, že kalkuluje přímo změny zadlužení a úroky. Jedná se o typickou výnosovou metodu pro ocenění bank a dalších finančních institucí. Nevýhodou je, že musíme znát konkrétní finanční politiku oceňovaného podniku, a stejně jako u DCF entity dochází k vyladování pomocí iteračního postupu. (Mařík, 2011b, s. 23)

#### 4.2.1.3 Metoda APV

Tato metoda slouží k oceňování celkového kapitálu. Finanční toky jsou tvořeny toky nezadlužené firmy  $FCFE_U$ , které se diskontují nákladem celkového kapitálu nezadlužené firmy  $R_U$ . Tím získáme hodnotu nezadluženého podniku. V případě zadluženého podniku je nut-

né přičíst současnou hodnotu daňového štítu, tedy daňový štít TS diskontujeme nákladu dluhu  $R_D$ . (Dluhošová, 2010, s. 177)

Mařík (2011b, s. 23-26) uvádí, že tato varianta je v praxi nejméně obvyklá, a to nejen v České republice, ale i v zahraničí. Tato metoda se považuje za referenční metodu, která slouží pro porovnání s ostatními metodami DCF. Největší výhodou je, že vůbec nepracuje s kapitálovou strukturou ve formě podílu vlastního a cizího kapitálu, nemusí se tedy odhadovat tržní hodnota kapitálu. Nevýhodou může být obtížný odhad nákladů vlastního kapitálu nezadlužených a stejně jako u DCF equity musíme znát konkrétní finanční politiku podniku.

#### 4.2.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Dluhošová (2010, s. 178) uvádí, že tato metoda je založena na principu čisté současné hodnoty budoucích zisků, které jsou odhadovány z budoucích dat. Východiskem jsou údaje z rozvahy a výsledovky za období 3-5 let. Klíčovým údajem je trvale udržitelný zisk, tedy zisk, který je podroben řadě korekcí, jako například úprava odpisů o reálné opotřebení, vyloučení mimořádných výnosů a nákladů, vyloučení skrytých rezerv, atd.

Podle Maříka (2011a, s. 263-273) je postup u této metody následující:

##### 1) *Analýza a úprava dosavadních výsledků hospodaření podniku*

- vyčlenění všech významných položek nákladů a výnosů plynoucích z majetku provozně nepotřebného,
- zajištění, aby náklady a výnosy byly zaúčtovány do období, ke kterému se věcně a časově vztahují,
- započítání mzdy podnikatele,
- vyloučení mimořádných nákladů a výnosů,
- výpočet upravené daně v souvislosti s úpravou VH.

##### 2) *Prognóza budoucích čistých výnosů*

- plánování odpisů – pro první fázi se předpokládá detailní plánování odpisů, pro druhou fázi se předpokládá ocenění na úrovni věčné renty,
- plánování potřeby finančních zdrojů – sečteme všechny výdaje, které nejsou náklady (tzv. finanční potřeby), a náklady, které nejsou výdaji (tzv. finanční krytí), a případné nedostatky nebo přebytky finančních prostředků se promítnou do výše úvěrů.

### 3) *Odhad kalkulované úrokové míry*

- úroková míra pro objektivizovanou hodnotu – vychází z bezrizikové úrokové sazby (většinou desetileté státní dluhopisy), ke které přičteme rizikovou přírážku, která obsahuje obchodní riziko a riziko kapitálové struktury,
- úroková míra pro subjektivní hodnotu – vychází z individuálních možností konkrétního investora (úroková míra přijímaných úvěrů, průběrná rentabilita odvětví nebo oboru, do kterého může investovat, průměrná výnosnost na akciovém trhu, alternativní investice, které má k dispozici).

### 4) *Vlastní propočet výnosové metody*

- analytická metoda – při objektivizovaném ocenění vycházíme z řady odnímatelných čistých výnosů, tedy skutečných, účetní politikou co nejméně ovlivněných budoucích VH, které mohou být rozděleny, aniž by to ohrozilo budoucí výnosový potenciál podniku,
- paušální metoda – se používá u podniků s obtížně předpověditelnou budoucností, základem je výnosový potenciál k datu ocenění, jádrem ocenění je odhad trvale odnímatelného čistého výnosu k rozdělení, a zkoumáme vážené průměrné výnosy k rozdělení za posledních 3-5 let.

## 4.2.3 Ekonomická přidaná hodnota

Pavelková a Knápková (2012, s. 52) definují ekonomickou přidanou hodnotu následovně: „Ukazatel EVA měří, jak společnost za dané období přispěla svými aktivitami ke zvýšení či snížení hodnoty pro své vlastníky.“ Ekonomická přidaná hodnota představuje v podstatě ekonomický zisk, který podnik vytvoří po úhradě všech nákladů včetně veškerých nákladů na kapitál.

Ekonomická přidaná hodnota patří k novým modelům, které na rozdíl od dříve popsanych modelů DCF nepracuje s cash flow. Ukazatel EVA odráží snahy investorů odkrýt ty podniky, které zaručovaly, že investice akcionářů povedou k růstu jejich bohatství. (Kislingarová, 2001, s. 224)

Ukazatel se nejčastěji vyjadřuje takto:

$$EVA = NOPAT - WACC * C \quad (15)$$

kde:



$NOPAT$  = zisk z hlavního provozu podniku po zdanění,

$C$  = kapitál vázaný v aktivech potřebných k hlavnímu provozu podniku,

$WACC$  = průměrné vážené náklady na kapitál. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 52)

Pozitivní hodnoty dosahuje EVA v případě, že  $NOPAT$  převyšuje požadavky na kapitál, tento rozdíl pak představuje hodnotu přidanou k bohatství akcionářů za určité období. Naopak negativní hodnota ukazatele EVA reprezentuje pokles bohatství akcionářů, protože podnik není schopný dosahovat ani minimální výnos požadovaný subjekty poskytující kapitál pro její financování. (Dluhošová, 2010, s. 19)

Pro výpočet EVA je potřeba upravit vstupní účetní data tak, aby co nejvíce odpovídala ekonomické realitě podniku. Těchto úprav existuje velké množství, v praxi se však setkáváme s podniky, které si obvykle vystačí pro své potřeby s vybranými a pro ně podstatnými úpravami v závislosti na jejich činnosti a metodách účtování. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 57)

#### **4.2.3.1 Vymezení čistých operativních aktiv (NOA)**

Nejdůležitějším účetním výkazem pro výpočet vloženého kapitálu je rozvaha. Je nutné vymezit aktiva, která produkují operativní zisk a jsou krytá tímto kapitálem (NOA – Net Operating Assets) Jsou to aktiva, která jsou krytá vlastním a cizím úročeným kapitálem. Pro výpočet NOA se obvykle provádějí následující úpravy:

*a) Aktivace položek, která v rozvaze chybí:*

- náklady na reklamu, logistiku, vzdělávání pracovníků, restrukturalizaci podniku, výzkum a vývoj,
- leasing nebo majetek v nájmu,
- goodwill, oceňovací rozdíly u dlouhodobého a oběžného majetku, tiché rezervy.

*b) Vyčlenění aktiv, která nejsou nezbytná pro vykonávání hlavní činnosti podniku:*

- DFM ve formě dlouhodobých cenných papírů, podílů nebo půjček mající charakter portfoliových investic,
- nedokončené investice,
- KFM přesahující provozně nutnou část a krátkodobé cenné papíry a podíly nesloužící k operativní činnosti,
- nevyužité pozemky a budovy, nepotřebné zásoby.

c) *Snížení o pasiva, která nenesou náklad:*

- krátkodobé závazky,
- pasivní položky časového rozlišení,
- nezaplatněné dlouhodobé závazky. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 58-61)

#### 4.2.3.2 *Vymezení čistého operativního zisku (NOPAT)*

Operativní zisk je tvořen zapojením čistých operativních aktiv do činnosti podniku, proto je nezbytné při určení NOPAT vycházet z aktiv tvořící NOA. Při transformaci výsledku hospodaření z běžné činnosti na NOPAT musíme provést tyto úpravy:

- vyloučit placené úroky z finančních nákladů,
- vyloučit položky, které se svou výší nebudou opakovat,
- vyloučit výnosy z nepotřebných aktiv,
- vyloučit náklady na výzkum a vývoj, na vzdělávání zaměstnanců a na reklamu,
- zvážit tvorbu a čerpání tichých rezerv,
- vyloučit finanční výnosy a náklady spojené s dlouhodobým finančním majetkem,
- upravit výši daně. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 62)

Pro výpočet ekonomické přidané hodnoty pro účely ocenění majetku volíme obvykle dvoufázovou metodu, stejně jako u metody DCF. Pro hodnotu podniku tedy platí:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left( \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC * (1+WACC)^T} - D_0 + A_0 \quad (16)$$

kde:

$H_n$  = hodnota podniku netto,

$NOA_0$  = čistá operativní aktiva k datu ocenění,

$EVA_t$  = ekonomická přidaná hodnota v roce t,

$WACC$  = průměrné vážené náklady na kapitál,

$T$  = počet let první fáze,

$D_0$  = hodnota úročených dluhů k datu ocenění,

$A_0$  = neoperační aktiva k datu ocenění. (Mařík, 2011a, s. 297)

## **II. PRAKTICKÁ ČÁST**

## 5 PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI

### 5.1 Základní údaje o společnosti

Vybraná společnost byla založena 24. března 1997 se sídlem v Jihomoravském kraji. Hlavní předmět činnosti je zemědělská výroba, konkrétně se společnost specializuje na rostlinnou výrobu. V roce 2014 společnost hospodařila na ploše 1 530 ha zemědělské půdy. Kromě rostlinné výroby se společnost zaměřuje také na živočišnou výrobu, která zahrnuje chov hospodářských zvířat, převážně skotu. Dalším odvětvím podnikatelské činnosti společnosti je:

- letecko-chemická činnost,
- zámečnictví, nástrojařství,
- opravy ostatních dopravních prostředků a pracovních strojů,
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1-3 živnostenského zákona.

Základní kapitál společnosti činí 120 468 000 Kč.

Společnost má na okolním podnikatelském trhu velmi dobrou pozici s ohledem na dlouhodobou existenci a pravidelné dosahování zisku. Společnost se také snaží chovat citlivě vůči životnímu prostředí. V roce 2013 uvedla do provozu mycí rampu pro zemědělskou techniku, čímž výrazně zlepšila podmínky odpadového hospodářství při provozu mechanizace, a v roce 2014 byla vystavěna nová mycí linka pro zemědělskou techniku, která je vybavena speciální čistírnou odpadních vod. (Interní materiály společnosti, 2013-2014)

Hlavní činnosti vybrané společnosti řadíme podle Administrativního registru ekonomických subjektů (ARES) do odvětví A – Zemědělství, lesnictví, rybářství, konkrétně do CZ-NACE 01 – Rostlinná a živočišná výroba, myslivost a související činnosti. (ČSÚ, ©2016)

### 5.2 Vývoj zaměstnanců

Dle počtu zaměstnanců se řadí vybraná společnost mezi malé podniky. Celkový počet zaměstnanců se pohybuje v průměru za sledované období okolo 43 pracovníků, z toho jsou 3 pracovníci členové řídicích orgánů společnosti. Během let docházelo k postupnému snižování počtu zaměstnanců, jen v roce 2015 byl počet zaměstnanců stejný jako v předchozím roce. Osobní náklady společnosti v roce 2015 činily 15 651 tis. Kč. Vývoj zaměstnanců společnosti XY, a. s. můžeme vidět v tabulce č. 4.

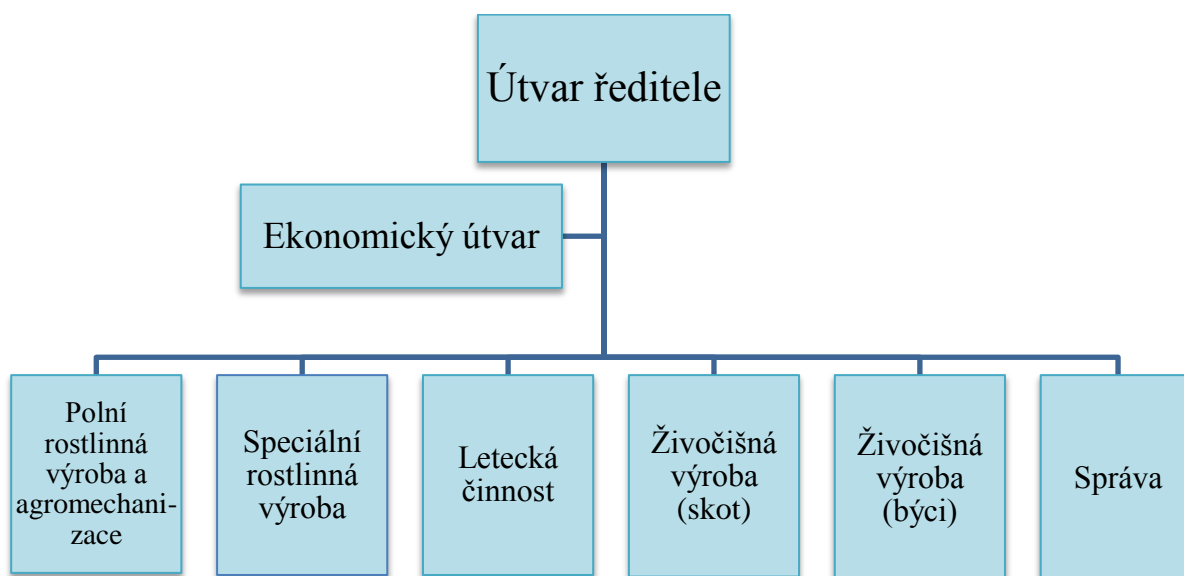
Tab. 4. Vývoj zaměstnanců společnosti

	2011	2012	2013	2014	2015
Dělníci	34	34	31	34	34
Technicko-hospodářští pracovníci	13	13	9	5	5
<b>Celkem</b>	<b>47</b>	<b>47</b>	<b>40</b>	<b>39</b>	<b>39</b>

Zdroj: vlastní zpracování

### 5.3 Organizační struktura

Vybraná společnost uplatňuje výrobně odvětvový dvoustupňový systém řízení s maximálně možnou samostatností rozhodovací a odpovědností na úrovni útvarů společnosti.



Obr. 3. Organizační struktura společnosti (Zdroj: vlastní zpracování dle interních materiálů)

### 5.4 Důvody pro ocenění společnosti

Stanovení hodnoty vybrané společnosti pomocí výnosových metod oceňování bude provedeno pro interní potřeby managementu společnosti.

## 6 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Tato kapitola se bude věnovat strategické analýze, která se považuje za klíčovou fází oceňovacího procesu, a je třeba jí věnovat náležitou pozornost. Účelem strategické analýzy je odhadnutí vnějšího a vnitřního potenciálu podniku, vymezení relativního trhu a vymezení konkurentů. Strategická analýza je rozdělena na analýzu makroprostředí a analýzu tržního prostředí.

### 6.1 Makroekonomická analýza

V rámci makroekonomické analýzy bude provedena PEST analýza, která se zaměřuje na politické, ekonomické, sociální a technologické faktory, které působí na oceňovaný podnik.

#### 6.1.1 Politické prostředí

V lednu roku 2014 byla prezidentem České republiky Milošem Zemanem jmenována vláda, v jejímž čele stojí předseda vlády Bohuslav Sobotka. Na konci roku 2015 vyjádřilo důvěru této vládě 44% lidí. (Vláda ČR, ©2009-2016) V březnu roku 2016 prošel senátem návrh ministra financí Andreje Babiše na schválení zákona o elektronické evidenci tržeb (EET). Tento systém elektronické evidence tržeb se bude týkat všech právnických osob s podnikatelskou činností a podnikajících fyzických osob, jestliže platí nebo mají platit daně. Systém by měl nabýt účinnosti na konci roku 2016. (Finanční správa, ©2013-2016)

Významný vliv na hospodaření podniku mají daně, jelikož jsou z pohledu podniku chápány jako náklad. V České republice dochází často ke změnám v daňových zákonech. Například zákon o dani z přidané hodnoty byl v posledních letech několikrát novelizován. Od 1. 1. 2015 je základní sazba stanovena ve výši 21%, první snížená sazba ve výši 15% a druhá snížená sazba ve výši 10%. Zavedení druhé snížené sazby DPH se však společnosti nikterak nedotklo. Od 1. ledna 2016 vznikla plátcům DPH zákonná povinnost podávat tzv. kontrolní hlášení. Kontrolní hlášení nenahrazuje daňové přiznání a lze jej podávat pouze elektronicky. Jeho cílem je odhalení daňových podvodů a úniků. V roce 2015 byl rozšířen systém reverse charge o zemědělské komodity, což znamená přenesení daňové povinnosti z dodavatele na toho, kdo nakupuje zboží. Pozitivní vývoj lze spatřovat u daně z příjmu právnických osob, která se během posledních let několikrát snížila, až se nakonec ustálila od roku 2010 ve výši 19%. Od roku 1997 (založení vybrané společnosti) došlo ke snížení daně z příjmu právnických osob o 20%. (Finanční správa, ©2013-2016)

### 6.1.2 Ekonomické prostředí

Vliv ekonomického prostředí se dotýká všech podniků. V tabulce č. 5 vidíme nejdůležitější makroekonomické ukazatele, které ovlivňují chování a hospodaření podniků. Jednotlivé ukazatele budou níže podrobně popsány.

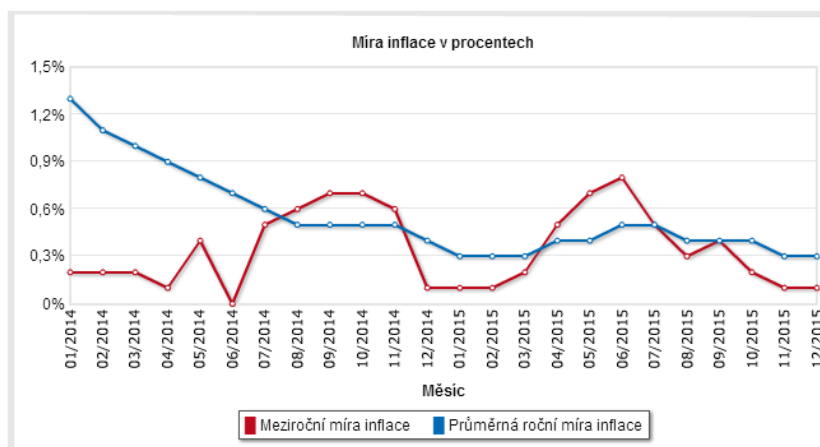
Tab. 5. Vybrané makroekonomické ukazatele

Ukazatel	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
HDP (růst v %)	2,0	-0,9	-0,5	2,0	4,6	2,7	2,6
Průměrná míra inflace (v %)	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,5	1,6
Míra nezaměstnanosti VŠPS (v %)	6,7	7,0	7,0	6,1	5,1	4,7	4,6
Dlouhodobé úrokové sazby (v%)	3,7	2,8	2,1	1,6	0,6	0,7	1,0
Směnný kurz CZK/EUR	24,6	25,1	26,0	27,5	27,3	27,0	26,7

Zdroj: MFČR, ©2016, vlastní zpracování

Nejdůležitějším makroekonomickým ukazatelem je hrubý domácí produkt. HDP v roce 2016 podle prognóz zpomalí růst na 2,7%, z důvodu dočasného snížení hrubé tvorby kapitálu, do kterého se promítl nejvíce propad vládních investic. Pozitivní vliv na ekonomiky mají uvolněné měnové podmínky a nízká cena ropy. Příznivý vývoj ekonomiky se projeví dalším zlepšováním situace na trhu práce. (ČNB, ©2003-2016)

Velký vliv na společnost má také vývoj inflace, neboť je důležitou součástí pro zhodnocování peněz. Průměrná roční míra inflace v roce 2015 byla 0,3%, což je nejnižší míra inflace od roku 2003 a druhá nejnižší hodnota v historii ČR. Za tímto vývojem stojí především pokles cen potravin, nealkoholických nápojů a přetrvávající pokles ropy. (Makroekonomická predikce – leden 2016, ©2016)



Obr. 4. Vývoj míry inflace (Zdroj: ČSÚ, ©2016)

V roce 2016 se neočekává dosažení inflačního cíle 2%, ČNB tedy vydala prohlášení, že neukončí používání kursu jako nástroje měnové politiky dříve než na začátku roku 2017, kdy by podle ní mělo dojít ke splnění inflačního cíle. (ČNB, ©2003-2016)

V listopadu 2013 se Česká národní banka rozhodla používat kurz koruny jako další nástroj měnové politiky. Tento velmi diskutovaný krok spočívá v držení kurzu koruny okolo hladiny 27 Kč za euro. V únoru 2016 vydala ČNB prohlášení, že bude i nadále intervenovat v případě potřeby na devizovém trhu na oslabení koruny tak, aby byl udržen tento kurz. (ČNB, ©2003-2016) Tento krok se dotkl i vybrané společnosti, neboť společnost využívá dotačních fondů a programů, které jsou vypláceny právě v eurech.

Nezaměstnanost se vyvíjí příznivě, ve 3. čtvrtletí poklesla míra nezaměstnanosti (VŠPS) na 4,8%, což byla v rámci EU druhá nejnižší hodnota po Německu. Obecná míra nezaměstnanosti 15-64letých dosáhla v prosinci 2015 5,9%, což bylo snížení oproti předchozímu roku o 0,9 procentního bodu. Pokles nezaměstnanosti velmi úzce souvisí s růstem HDP. Podle predikcí by měla nezaměstnanost i nadále klesat. (Makroekonomická predikce – leden 2016, ©2016) S nezaměstnaností úzce souvisí vývoj mzdy. V roce 2016 došlo ke zvýšení minimální mzdy z 9 200 Kč na 9 900 Kč. Průměrná mzda v roce 2015 byla 26 467 Kč. Vláda plánuje i v dalších letech růst minimální mzdy, a to na minimálně 11 000 Kč hrubého. (Vláda ČR, ©2009-2016)

### 6.1.3 Sociální prostředí

Počet obyvatel České republiky k 30. 9. 2015 byl 10 546 120 obyvatel. Na růstu počtu obyvatel se v roce 2015 nepodílela vyšší porodnost, nýbrž migrační vlna. Populace dále stárne a došlo ke zvýšení průměrného věku obyvatel o 0,2 na 41,7 let. Došlo ke zvýšení podílu osob starších 65 a více let, naopak došlo ke snížení osob v produktivním věku 15-64 let. Složení obyvatelstva je takměř vyrovnané, na konci roku 2014 bylo v populaci 49,1% mužů a 50,9% žen. (ČSÚ, ©2016)

Míra vzdělanosti obyvatelstva se během uplynulých 60 let výrazně změnila, úroveň vzdělanosti se v ČR neustále zvyšuje. Dochází k výraznému snížení lidí se základním vzděláním a naopak dochází k růstu všech ostatních vyšších stupňů vzdělání. Životní úroveň obyvatel České republiky se vzdaluje od průměru EU. Domácnosti v ČR měly v roce 2013 své upravené hrubé disponibilní příjmy na obyvatele v PPS na úrovni 72,8% EU, což značí, že ČR patří mezi „chudší“ část EU. (ČSÚ, ©2016)



### 6.1.4 Technologické prostředí

Rostlinnou a živočišnou výrobu lze charakterizovat jako technologicky náročné obory. Vybraná společnost tedy každoročně obnovuje používané technologie, vyřazuje opotřebovaný majetek a nahrazuje ho modernějšími technologiemi. Obnova a modernizace základní agrotechniky a používaných technologií odráží snahu společnosti jednat v souladu s životním prostředím. Vybraná společnost využívá dotačních programů ze Státního zemědělského intervenčního fondu, které využívá k nákupu nových technologií.

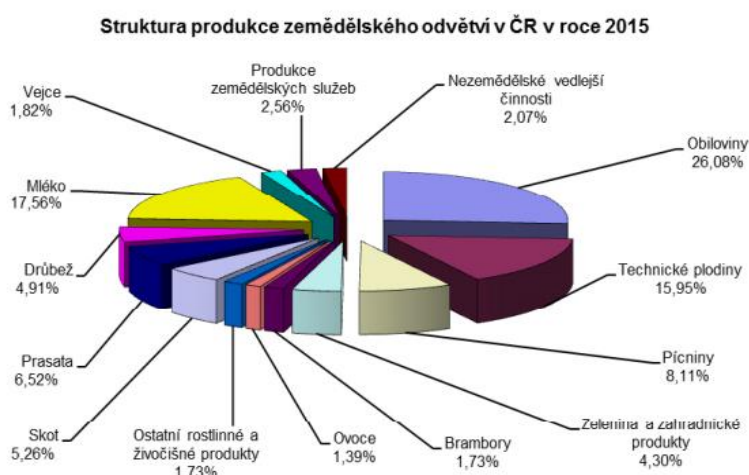
V roce 2015 běželo 67 projektů v Centrální evidenci projektů, jehož poskytovatelem bylo Ministerstvo zemědělství, v celkové výši 782 135 tis. Kč.

## 6.2 Relevantní trh a jeho prognóza

Tato kapitola se bude zabývat vymezením relevantního trhu z pohledu věcného a územního, a z hlediska zákazníků a konkurentů. Dalším krokem bude posouzení atraktivity trhu a prognóza vývoje trhu. Na základě prognózy vývoje trhu bude stanovena predikce tržeb.

### 6.2.1 Vymezení relevantního trhu

Vymezení relevantního trhu je určováno z pohledu produktu. Hlavní předmět činnosti vybrané společnosti je zemědělská výroba. Jak již bylo popsáno v úvodu, tuto činnost řadíme do odvětví A – Zemědělství, lesnictví, rybářství, oddíl 01 – Rostlinná a živočišná výroba, myslivost a související činnosti.



Obr. 5. Struktura zemědělského odvětví (Zdroj: ČSÚ, ©2016)

V grafu (Obr. 6.) vidíme podíl jednotlivých položek, které se podílejí na produkci zemědělského odvětví. Největší zastoupení má rostlinná produkce, která tvoří téměř 60% celkové produkce, následována živočišnou produkcí, která tvoří necelých 40% celkové produkce. Nezemědělské vedlejší činnosti (neoddělitelné) a produkce zemědělských služeb tvoří pouze zanedbatelnou část celkové produkce zemědělského odvětví.

Jelikož vybraná společnost působí pouze v České republice, z územního hlediska vymezíme relevantní trh jako český trh, konkrétně region Jihomoravského kraje. Zákazníci jsou tvořeni z drtivé většiny právníckými osobami. Z pohledu konkurence můžeme označit trh jako monopolistickou konkurenci, vyskytuje se velké množství prodávajících poskytujících obdobné zboží.

Tab. 6. Údaje relevantního trhu

	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby (v tis. Kč)	30 140 307	29 478 671	26 955 762	27 666 684	29 984 854
Počet podniků	47 233	47 903	48 119	48 554	-

Zdroj: MPO, ©2005; Ministerstvo zemědělství, ©2009-2015, vlastní zpracování

Z uvedené tabulky je patrné, že tržby v odvětví zemědělství mají kolísavý trend, což potvrzuje závislost odvětví na klimatických podmínkách. U počtu podniků vidíme rostoucí charakter, největší podíl na celkovém počtu podniků mají podnikající fyzické osoby (okolo 90%). Údaje o počtu podniků za rok 2015 ještě nebyly při zpracování práce k dispozici.

### 6.2.2 Analýza atraktivity trhu

Po vymezení relevantního trhu postoupíme k hodnocení atraktivity trhu, která nám umožní lépe poznat příležitosti a rizika spojená s daným trhem a poskytnout podklady pro stanovení rizikové přírážky pro diskontní míru. Prvním krokem této analýzy je vymezení hlavních faktorů, které jsou důležité především z hlediska poptávky a možností prodeje. Jedná se o následující faktory:

#### Růst trhu

Rychlý růst trhu může snižovat intenzitu konkurence, ale také přináší větší rizika. (Mařík, 2011a, s. 63) Jak vidíme v tabulce č. 6, v prvních třech analyzovaných letech dochází k poklesu trhu, od roku 2013 však dochází k opětovnému růstu na původní hodnoty. Nejnižší hodnoty dosáhlo odvětví v roce 2013, což bylo způsobeno přetrvávající recesí, a to se projevilo meziročním poklesem HDP.

### Velikost trhu

Trh zemědělské produkce můžeme charakterizovat jako velký trh, který má v České republice dlouhodobou tradici. Větší trh považujeme zpravidla za výhodnější, neboť se zde mohou prosadit výhody plynoucí z uplatnění zkušenostní křivky a z úspory z množství. (Mařík, 2011a, s. 63)

### Intenzita přímé konkurence

Odvětví zemědělství se vyznačuje silnou konkurencí, což dosvědčuje také počet podniků během analyzovaných let. Strategii vybrané společnosti je udržení stabilní ziskové pozice, která pomáhá upevnit tržní pozici v regionální konkurenci.

### Průměrná rentabilita, substituce, bariéry vstupu

Podle Maříka (2011a, s. 64) se atraktivní trhy vyznačují dostatečně vysokou výnosností vloženého kapitálu, většími bariérami vstupu do odvětví a nižší možností substituce. Rentabilita vlastního kapitálu odvětví nedosahuje závratně vysokých hodnot, je třeba ale říci, že má rostoucí charakter, což je dobré znamení do budoucna. S tím samozřejmě souvisí menší bariéry vstupu do odvětví a vysoká možnost substituce nabízených výrobků a služeb. Vývoj rentability vlastního kapitálu můžeme vidět v tabulce č. 7.

Tab. 7. Vývoj průměrné rentability vlastního kapitálu za odvětví

	2011	2012	2013	2014	2015
Rentabilita VK	2,38%	5,25%	5,39%	6,83%	8,07%

Zdroj: MPO, ©2005, vlastní zpracování

### Citlivost trhu na konjunkturu

Citlivost trhu na konjunkturu můžeme vyjádřit jako závislost tržeb na vývoji HDP. Trh odvětví můžeme označit jako citlivý na konjunkturu, což je jeden z faktorů, které snižují atraktivitu trhu.

### Struktura a charakter zákazníků

Vybraná společnost se zaměřuje jak na korporátní klientelu, tak i na běžné nakupující. Jak již bylo řečeno, na trhu působí velké množství konkurence, ale společnost si díky dlouhodobé tradici a stabilnímu dosahování zisku udržuje svoji pozici na trhu.

### Zhodnocení analýzy atraktivity trhu

Výše uvedené kritéria jsou shrnuty do tabulky, která vyhodnotí atraktivitu daného trhu.

Tab. 8. Analýza atraktivity trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení						Váha	
		Negativní		Průměr			Pozitivní	x	
		0	1	2	3	4	5	6	Body
Růst trhu	3				x				9
Velikost trhu	2						x		10
Intenzita konkurence	3		x						3
Průměrná rentabilita	2					x			8
Bariéry vstupu	1				x				3
Možnost substituce	1		x						1
Citlivost na konjunkturu	1			x					2
Struktura zákazníků	2					x			8
Vlivy prostředí	1		x						1
<b>Celkem</b>	<b>16</b>								<b>45</b>

Zdroj: vlastní zpracování dle Maříka (2011a, s. 66)

Maximální počet bodů:  $16 * 6 = 96$

Dosažené hodnocení:  $45/96 = 47\%$

Na základě zjištěných výsledků můžeme konstatovat, že atraktivita daného trhu se nachází mírně pod průměrem.

### 6.2.3 Prognóza vývoje trhu

Dalším krokem strategické analýzy je prognóza vývoje trhu. Vývoj tržeb relevantního trhu je nutný pro prognózu tržeb vybrané společnosti. Pro prognózu vývoje tržeb relevantního trhu bude použita jednoduchá regresní analýza, ve které jsou údaje relevantního trhu považované za vysvětlovanou proměnnou, a HDP v běžných cenách považujeme se vysvětlující proměnnou. Vývoj hrubého domácího produktu v běžných cenách jsem získala z makroekonomické predikce ministerstva financí a další roky byly naplánovány pomocí funkce Lintrend v Excelu. Predikce tržeb relevantního trhu byla provedena na základě jednoduché regresní analýzy pro lineární funkci v programu MS Excel.

Rovnice, která byla použita pro prognózu vývoje relevantního trhu je následující:

$$Trh = 24473,758 + 0,001045947 * HDP$$

Tab. 9. Vývoj tržeb relevantního trhu

Období	HDP		Tržby za odvětví	
	mil. Kč	tempo růstu	mil. Kč	tempo růstu
2011	4 023 000	x	30 140	x
2012	4 042 000	0,47%	29 479	-2,19%
2013	4 077 000	0,87%	26 956	-8,56%
2014	4 261 000	4,51%	27 667	2,64%
2015	4 495 000	5,49%	29 985	8,38%
2016	4 657 000	3,60%	29 345	-2,13%
2017	4 831 000	3,74%	29 527	0,62%
2018	4 922 571	1,90%	29 623	0,33%
2019	5 068 000	2,95%	29 775	0,51%
<b>Tempo růstu 2011-2015</b>		<b>2,84%</b>	<b>0,07%</b>	
<b>Tempo růstu 2016-2019</b>		<b>3,05%</b>	<b>-0,17%</b>	

Zdroj: MFČR, ©2016; MPO, ©2005, vlastní zpracování

V tabulce č. 9 vidíme vývoj relevantního trhu v minulosti i budoucnosti. Na základě rovnice, kterou jsme získali díky regresní analýze, vidíme, že tržby v relevantním trhu nejprve mírně poklesnou, ale během dalších let budou sice mírně, ale stabilně růst. Tempa růstu se během zkoumaných let moc neliší, během let 2011-2015 je to 0,07% a v letech 2016-2019 dosahují mírně záporných hodnot -0,17%.

### 6.3 Analýza konkurenční síly

Pomocí analýzy konkurenční síly odhalíme vývoj tržních podílů do budoucnosti. Nejprve budou určeny dosavadní tržní podíly a identifikováni hlavní konkurenti, následovat bude analýza vnitřního potenciálu podniku a posledním krokem bude prognóza tržních podílů.

#### 6.3.1 Stanovení tržních podílů

Tržní podíl vybrané společnosti určíme jako poměr tržeb společnosti a tržeb za dané odvětví. Vidíme kolísavý trend ve vývoji tržního podílu vybrané společnosti. Největší hodnoty dosáhl v roce 2013 díky zvýšení tržeb společnosti, nejnižší úroveň dosáhl v roce předcházejícím.

Tab. 10. Vývoj tržního podílu společnosti XY, a. s.

Období	Tržby odvětví (v tis. Kč)	Tržby XY, a. s. (v tis. Kč)	Tržní podíl XY, a. s. (v %)
2011	30 140 307	58 755	0,19%
2012	29 478 671	52 866	0,18%
2013	26 955 762	74 418	0,28%
2014	27 666 684	68 586	0,25%
2015	29 984 854	73 100	0,25%

Zdroj: vlastní zpracování

### 6.3.2 Identifikace hlavních konkurentů

Identifikace hlavních konkurentů je dalším velmi potřebným krokem pro posouzení konkurenční síly podniku. Jak již bylo řečeno v předchozích kapitolách, vybraná společnost se nachází na trhu, který se vyznačuje silnou konkurencí. Po konzultaci s vedením společnosti byli vybráni tři hlavní regionální konkurenti:

#### Konkurent A

Konkurent A se zabývá zemědělskou výrobou, především živočišné výrobě spočívající v chovu slepic, odchovu kuřic, výrobě vajec a vaječné melanže. Společnost byla založena v roce 1992 v Jihomoravském kraji, její základní kapitál činí 99 123 200 Kč a zaměstnává 94 zaměstnanců.

#### Konkurent B

Společnost B byla založena v roce 1993 v Jihomoravském kraji a zabývá se zemědělskou výrobou, konkrétně výrobou osiv a sadbou zemědělských plodin formou smluvního množení. Mezi další činnosti společnosti patří klempířství a oprava karoserií, opravy silničních vozidel a ošetřování rostlin a rostlinných produktů.

#### Konkurent C

Společnost C se zabývá rostlinnou a živočišnou výrobou, a to především výrobou osiv, pěstováním zeleniny, ovocnářství a vinohradnictví, chovem hospodářských a jiných zvířat za účelem získávání a výroby živočišných produktů. Společnost byla založena v roce 1993 a její základní kapitál činí 94 306 000 Kč.

Všechny konkurující podniky mají obdobný předmět činnosti jako analyzovaná společnost. Relaci mezi tržním podílem oceňovaného podniku a jeho hlavních konkurentů a posouzení

finančního zdraví konkurentů nebylo možno provést, a to z důvodu nedostupnosti informací.

### 6.3.3 Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly

Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly má za úkol posoudit do jaké míry je podnik schopen využít šance plynoucí z rozvoje trhu a do jaké míry je schopen čelit konkurenci a hrozbám a hodnotí konkurenční sílu podniku vůči hlavním konkurentům.

Základní metodou je analýza hlavních faktorů, které dělíme na faktory přímé (přímo vnímané zákazníkem) a nepřímé (podpůrné). Tyto faktory pak shrneme do diagramu konkurenční síly podniku. Diagram konkurenční síly podniku slouží jako podklad pro prognózu tržeb. Pokud se dosažené výsledky nachází v rozmezí 40-60%, je konkurenční síla na úrovni hlavních konkurentů a předpokládáme udržení stávajícího podílu na trhu. Jestliže jsou dosažené výsledky nižší než 40%, bude podnik svoji pozici spíše ztrácet, a při hodnocení vyšším než 60% bude podnik tržní pozici spíše získávat. (Mařík, 2011a, s. 91)

Tab. 11. Zhodnocení konkurenční síly společnosti XY, a. s.

	Kritérium	Váha	Bodové hodnocení						Váha	
			Konkurence má převahu		Průměr		Podnik má převahu		x	
			0	1	2	3	4	5	6	Body
Přímé faktory	1. Cenová úroveň	3				x				9
	2. Šíře sortimentu	2					x			8
	3. Hloubka sortimentu	2			x					4
	4. Kvalita zboží	2					x			8
	5. Běžná dostupnost	1				x				3
	6. Možnost týdenních nákupů	1	x							-
	7. Kvalita obsluhy	1	x							-
	8. Účinnost reklamy	2		x						2
	9. Image firmy	1						x		5
Nepřímé faktory	10. Kvalita managementu	3					x			12
	11. Výkonný personál	2				x				6
	12. Systém řízení oběhu zboží	1		x						1
	13. Majetek a investice	2					x			8
	14. Finanční situace	2						x		10
<b>Celkem</b>		<b>25</b>								<b>76</b>

Zdroj: vlastní zpracování dle Maříka (2011a, s. 91)

Maximální počet bodů:  $6 * 25 = 150$

Dosažené hodnocení:  $76/150 = 50,67\%$

Vybraná společnost dosáhla hodnocení 50,67%, což značí, že i nadále si bude udržovat svoji pozici na trhu. Na základě tohoto dosaženého výsledku byl stanoven tržní podíl na dosavadní hodnotě 0,25% i v dalších letech (tabulka č. 12).

Tab. 12. Vývoj tržních podílů společnosti XY, a. s.

Tržní podíl společnosti XY, a. s.								
2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
0,19%	0,18%	0,28%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%

Zdroj: vlastní zpracování

#### 6.3.4 Prognóza tržeb

Posledním krokem strategické analýzy je prognóza tržeb vybrané společnosti. Prognózu tržeb vyvodíme z výsledků předchozích kroků, tj. z analýzy a prognózy relevantního trhu a analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniky. Tržby oceňovaného podniku získáme pomocí tempa růstu tržeb, které vypočítáme podle následujícího vzorce:

$$\text{Tempo růstu tržeb} = (\text{Index růstu trhu} * \text{Index změny tržního podílu}) - 1$$

Tab. 13. Vývoj tržeb společnosti XY, a. s.

Období	Tržby za odvětví		Tržní podíl	Tržby XY, a. s.	
	v mil. Kč	tempo růstu		mil. Kč	tempo růstu
2011	30 140	x	0,19%	58,76	x
2012	29 479	-2,19%	0,18%	52,87	-10,02%
2013	26 956	-8,56%	0,28%	74,42	40,77%
2014	27 667	2,64%	0,25%	68,59	-7,84%
2015	29 985	8,38%	0,25%	73,10	6,58%
2016	29 345	-2,13%	0,25%	71,54	-2,13%
2017	29 527	0,62%	0,25%	71,99	0,62%
2018	29 623	0,33%	0,25%	72,22	0,33%
2019	29 775	0,51%	0,25%	72,59	0,51%
<b>Průměrné tempo růstu tržeb XY, a. s. 2011-2015</b>				<b>7,37%</b>	
<b>Průměrné tempo růstu tržeb XY, a. s. 2016-2019</b>				<b>-0,17%</b>	

Zdroj: vlastní zpracování



V tabulce č. 13 vidíme vývoj tržeb vybrané společnosti v letech 2011-2015 a predikci pro roky 2016-2019.

Jelikož byl zvolen stabilní tržní podíl na úrovni 0,25%, dosahují tempa růstu tržeb vybrané společnosti stejných hodnot jako tempa růstu odvětví. Z tabulky je tedy patrné, že tržby společnosti, kromě mírného poklesu v roce 2016, budou sice nepatrně ale pravidelně růst.

#### **6.4 Zhodnocení výsledků strategické analýzy**

Na závěr strategické analýzy zhodnotíme jednotlivé kroky a dosažené výsledky. V první řadě byla provedena analýza makroprostředí prostřednictvím PEST analýzy. PEST analýza zkoumala politické, ekonomické, sociální a technologické vlivy působící na analyzovanou společnost. Na analýzu makroprostředí navazuje analýza tržního prostředí. Nejprve došlo k vymezení relevantního trhu, což je v našem případě odvětví A – Zemědělství, lesnictví, rybářství, oddíl 01 – Rostlinná a živočišná výroba, myslivost a související činnosti. Po vymezení relevantního trhu následovala analýza atraktivitu trhu, ve které společnost dosáhla 47%, což znamená, že atraktivita trhu je malinko pod průměrem. Dále byla provedena prognóza vývoje trhu pomocí jednoduché regresní analýzy provedené v softwaru MS Excel. Vývoj relevantního trhu byl odhadován pomocí regresora, čímž byl hrubý domácí produkt. Průměrná tempo růstu tržeb relevantního trhu během let 2016-2019 činilo -0,17%, což bylo zhoršení oproti předchozímu období, kdy bylo průměrné tempo růstu tržeb stanoveno na 0,07%.

Následovala analýza konkurenční síly a vnitřního potenciálu podniku. Nejprve byly stanoveny dosavadní tržní podíly a identifikováni hlavní konkurenti. Posléze byl zhodnocen vnitřní potenciál podniku prostřednictvím diagramu, ve kterém společnost dosáhla hodnocení 50,67%, a to svědčí o tom, že i v budoucnosti si společnost udrží svoji pozici na trhu. Následně byla vyhotovena prognóza tržních podílů do budoucnosti, které byly stanoveny na stávající úrovni 0,25%. Posledním krokem strategické analýzy byla prognóza tržeb vybrané společnosti, která vycházela z analýzy a prognózy relevantního trhu a analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniky. Průměrné tempo růstu tržeb společnosti bylo pro budoucí období 2016-2019 stanoveno na stejné úrovni tempa růstu tržeb relevantního trhu, a to na úrovni -0,17%. Během let 2011-2015 bylo průměrné tempo růstu tržeb společnosti 7,37%.

## 7 FINANČNÍ ANALÝZA

Účelem finanční analýzy je komplexní zhodnocení finanční situace podniku. Pomocí finanční analýzy zjistíme, zda je společnost dostatečně zisková, zda má vhodnou kapitálovou strukturu, zda efektivně využívá svých aktiv a řadu dalších významných skutečností. Finanční analýza bude provedena za pět posledních účetních období, tedy 2011-2015. U finanční analýzy jsou stěžejním zdrojem účetní výkazy, které jsou uvedeny v přílohách PI-PII.

### 7.1 Analýza absolutních ukazatelů

Tato kapitola se bude zabývat analýzou majetkové a finanční struktury a analýzou nákladů, výnosů a výsledku hospodaření. Jednotlivé účetní výkazy jsou součástí přílohy na konci práce.

#### 7.1.1 Analýza majetkové struktury a finanční struktury

V tabulce č. 14 vidíme horizontální analýzu majetkové struktury společnosti.

Tab. 14. Horizontální analýza majetkové struktury společnosti

	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>-5,85%</b>	<b>3,01%</b>	<b>5,06%</b>	<b>1,09%</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>-16,05%</b>	<b>-1,83%</b>	<b>6,70%</b>	<b>1,58%</b>
DNM	-89,83%	-100,00%	0,00%	0,00%
DHM	-4,72%	-1,86%	6,74%	1,58%
DFM	-99,44%	49,28%	-29,13%	1,37%
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>15,23%</b>	<b>10,00%</b>	<b>3,12%</b>	<b>0,40%</b>
Zásoby	41,83%	5,38%	14,55%	-17,91%
Dlouhodobé pohledávky	109,04%	0,00%	0,00%	0,00%
Krátkodobé pohledávky	-12,00%	19,42%	-14,52%	40,67%
KFM	-72,22%	-33,67%	-35,53%	137,80%
<b>Časové rozlišení</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>-96,49%</b>	<b>50,00%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

V roce 2012 došlo ke snížení celkových aktiv o téměř 6%, na čemž se podílelo nejvíce snížení dlouhodobého majetku, konkrétně DFM. V tomto roce došlo k prodeji cenných papírů ve výši 12 245 tis. Kč. Položky DNM a DFM vykazují i v dalších letech výrazné změny, v celkové částce se však jedná o zanedbatelné hodnoty. V dalších letech můžeme pozorovat mírný nárůst celkových aktiv. Především v roce 2014 došlo k růstu o 5%. Mírný

růst vykazují taktéž oběžná aktiva. Do roku 2014 vykazovaly zásoby rostoucí trend (největší nárůst byl v roce 2012 o 42%), avšak v roce 2015 došlo k poklesu o 18%. Výše krátkodobých pohledávek během let značně kolísala, největší nárůst byl zaznamenán v roce 2015 o 40%. Dlouhodobé pohledávky, krátkodobý finanční majetek a časové rozlišení taktéž vykazovaly výrazné změny, jejich absolutní hodnoty jsou však zanedbatelné.

V tabulce č. 15 je uvedena vertikální analýza majetkové struktury společnosti.

Tab. 15. Vertikální analýza majetkové struktury společnosti

	2011	2012	2013	2014	2015
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>67,41%</b>	<b>60,10%</b>	<b>57,28%</b>	<b>58,18%</b>	<b>58,46%</b>
DNM	0,04%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
DHM	59,34%	60,05%	57,21%	58,13%	58,41%
DFM	8,03%	0,05%	0,07%	0,05%	0,05%
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>32,59%</b>	<b>39,90%</b>	<b>42,60%</b>	<b>41,82%</b>	<b>41,53%</b>
Zásoby	17,03%	25,66%	26,25%	28,62%	23,24%
Dlouhodobé pohledávky	0,11%	0,24%	0,23%	0,11%	0,00%
Krátkodobé pohledávky	14,75%	13,79%	15,99%	13,01%	18,10%
KFM	0,70%	0,21%	0,13%	0,08%	0,19%
<b>Časové rozlišení</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,12%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,01%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Vidíme, že dlouhodobý majetek tvoří převažující část aktiv. Poměr DM a OA je asi 60:40. Největší položkou dlouhodobého majetku je dlouhodobý hmotný majetek. Dlouhodobý nehmotný majetek vlastnila společnost pouze v roce 2011 a to v zanedbatelné výši. Největší část oběžných aktiv tvoří zásoby a krátkodobé pohledávky. Dlouhodobé pohledávky vlastní společnost pouze v minimální výši, v roce 2015 už neměla žádné.

V další tabulce vidíme horizontální analýzu finanční struktury společnosti. Z důvodu bilančního principu můžeme vidět u celkových pasiv stejný vývoj jako u celkových aktiv. Vlastní kapitál má během zkoumaných let mírně rostoucí trend. Největší změny ve vlastním kapitálu vykazuje výsledek hospodaření běžného účetního období. V roce 2012 došlo k poklesu o téměř 80%, v dalším roce ale následoval rapidní růst o 530%. V roce 2015 došlo opět k poklesu VH o 31%. V souvislosti s vývojem VH běžného období se mění taktéž VH minulých let, který se během analyzovaných let pravidelně navyšoval.

Tab. 16. Horizontální analýza finanční struktury společnosti

	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015
<b>PASIVA</b>	<b>-5,85%</b>	<b>3,01%</b>	<b>5,06%</b>	<b>1,09%</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>0,65%</b>	<b>4,11%</b>	<b>4,80%</b>	<b>3,13%</b>
Základní kapitál	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Rezervní fondy	13,22%	8,87%	6,80%	8,56%
VH minulých let	131,14%	9,92%	70,63%	50,42%
VH účetního období	-78,55%	529,27%	21,94%	-31,05%
<b>Cizí zdroje</b>	<b>-41,05%</b>	<b>-7,15%</b>	<b>7,73%</b>	<b>-19,48%</b>
Rezervy	87,88%	12,28%	-7,34%	-26,18%
Dlouhodobé závazky	-4,17%	0,44%	14,78%	9,48%
Krátkodobé závazky	-12,89%	2,80%	7,08%	-31,41%
Bankovní úvěry	-86,61%	-100,00%	0,00%	0,00%
· <i>dlouhodobé</i>	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
· <i>krátkodobé</i>	-72,38%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Časové rozlišení pasiv</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

V tabulce č. 17 je uvedena vertikální analýza finanční struktury společnosti.

Tab. 17. Vertikální analýza finanční struktury společnosti

	2011	2012	2013	2014	2015
<b>PASIVA</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>84,41%</b>	<b>90,24%</b>	<b>91,20%</b>	<b>90,97%</b>	<b>92,81%</b>
Základní kapitál	79,00%	83,91%	81,46%	77,54%	76,70%
Rezervní fondy	0,91%	1,09%	1,15%	1,17%	1,26%
VH minulých let	1,89%	4,64%	4,95%	8,05%	11,97%
VH účetního období	2,61%	0,59%	3,63%	4,22%	2,88%
<b>Cizí zdroje</b>	<b>15,59%</b>	<b>9,76%</b>	<b>8,80%</b>	<b>9,03%</b>	<b>7,19%</b>
Rezervy	0,39%	0,78%	0,85%	0,75%	0,55%
Dlouhodobé závazky	2,34%	2,38%	2,32%	2,54%	2,75%
Krátkodobé závazky	6,10%	5,64%	5,63%	5,74%	3,89%
Bankovní úvěry	6,77%	0,96%	0,00%	0,00%	0,00%
· <i>dlouhodobé</i>	3,49%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
· <i>krátkodobé</i>	3,28%	0,96%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Časové rozlišení pasiv</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Vertikální analýza nám ukazuje strukturu vlastních a cizích zdrojů společnosti. U analyzované společnosti tvoří vlastní kapitál drtivou většinu celkových pasiv. Od roku 2012 je to více než 90%. Největší položkou vlastního kapitálu je základní kapitál (cca 80%), který během let zůstává neměnný. Další významnou položkou je VH minulých let, v roce 2015 tvoří téměř 12% vlastního kapitálu. Cizí zdroje tvoří pouze okolo 10% celkových pasiv. Tato skutečnost se projeví zejména v poměrových ukazatelích finanční analýzy. Největší položkou cizích zdrojů jsou krátkodobé závazky, které tvoří asi polovinu cizích zdrojů. Za zmínku také stojí, že společnost kromě let 2011 a 2012 nevyužívala bankovní úvěry (v roce 2012 pouze krátkodobý BÚ). Tento jev bude hrát významnou roli v dalších ukazatelích finanční analýzy.

### **7.1.2 Analýza nákladů, výnosů a výsledku hospodaření**

Tato kapitola bude věnována horizontální a vertikální analýze nákladů, výnosů a výsledku hospodaření. Podrobná horizontální a vertikální analýza je součástí přílohy.

Vývoj celkových nákladů má v prvních třech letech rostoucí trend, od roku 2014 ale dochází k postupnému snižování nákladů. Především v roce 2012 došlo k velkému růstu celkových nákladů, což bylo způsobeno prodejem výše uvedených cenných papírů. V roce 2013 došlo k výraznému růstu výkonové spotřeby, a to o 16%, na čem se nejvíce podílel růst služeb (o 35%). Změna stavu rezerv zaznamenala v roce 2012 velký růst (o téměř 300%), avšak v roce 2014 došlo k poklesu o 500% a tato položka se dostala do záporných hodnot. Velký růst zaznamenala taktéž položka ostatní provozní náklady, která se v roce 2013 zvýšila o cca 265%.

Největší položkou nákladů je výkonová spotřeba, která se podílí téměř 60% na celkových nákladech. Spotřeba materiálu tvoří asi 40% celkových nákladů a služby okolo 20%. Dalšími významnými položkami jsou osobní náklady, které tvoří v průměru 18% celkových nákladů, a odpisy tvořící v průměru 10% celkových nákladů. Další položky jsou zanedbatelné v poměru k celkovým nákladům.

Obdobný vývoj jako u celkových nákladů můžeme pozorovat také u celkových výnosů. Výkony se vyvíjí podobně jako celkové výnosy. Značný růst vidíme v roce 2013, kdy došlo ke zvýšení výkonů o 15%. Největší podíl na tom mělo zvýšení tržeb za vlastní výrobky a služby o téměř 35%. Velké výkyvy můžeme pozorovat u změny stavu zásob. V roce 2014 nejdříve došlo k růstu o 250%, v roce 2015 však následoval pokles o 217%. Také u

výnosových úroků vidíme velké změny, v roce 2012 došlo k růstu o 950% a v roce 2015 o 250%.

Největší položku výnosů tvoří výkony, v roce 2011, 2014 a 2015 dosahují 80%, v ostatních letech je to mírně přes 70%. Největší podíl na výkonech společnosti mají tržby za prodej vlastních výrobků a služeb. Další významnou položkou jsou ostatní provozní výnosy, které se podílí v průměru 15% na celkových výnosech. Tržby za prodej DM a materiálu tvoří okolo 5% celkových výnosů.

V tabulce č. 18 vidíme výpočet EBITDA z čistého zisku (EAT). Čistý zisk je rozdíl mezi výnosy a náklady. Největší pokles zaznamenal čistý zisk v roce 2012, což bylo popsáno již v předchozí kapitole. Při podrobnějším zkoumání vidíme, že došlo ke snížení nákladových úroků o 50% a zvýšení odpisů o 10%. To se nakonec podepsalo na celkovém poklesu EBITDA o 22%. V dalším roce následoval růst výnosů o 8% a růst nákladů jen o 3%, což způsobilo rapidní zvýšení čistého zisku. Nejvyšší hodnoty dosahoval čistý zisk v roce 2014, a to konkrétně 6 553 tis. Kč. Během let docházelo ke snižování nákladových úroků, jelikož společnost přestala postupně využívat bankovních úvěrů. Vývoj odpisů je během zkoumaných let stabilní a pohybuje se okolo 8 000 tis. Kč.

Tab. 18. Vývoj vybraných položek VZZ

	2011	2012	2013	2014	2015
Výnosy	83 919	92 864	100 420	93 146	87 512
Náklady	79 937	92 010	95 046	86 593	82 994
<b>EAT</b>	<b>3 982</b>	<b>854</b>	<b>5 374</b>	<b>6 553</b>	<b>4 518</b>
Daň	996	569	1 198	1 497	1 012
<b>EBT</b>	<b>4 978</b>	<b>1 423</b>	<b>6 572</b>	<b>8 050</b>	<b>5 530</b>
Nákladové úroky	524	251	87	2	1
<b>EBIT</b>	<b>5 502</b>	<b>1 674</b>	<b>6 659</b>	<b>8 052</b>	<b>5 531</b>
Odpisy	8 280	9 164	8 770	7 784	8 716
<b>EBITDA</b>	<b>13 782</b>	<b>10 838</b>	<b>15 429</b>	<b>15 836</b>	<b>14 247</b>

Zdroj: vlastní zpracování

## 7.2 Analýza rozdílových ukazatelů

Analýza rozdílových ukazatelů slouží k řízení finanční situace podniku. Nejvýznamnějším rozdílovým ukazatelem je čistý pracovní kapitál, který je definován jako rozdíl mezi oběžným majetkem a krátkodobými cizími zdroji. Jinými slovy je čistý pracovní kapitál část

oběžného majetku, která je financována dlouhodobým kapitálem. Má velký vliv na platební schopnost podniku, neboť podnik musí mít potřebnou výši relativně volného kapitálu, tzn. přebytek krátkodobých likvidních aktiv nad krátkodobými zdroji.

Tab. 19. Vývoj čistého pracovního kapitálu ve vybrané společnosti

	2011	2012	2013	2014	2015
Oběžná aktiva	49 707	57 279	63 006	64 972	65 233
Krátkodobé závazky	9 300	8 101	8 328	8 918	6 117
Krátkodobé BÚ	5 000	1 381	0	0	0
<b>Čistý pracovní kapitál</b>	<b>35 407</b>	<b>47 797</b>	<b>54 678</b>	<b>56 054</b>	<b>59 116</b>

Zdroj: vlastní zpracování

V tabulce č. 19. vidíme vývoj čistého pracovního kapitálu vybrané společnosti v jednotlivých letech. Čistý pracovní kapitál ve všech analyzovaných letech nabývá kladných hodnot, což znamená, že krátkodobé závazky jsou nižší než krátkodobý majetek. Firma má tedy k dispozici tzv. finanční polštář. Tato skutečnost se dále promítne v ukazatelích zadluženosti a likvidity.

### 7.3 Analýza poměrových ukazatelů

Tato kapitola se bude zabývat analýzou poměrových ukazatelů, díky které získáme rychlou představu o finanční situaci. Použila jsem nejčastěji používané ukazatele zadluženosti, likvidity, rentability a aktivity.

#### 7.3.1 Ukazatele zadluženosti

Analýza zadluženosti je zaměřena na poměr vlastního a cizího kapitálu, strukturu zdrojů a úrokové krytí.

Tab. 20. Ukazatele zadluženosti společnosti v letech 2011-2015

	2011	2012	2013	2014	2015
Celková zadluženost	15,59%	9,76%	8,80%	9,03%	7,19%
Míra zadluženosti	0,18	0,11	0,11	0,10	0,08
Vlastní kapitál / dlouhodobý majetek	1,25	1,50	1,59	1,56	1,59
Dlouhodobý kapitál / dlouhodobý majetek	1,34	1,55	1,65	1,62	1,64
Úrokové krytí (z EBIT)	10,50	6,67	76,54	4026,00	5531,00

Zdroj: vlastní zpracování

Celková zadluženost podniku během zkoumaných let je velmi nízká, neboť společnost dává přednost financování vlastním kapitálem před cizími zdroji. Zadluženost se pohybuje okolo 10%, přičemž doporučená hladina se nachází mezi 30-60%. Míra zadluženosti vyjadřuje poměr cizích zdrojů a vlastního kapitálu. U analyzované společnosti se tento ukazatel pohybuje kolem hranice 0,1, což potvrzuje, že podnik využívá cizí zdroje pouze minimálně. Pokud se zaměříme na poměr vlastního kapitálu a dlouhodobého majetku, můžeme vidět, že ve všech letech je vyšší než 1, tedy že podnik využívá vlastní (dlouhodobý) kapitál i ke krytí oběžných (krátkodobých) aktiv. Z toho vyplývá, že společnost dává přednost finanční stabilitě před výnosem.

Na tuto skutečnost ukazuje i ukazatel krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji. Tento ukazatel opět překračuje hodnotu 1, což svědčí o tom, že podnik je překapitalizován, tj. že má vysoký podíl čistého pracovního kapitálu na oběžných aktivech. Společnost tedy využívá konzervativní strategii financování, která je sice bezpečnější, ale dražší. Poslední ukazatel úrokové krytí vyjadřuje schopnost podniku splácet své úroky. Díky tomu, že společnost využívala bankovní úvěry pouze v roce 2011 a 2012, jsou nákladové úroky velmi nízké, a tím pádem tento ukazatel výrazně přesahuje doporučenou hodnotu 5. Za tento fakt opět vděčí nízkému zadlužení společnosti.

### 7.3.2 Ukazatele likvidity

Likvidita nám říká, jak je schopen podnik hradit své závazky. Ukazatele likvidity poměřují to, čím je možné zaplatit, s tím, co je nutné zaplatit.

Tab. 21. Ukazatele likvidity společnosti v letech 2011-2015

	2011	2012	2013	2014	2015
Běžná likvidita	3,48	6,04	7,57	7,29	10,66
Pohotová likvidita	1,66	2,16	2,86	2,28	4,70
Hotovostní (okamžitá) likvidita	0,07	0,03	0,02	0,01	0,05
Podíl ČPK na oběžných aktivech	71,23%	83,45%	86,78%	86,27%	90,64%

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatel běžné likvidity udává, kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé cizí zdroje. Doporučené hodnoty se ukazatele se pohybují v rozmezí 1,5-2,5. Tuto hranici analyzovaná společnost výrazně překračuje, což svědčí o zbytečně vysoké hodnotě čistého pracovního kapitálu a drahém (na druhou stranu bezpečném) financování. Pohotová likvidita by měla nabývat hodnot v rozmezí 1-1,5. Společnost se během let pohybovala nad touto hranicí,



nikoliv tak výrazně jako u běžné likvidity. Tento ukazatel nám říká, že společnost má dostatek prostředků na hrazení svých závazků a v případě potřeby se tak nemusí spoléhat na prodej zásob. Tato skutečnost se však nemusí jevit pouze pozitivně. Vysoká likvidita se může projevit v nižší rentabilitě společnosti.

Naopak ukazatele hotovostní likvidity se pohybují pod hranicí doporučených hodnot (0,2-0,5), což je způsobeno nízkou hodnotou krátkodobého finančního majetku. Pozitivní může být, že společnost neváže zbytečně svá aktiva v penězích, ale v jiných položkách, což s sebou může přinášet určitá rizika. Podíl čistého pracovního kapitálu na oběžných aktivech představuje krátkodobou finanční stabilitu podniku. Doporučené hodnoty se pohybují v rozmezí 30-50%, což společnost ve všech analyzovaných letech značně překračuje. Tato skutečnost potvrzuje vysokou finanční stabilitu podniku, avšak na úkor financování dražšími zdroji.

### 7.3.3 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability (tabulka č. 21) vyjadřují výnosnost vloženého kapitálu, jsou tedy měřítkem schopnosti podniku dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu.

Ukazatele rentability signalizují, že analyzovaná společnost je během zkoumaných let stabilně zisková. V roce 2012 došlo k rapidnímu snížení výsledku hospodaření, což se projevilo následně ve všech ukazatelích rentability. Tento pokles byl však pouze jednorázový a byl způsoben prodejem cenných papírů. Všechny ukazatele rentability vykazují během analyzovaných let kolísající trend. Tento jev je způsoben kolísáním výsledku hospodaření, jelikož v roce 2015 došlo opět k mírnému poklesu oproti dvěma předchozím obdobím.

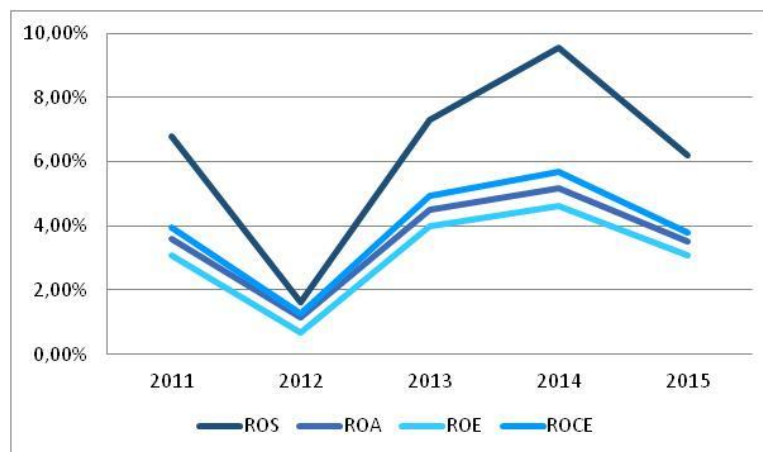
Tab. 22. Ukazatele rentability společnosti v letech 2011-2015

	2011	2012	2013	2014	2015
Rentabilita tržeb	6,78%	1,62%	7,32%	9,55%	6,18%
Rentabilita celkového kapitálu	3,61%	1,17%	4,50%	5,18%	3,52%
Rentabilita vlastního kapitálu	3,09%	0,66%	3,98%	4,64%	3,10%
Rentabilita úplatného kapitálu	3,96%	1,28%	4,94%	5,70%	3,79%

Zdroj: vlastní zpracování

Rentabilita tržeb neboli zisková marže se pohybuje v průměru okolo 7% a to nám signalizuje, že 1 Kč tržeb přispívá k navýšení zisku o 0,07 Kč. Rentabilita tržeb se pohybuje v průměru okolo 4%. Tento ukazatel měří produkční sílu podniku. Pro větší přesnost jsem zde počítala s EBIT, abych změřila výkonnost podniku bez vlivu zadlužení a daňového

zatížení. Rentabilita vlastního kapitálu měří výnosnost kapitálu vloženého vlastníky podniku. Během analyzovaných let (kromě roku 2012) se ROA pohybuje mezi 3-5%. Posledním ukazatelem je rentabilita úplatného kapitálu, za který považujeme všechny kapitál v podniku nesoucí náklad (tj. vlastní kapitál a dlouhodobé a krátkodobé cizí zdroje, které nesou úrok). Rentabilita úplatného kapitálu se v podniku pohybuje v rozmezí 4-6%.



Obr. 6. Vývoj ukazatelů rentability v letech 2011-2015

(Zdroj: vlastní zpracování)

### 7.3.4 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity měří schopnost podniku využívat vložené prostředky. V tabulce č. 22 vidíme vývoj nejdůležitějších ukazatelů aktivity.

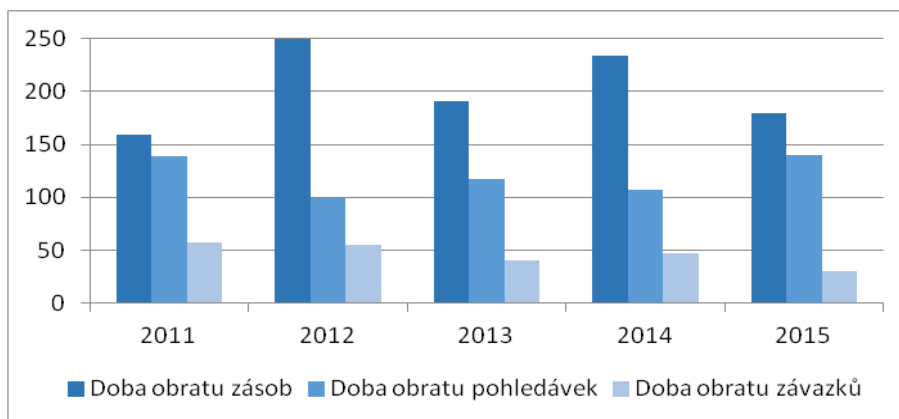
Tab. 23. Ukazatele aktivity společnosti během let 2011-2015

		2011	2012	2013	2014	2015
Obrat aktiv z tržeb		0,39	0,37	0,50	0,44	0,47
Doba obratu zásob	<b>dny</b>	159	251	190	233	180
Doba obratu pohledávek	<b>dny</b>	139	99	118	107	140
Doba obratu závazků	<b>dny</b>	57	55	41	47	30
Obratovost zásob		2,26	1,44	1,89	1,54	2,00
Obratovost pohledávek		2,59	2,62	3,06	3,37	2,57
Obratovost závazků		6,32	6,53	8,82	7,69	11,95

Zdroj: vlastní zpracování

Obrat aktiv vyjadřuje poměr tržeb (konkrétně tržby za prodej zboží a tržby za prodej vlastních výrobků a služeb) a aktiv. Minimální doporučená hodnota u tohoto ukazatele je 1. Společnost vykazuje nižší hodnoty, v průměru se pohybují okolo 0,4, což svědčí o neúměrné majetkové vybavenosti podniku a jeho neefektivním využití.

Doba obratu zásob má během let kolísavý charakter, dosahuje však poměrně vysokých hodnot. Doba obratu pohledávek je podstatně vyšší, než je doba obratu závazků. Tato skutečnost znamená, že společnost platí své závazky dříve, než dostává zapláceno od odběratelů. Do doby obratu pohledávek byly započítány i pohledávky dlouhodobé, neboť tvoří pouze nepatrnou část.



Obr. 7. Vývoj ukazatelů aktivity v letech 2011-2015 (Zdroj:vlastní zpracování)

## 7.4 Souhrnné ukazatele

Mezi souhrnné ukazatele jsem zařadila Z-skóre neboli Altmanův model a Index IN05.

### 7.4.1 Z-skóre (Altmanův model)

Pro výpočet Altmanova Z-skóre byl použit vztah  $Z - skóre = 0,717 * X_1 + 0,847 * X_2 + 3,107 * X_3 + 0,420 * X_4 + 0,998 * X_5$ .

Tab. 24. Výpočet Altmanova Z-skóre společnosti během let 2011-2015

	2011	2012	2013	2014	2015
0,717 * ČPK/A	0,166	0,239	0,265	0,259	0,270
0,847 * Nerozdělené zisky/A	0,016	0,039	0,042	0,068	0,101
3,107 * EBIT/A	0,112	0,036	0,140	0,161	0,109
0,420 * VK/Cizí zdroje	2,273	3,881	4,352	4,281	5,422
0,998 * T/A	0,385	0,367	0,502	0,441	0,0464
<b>Z-skóre</b>	<b>2,952</b>	<b>4,563</b>	<b>5,301</b>	<b>5,210</b>	<b>6,367</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Tento ukazatel vychází z diskriminační analýzy a vypovídá o finanční situaci podniku. Jestliže je hodnota Z-skóre vyšší než 2,99, má firma uspokojivou finanční situaci,

v rozmezí 1,81-2,99 má podnik nevyhraněnou finanční situaci a při Z menším než 1,81 má velké finanční problémy.

V roce 2011 společnost těsně nedosáhla na stanovenou hranici a tudíž má v tomto roce nevyhraněnou finanční situaci. Během dalších let však společnost dosahuje vysokých hodnot Z-skóre, má tedy uspokojivou finanční situaci, což jen potvrzuje skutečnosti popsané v předešlých kapitolách finanční analýzy.

#### 7.4.2 Index IN05

Index IN05 nám říká, zda podnik tvoří hodnotu. Pokud je hodnota tohoto ukazatele vyšší než 1,6, podnik tvoří hodnotu, pokud je hodnota menší než 0,9, podnik hodnotu netvoří. Jestliže je hodnota indexu IN05 v rozmezí 0,9-1,6, jedná se o tzv. šedou zónu.

Tab. 25. Výpočet indexu IN05 společnosti během let 2011-2015

	2011	2012	2013	2014	2015
0,13 * A/CZ	0,834	1,331	1,477	1,440	1,808
0,04 * EBIT/NÚ	0,420	0,267	3,062	161,040	221,240
3,97 * EBIT/A	0,143	0,046	0,179	0,206	0,140
0,21 * V/A	0,116	0,136	0,143	0,126	0,117
0,09 * OA/(KZ + KBÚ)	0,313	0,544	0,681	0,656	0,960
<b>Index IN05</b>	<b>1,825</b>	<b>2,324</b>	<b>5,541</b>	<b>163,468</b>	<b>224,265</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Podle tohoto ukazatele můžeme říct, že společnost tvoří hodnotu a nachází se v dobré finanční situaci. Především v letech 2014 a 2015 vidíme rapidní nárůst tohoto ukazatele, což bylo způsobeno především velkým růstem ukazatele úrokového krytí.

#### 7.5 Zhodnocení finanční situace

Na základě výsledků finanční analýzy bude v této kapitole zpracováno zhodnocení finanční situace společnosti.

Z hlediska dosažení zisku byl nejúspěšnějším rokem rok 2014, naopak nejméně úspěšný z tohoto hlediska byl rok 2012. Tato skutečnost byla způsobena zvýšením nákladů o 15%. Tento velký pokles zisku byl pouze jednorázový, v dalších letech zisk opět vzrostl, pouze v roce 2015 došlo k mírnému snížení. Z pohledu majetkové struktury vidíme, že ve společnosti převažují dlouhodobá aktiva (tvořena především dlouhodobým hmotným majetkem) nad oběžným majetkem. Od roku 2012 dochází ke zvyšování bilanční sumy. Na straně

pasiv můžeme pozorovat naprostou převahu vlastního kapitálu nad cizími zdroji. Společnost je financována z 90% vlastním kapitálem, který je sice bezpečnější, ale zároveň i dražší.

Struktura zdrojů financování se projevila v ukazatelích zadluženosti. Celková zadluženost společnosti byla velmi nízká, což svědčí o konzervativní strategii financování. Společnost raději dává přednost stabilní finanční situaci před výnosem. S tím úzce souvisí i ukazatele likvidity, které jsou oproti doporučeným hodnotám výrazně vyšší. Výjimku tvoří pouze ukazatel hotovostní likvidity, který je právě naopak pod hranicí doporučených hodnot. Vysoká likvidita podniku se může projevit nižší rentabilitou. Ukazatele rentability odráží vývoj zisku, mají tedy kolísavý trend. Ve všech letech dosahují uspokojivých hodnot, mohly by však dosahovat vyšších hodnot. Obrat aktiv vykazuje nižší hodnoty, než jsou doporučené hodnoty, tudíž by společnost mohla efektivněji využívat vložený majetek. Doba obratu závazků je podstatně nižší než doba obratu pohledávek, což potvrzuje stabilní finanční situaci podniku.

Souhrnné ukazatele Z-skóre a index IN05 mají obdobný výsledek. Ve všech letech je společnost v dobré finanční situaci a tvoří hodnotu pro své akcionáře.

Na závěr bych zhodnotila finanční situaci společnosti jako velmi dobrou. Možná oblast zlepšení se nabízí ve větším využití cizích zdrojů, které by způsobily zvýšení finanční páky a tím i zvýšení rentability vlastního kapitálu.

## 8 SWOT ANALÝZA

V následující tabulce je uvedena SWOT analýza vybrané společnosti. V této analýze jsou identifikovány nejdůležitější silné a slabé stránky, příležitosti a hrozby. SWOT analýza spojuje získané poznatky ze strategické a finanční analýzy.

Tab. 26. SWOT analýza vybrané společnosti

	Silné stránky	Slabé stránky
Vnitřní faktory	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dlouhá existence</li> <li>• Stabilní pozice na trhu</li> <li>• Pravidelné dosahování zisku</li> <li>• Nízká zadluženost</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kvalita půdy</li> <li>• Nižší rentabilita</li> <li>• Závislost na ročním období</li> <li>• Vegetační doba</li> </ul>
Vnější faktory	Příležitosti	Hrozby
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Využívání dotačních titulů</li> <li>• Posílení tržního podílu</li> <li>• Modernizace agrotechniky</li> <li>• Evropské fondy</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Malý podíl vlastní půdy</li> <li>• Klimatické podmínky</li> <li>• Silná regionální konkurence</li> <li>• Růst pachtovaného</li> </ul>

Zdroj: vlastní zpracování

Většina uvedených faktorů byla již dříve popsána v předcházejících kapitolách. Proto se zde budu zabývat pouze některými z nich. Mezi slabé stránky byla zařazena závislost na ročním období, což je pro společnost zabývající se zemědělskou výrobou charakteristické. Mezi slabé stránky patří taktéž vegetační doba některých rostlin, která taktéž může být ovlivněna teplotními změnami. Největším rizikem a hrozbou je pro vybranou společnost udržení základního výrobního prostředku, tj. půdy. Mezi další hrozbu pro vybranou společnost můžeme zařadit růst pachtovaného. Mezi příležitosti společnosti můžeme zařadit posílení tržního podílu a modernizaci agrotechniky, čímž si společnost snaží udržet svoji pozici na trhu. K příležitostem podniku patří také maximální využívání dotačních titulů.

Touto kapitolou končí analytická část diplomové práce. Od následující kapitoly začíná projektový oddíl diplomové práce.

## 9 STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN

Od této kapitoly začíná projektová část diplomové práce. Strategický finanční plán je nezbytným podkladem pro stanovení hodnoty společnosti pomocí výnosových metod oceňování. Strategický finanční plán vybrané společnosti bude sestaven pro období 2016-2019 a bude obsahovat plánovaný výkaz zisků a ztrát, plánovanou rozvahu a plánový výkaz peněžních toků. Kompletní plánované výkazy jsou součástí přílohy. Na závěr této kapitoly bude vypracována finanční analýza plánu a zhodnoceno finanční zdraví společnosti. Položky, které společnost neevidovala v minulosti, nebudou brány v potaz ani v budoucím plánování.

### 9.1 Plán výkazu zisků a ztrát

#### Výnosy

Predikce výnosů vychází z výsledků strategické analýzy, ve které byla zjištěna budoucí hodnota tržeb. Jelikož vybraná společnost evidovala tržby za prodej zboží pouze v roce 2013 a v zanedbatelné hodnotě v roce 2014, nebudou po dohodě se společností tyto tržby dále plánovány. Tržby zjištěné ze strategické analýzy budou tedy v plné výši představovat tržby za prodej vlastních výrobků a služeb. Výkony společnosti jsou dány součtem těchto tržeb, změny stavu zásob a aktivace. Aktivace byla naplánována na základě minulého vývoje, a to pomocí průměrného podílu na tržbách. Tento průměrný podíl na tržbách byl vynásoben hodnotou tržeb v daném roce.

Tab. 27. Plánované výnosové položky

(v tis. Kč)	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby za prodej zboží	0	0	0	0	0
<b>Výkony</b>	<b>69 499</b>	<b>71 876</b>	<b>77 140</b>	<b>82 205</b>	<b>87 430</b>
-Tržby za vlastní výrobky a služby	73 100	71 543	71 987	72 224	72 592
-Změna stavu zásob	-7 514	-2 743	2 058	6 875	11 716
-Aktivace	3 913	3 076	3 095	3 106	3 122
Tržby z prodeje DM a mat.	5 289	4 900	4 900	4 900	4 900
Ostatní provozní výnosy	12 606	14 309	14 397	14 445	14 518
Výnosové úroky	118	50	54	58	62

Zdroj: vlastní zpracování

Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu nelze s přesností naplánovat, tudíž zde byla využita průměrná hodnota z let 2011-2015, která zůstává konstantní ve výši

4 900 000 Kč. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku tvoří větší část této položky, konkrétně 2 900 000 Kč, a tržby z prodeje materiálu činí 2 000 000 Kč. Položka ostatní provozní výnosy a výnosové úroky byly opět vypočítány jako průměrný podíl na tržbách vynásobený tržbami v daném roce. U výnosových úroků počítáme s rostoucím trendem, jako tomu bylo v letech 2011-2015.

### **Náklady**

Náklady na prodané zboží jsou během plánovaných let nulové stejně jako související položka tržby za prodej zboží. Výkonová spotřeba v sobě obsahuje spotřebu materiálu a energie a služby. Celková výkonová spotřeba byla naplánována jako poměr k výkonům z minulých let. Výkonová spotřeba tedy představuje 73% na celkových výkonech společnosti. Položky spotřeby materiálu a energie a služby pak byly naplánovány podle vzájemného poměru v minulých letech. Spotřeba materiálu a energie tvoří 68% z celkové výkonové spotřeby a služby tvoří 32%.

Největší položkou osobních nákladů jsou mzdové náklady. Tato položka byla vypočítána pomocí trendové funkce a bylo zde zohledněno udržení stávajícího počtu zaměstnanců, nepředpokládá se tudíž žádný velký růst ani pokles této položky. Náklady na sociální a zdravotní pojištění byly vypočítány součinem koeficientu 0,34 a mzdových nákladů. Položka odměny členů orgánů a obchodní korporace je naplánována ve výši posledního známého roku a položka sociální náklady byla vypočítána pomocí průměrného podílu, ve kterém byl dodržován rostoucí trend z minulých let.

Položka daně a poplatky byla opět počítána pomocí průměrného podílu na tržbách.

Odpisy dlouhodobého majetku vychází z plánu investic, který je podrobněji rozepsán v plánu rozvahy.

Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu byla určena na základě prodaného dlouhodobého majetku a materiálu a průměru této položky z minulých let. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku činí 2 300 000 Kč a prodaný materiál je ve výši 1 700 000 Kč. Ostatní provozní náklady byly určeny opět průměrným podílem na tržbách. Vybraná společnost ani během budoucích let neplánuje použití bankovních úvěrů, tudíž byla položka nákladových úroků naplánována na nízké úrovni s ohledem na rostoucí podíl krátkodobého finančního majetku. Ostatní finanční náklady byly také naplánovány pomocí průměrného podílu na tržbách, avšak byl zde dodržen klesající trend této položky.



Daň z příjmů právnických osob byla vypočítána jako součin výsledku hospodaření a sazby daně z příjmů, která bude uvažována ve stávající výši 19%.

Tab. 28. Plánované nákladové položky

v tis. Kč	2015	2016	2017	2018	2019
Náklady na zboží	0	0	0	0	0
<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>51 981</b>	<b>52 470</b>	<b>56 312</b>	<b>60 010</b>	<b>63 824</b>
<i>Spotřeba materiálu a energie</i>	35 480	35 680	38 292	40 807	43 400
<i>Služby</i>	16 501	16 790	18 020	19 203	20 424
Osobní náklady	15 651	16 248	16 114	15 942	16 022
<i>Mzdové náklady</i>	10 329	11 005	10 897	10 762	10 814
<i>Odměny členů orgánů a obchod. korporace</i>	950	950	950	950	950
<i>Náklady na SP a ZP</i>	3 835	3 742	3 705	3 659	3 677
<i>Sociální náklady</i>	537	551	562	571	581
Daně a poplatky	633	608	612	614	617
Odpisy DHM a DNM	8 716	9 316	12 666	13 766	15 473
ZC prodaného DM a materiálu	3 480	4 000	4 000	4 000	4 000
Ostatní provozní náklady	1 467	1 486	1 497	1 503	1 512
Nákladové úroky	1	2	2	3	3
Ostatní finanční náklady	53	50	47	44	41
Daň z příjmů	1 012	1 322	996	1 088	1 029

Zdroj: vlastní zpracování

## 9.2 Plán rozvahy

### Aktiva

Dlouhodobý hmotný majetek je v budoucnosti tvořen pouze dlouhodobým hmotným a finančním majetkem. Dlouhodobý nehmotný majetek vybraná společnost od roku 2012 neeviduje, proto s ním nebude počítáno ani v dalších letech. Dlouhodobý finanční majetek obsahuje podíl v jiné společnosti a předpokládá se jeho udržení ve stávající výši i v dalších letech. Dlouhodobý hmotný majetek byl naplánován pomocí budoucích investic do jednotlivých položek.

Dlouhodobý hmotný majetek se skládá z níže uvedených položek. Pozemky budou v dalších letech na stejné úrovni jako v roce 2015, jelikož se neplánuje rozšiřování a položka se neodepisuje. Ani u staveb neočekává společnost momentálně žádné investice, dochází tedy pouze k postupnému snižování o odpisy ve výši 1 368 000 Kč.

Pěstitelské celky trvalých porostů se každoročně snižují o odpis ve výši 225 000 Kč. V roce 2019 plánuje společnost obnovu této položky ve výši 2 000 000 Kč a v daném roce dojde k odpisu ve výši 100 000 Kč. U dospělých zvířat plánuje společnost každoroční investice, v roce 2016 ve výši 2 000 000 Kč. Stávající odpis činí 2 923 000 a v roce 2016 bude odepsáno 100 000 Kč. V dalším roce se plánuje investice ve výši 5 000 000 Kč a odpis v tomto roce bude 500 000 Kč. V roce 2018 je naplánována investice ve výši 2 500 000 Kč a odepsáno v tomto roce bude 125 000 Kč. V posledním roce plánu uvažujeme investici ve výši 3 000 000 Kč s ročním odpisem 600 000. V tomto roce bude odepsáno 50 000 Kč.

Tab. 29. Plán investic a odpisů dlouhodobého hmotného majetku

(v tis. Kč)	2015	2016	2017	2018	2019
<b>DHM</b>	<b>91 745</b>	<b>94 429</b>	<b>93 763</b>	<b>87 497</b>	<b>83 524</b>
Pozemky	14 388	14 388	14 388	14 388	14 388
Stavby	49 318	47 950	46 582	45 214	43 846
Pěstitelské celky trvalých porostů	882	657	432	207	1 900
<i>Investice</i>		-	-	-	2 000
<i>Odpisy</i>		-	-	-	307
Dospělá zvířata a jejich skupiny	3 793	2 770	3 947	1 999	126
<i>Investice</i>		2 000	5 000	2 500	3 000
<i>Odpisy</i>		3 023	3 823	4 448	4 873
Samostatné movité věci	21 245	26 545	26 295	23 570	21 145
<i>Investice</i>		10 000	7 000	5 000	6 500
<i>Odpisy</i>		4 700	7 250	7 725	8 925
Nedokončený DHM	2 119	2 119	2 119	2 119	2 119

Zdroj: vlastní zpracování

U samostatných movitých věcí jsou taktéž plánovány investice každý rok, neboť společnost neustále obnovuje svůj majetek za účelem kvalitní výroby. V prvním roce plánu dochází k investici ve výši 10 000 000 Kč do nových strojů a zařízení. Stávající odpis činí 4 200 000 Kč a z nové investice bude v tomto roce odepsáno 500 000 Kč. V dalším roce se plánuje nákup nových traktorů ve výši 7 000 000 Kč. Doba životnosti je 5 let a roční odpis činí 1 400 000 Kč. V daném roce dojde k odpisu ve výši 1 050 000 Kč. V roce 2018 společnost plánuje koupit novou mycí linku šetrnější k životnímu prostředí ve výši 5 000 000 Kč. Doba životnosti je 5 let a roční odpis 1 000 000 Kč, již v tomto roce bude odepsáno 125 000 Kč. V posledním roce plánu dojde k investici do nových nákladních aut ve výši 6 500 000 Kč. Doba životnosti je naplánována na 5 let a roční odpis činí

1 300 000 Kč. V roce 2019 dojde k odpisu ve výši 325 000 Kč. Nedokončený DHM majetek je ponechaný na stávající úrovni z minulých let.

Oběžná aktiva se skládají ze zásob, krátkodobých pohledávek a krátkodobého finančního majetku. Zásoby byly naplánovány pomocí doby obratu jednotlivých složek zásob, které byly po dohodě se společnostmi predikovány na základě minulých výsledků.

Dlouhodobé pohledávky budou stejně jako v roce 2015 v nulové výši. Krátkodobé pohledávky byly naplánovány na základě doby obratu pohledávek z minulých let, ve kterých je zakalkulován nejprve pokles tržeb a posléze jejich růst v dalších letech.

Krátkodobý finanční majetek je převzat z plánu peněžních toků, který je podrobně vysvětlen v další kapitole.

Časové rozlišení se skládá s nákladů a příjmů příštích období, které předpokládáme ve stejné výši jako poslední známý rok.

Tab. 30. Plánované položky aktiv

v tis. Kč	2015	2016	2017	2018	2019
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>157 061</b>	<b>164 526</b>	<b>168 821</b>	<b>173 485</b>	<b>177 915</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>91 819</b>	<b>94 503</b>	<b>93 837</b>	<b>87 571</b>	<b>83 598</b>
DNM	0	0	0	0	0
DHM	91 745	94 429	93 763	87 497	83 524
DFM	74	74	74	74	74
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>65 233</b>	<b>70 014</b>	<b>74 975</b>	<b>85 905</b>	<b>94 308</b>
Zásoby	36 504	37 759	37 993	38 118	38 312
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	28 427	28 816	28 995	29 090	29 238
KFM	302	3 439	7 987	18 697	26 758
<b>Časové rozlišení</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>

Zdroj: vlastní zpracování

### Pasiva

Základní kapitál společnosti bude během let ve stálé výši 120 468 000 Kč. Položka fondy ze zisku bude naplánována ve výši z posledního známého roku. Výsledek hospodaření minulých let bude každoročně navyšován v plné výši o výsledek hospodaření běžného období, který bude převzat z plánovaného výkazu zisků a ztrát.

Cizí zdroje jsou složeny z rezerv, dlouhodobých a krátkodobých závazků. Rezervy a dlouhodobé závazky budou po dohodě s vedením společnosti drženy na stejné výši jako poslední známý rok. Krátkodobé závazky byly naplánovány pomocí doby obratu závazků z minulých let. V během dalších let společnost plánuje pokračovat ve své strategii financování především vlastním kapitálem, proto ani v dalších letech nebude společnost využívat krátkodobé ani dlouhodobé bankovní úvěry.

Časové rozlišení pasiv je stejně jako v minulých letech nulové.

Tab. 31. Plánované položky pasiv

(v tis. Kč)	2015	2016	2017	2018	2019
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>157 061</b>	<b>164 526</b>	<b>168 821</b>	<b>173 485</b>	<b>177 915</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>145 769</b>	<b>151 402</b>	<b>155 647</b>	<b>160 285</b>	<b>164 674</b>
Základní kapitál	120 468	120 468	120 468	120 468	120 468
Fondy ze zisku	1 978	1 978	1 978	1 978	1 978
VH minulých let	18 805	23 323	28 956	33 201	37 839
VH účetního období	4 518	5 633	4 245	4 638	4 389
<b>Cizí zdroje</b>	<b>11 292</b>	<b>13 124</b>	<b>13 174</b>	<b>13 200</b>	<b>13 241</b>
Rezervy	857	857	857	857	857
Dlouhodobé závazky	4 318	4 318	4 318	4 318	4 318
Krátkodobé závazky	6 117	7 949	7 999	8 025	8 066
Bankovní úvěry	0	0	0	0	0
· dlouhodobé	0	0	0	0	0
· krátkodobé	0	0	0	0	0
<b>Časové rozlišení pasiv</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Zdroj: vlastní zpracování

### 9.3 Plán peněžních toků

U plánu peněžních toků byla použita nepřímá metoda, která vychází z dosaženého výsledku hospodaření upraveného o další položky z rozvahy. Peněžní tok se skládá z provozní, investiční a finanční činnosti. Kompletní plán peněžních toků je uveden v příloze P VII spolu s ostatními kompletními výkazy strategického finančního plánu.

Zjednodušený plán cash flow je uveden v tabulce č. 31.

Tab. 32. Plán peněžních toků

(v tis. Kč)	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019
<b>PS peněžních prostředků</b>	<b>127</b>	<b>302</b>	<b>3 439</b>	<b>7 987</b>	<b>18 697</b>
Peněžní tok z provozní činnosti celkem	9 280	15 137	16 548	18 210	19 561
Peněžní tok z investiční činnosti celkem	-11 772	-12 000	-12 000	-7 500	-11 500
Peněžní tok z finanční činnosti celkem	2 667	0	0	0	0
Peněžní tok celkem	175	3 137	4 548	10 710	8 061
<b>KS peněžních prostředků</b>	<b>302</b>	<b>3 439</b>	<b>7 987</b>	<b>18 697</b>	<b>26 758</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Jak již bylo řečeno v předchozí kapitole, vybraná společnost neplánuje ani v dalších letech využívat bankovních úvěrů a dlouhodobé závazky jsou drženy v konstantní výši, proto je peněžní tok z finanční činnosti během plánovaných let nulový. Peněžní toky z investiční činnosti jsou záporné, jelikož společnost má v plánu během všech let pořizovat nový dlouhodobý majetek. Vidíme během let postupné narůstání peněžních toků, což je pro společnost pozitivní faktor, který naznačuje, že dochází ke zhodnocení investic do dlouhodobého majetku.

#### 9.4 Finanční analýza plánu

Finanční plán podniku byl sestaven na následující 4 roky. Vychází z predikovaných tržeb ze strategické analýzy a vzájemných vztahů mezi položkami účetních výkazů v minulých letech. Současně musí být provedena také finanční analýza plánu, aby bylo možné posoudit finanční zdraví a potvrdit nekonečné trvání podniku. Pro finanční analýzu plánu byly vybrány pouze poměrové ukazatele. Vybrané ukazatele finanční analýzy můžeme vidět v tabulce č. 33.

Celková zadluženost dosahuje velmi nízkých hodnot, což potvrzuje, že společnost dává přednost financování vlastním kapitálem před cizími zdroji. Tento ukazatel má během let klesající trend, neboť dochází k růstu celkových aktiv v poměru s mírným růstem krátkodobých závazků. Obdobný vývoj jako u celkové zadluženosti můžeme vidět také u ukazatele míry zadlužení. Ukazatel krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji přesahuje hodnotu 1, což potvrzuje, že společnost bude i nadále dávat přednost konzervativní strategii financování. Poslední ukazatel zadluženosti je úrokové krytí, které díky nevyužívání bankovních úvěrů dosahuje velmi vysokých hodnot.

Ukazatele běžné a pohotové likvidity dosahují stejně jako v minulých letech velmi vysokých hodnot. Tato skutečnost vyplývá z nízkých hodnot krátkodobých závazků. Oproti minulým létům dosahují i ukazatele hotovostní likvidity vyšších hodnot, na čemž se podepsala narůstající hodnota krátkodobého finančního majetku. Podíl čistého pracovního kapitálu na oběžných aktivech výrazně přesahuje doporučené rozmezí, což bylo opět způsobeno nízkou hodnotou krátkodobých závazků.

Ukazatele rentability dosahují během všech let plánu uspokojivých hodnot. Především v prvním roce plánu vidíme nárůst všech ukazatelů rentability. Během dalších let dochází ke kolísání ukazatelů rentability, na čemž se odráží vývoj výsledku hospodaření.

Ukazatel obrát aktiv dosahuje během let plánu nízkých hodnot, což svědčí o vysoké hodnotě dlouhodobého majetku. Doby obrátu jednotlivých položek byly naplánovány podle doby obrátu z minulých let, tudíž ve všech letech dosahují stejné úrovně.

Tab. 33. Vybrané ukazatele finanční analýzy

	2016	2017	2018	2019
<b>Zadluženost</b>				
Celková zadluženost	7,98%	7,80%	7,61%	7,44%
Míra zadlužení	0,09	0,08	0,08	0,08
Dlouhodobý kapitál/DM	1,66	1,76	1,89	2,03
Úrokové krytí	3 479	2 622	1 910	1 807
<b>Likvidita</b>				
Běžná likvidita	8,81	9,37	10,70	11,69
Pohotová likvidita	4,06	4,62	5,95	6,94
Hotovostní likvidita	0,43	1,00	2,33	3,32
Podíl ČPK na OA	88,65%	89,33%	90,66%	91,45%
<b>Rentabilita (v %)</b>				
ROS	7,87%	5,90%	6,42%	6,05%
ROE	3,72%	2,73%	2,89%	2,67%
ROA	4,23%	3,11%	3,30%	3,05%
ROCE	4,60%	3,37%	3,57%	3,29%
<b>Aktivita</b>				
Obrát aktiv	0,43	0,43	0,42	0,41
Doba obrátu zásob	190	190	190	190
Doba obrátu pohledávek	145	145	145	145
Doba obrátu závazků	40	40	40	40

Zdroj: vlastní zpracování

## 10 PROJEKT STANOVENÍ HODNOTY VYBRANÉ SPOLEČNOSTI

V poslední části diplomové práce bude stanovena hodnota vybrané společnosti pomocí vybraných výnosových metod oceňování. Z výsledků strategické a finanční analýzy vyplývá, že vybraná společnost splňuje podmínku neomezeného trvání společnosti (tzv. going concern), tudíž mohou být použity výnosové metody oceňování. Pro ocenění společnosti budou použity následující metody:

- metoda diskontovaného cash flow,
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metoda ekonomické přidané hodnoty.

Cílem diplomové práce je stanovení hodnoty vybrané společnosti k 1. 1. 2016. Zjištěná hodnota slouží pro interní potřeby managementu. Před samotným stanovením hodnoty společnosti musíme provést ještě několik nezbytných kroků.

### 10.1 Vyčíslení NOA a KPVH

Prvním krokem je úprava účetních výkazů, jež budou zahrnovat pouze položky, které jsou nezbytné pro provoz podniku. Nejprve bude upravena aktivní část rozvahy. Výpočet NOA v jednotlivých letech je uveden v tabulce č. 34.

Tab. 34. Vymezení NOA v letech 2015-2019 (aktivní část rozvahy)

(v tis. Kč)	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>89 626</b>	<b>92 310</b>	<b>91 644</b>	<b>85 378</b>	<b>81 405</b>
DHM	89 626	92 310	91 644	85 378	81 405
DFM	0	0	0	0	0
<b>Upravený ČPK</b>	<b>53 950</b>	<b>56 899</b>	<b>57 822</b>	<b>58 029</b>	<b>58 351</b>
Zásoby	36 504	37 759	37 993	38 118	38 312
Pohledávky	28 427	28 816	28 995	29 090	29 238
KFM	302	3 439	3 999	4 012	4 033
Časové rozlišení	9	9	9	9	9
Neúročené závazky	11 292	13 124	13 174	13 200	13 241
<b>NOA</b>	<b>143 576</b>	<b>149 209</b>	<b>149 466</b>	<b>143 407</b>	<b>139 756</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Do dlouhodobého hmotného majetku byl zahrnut pouze dlouhodobý hmotný majetek. Dlouhodobý finanční majetek má vybraná společnost ve formě podílů v účetních jednotkách pod podstatným vlivem, ze kterých společnosti neplynou žádné zisky. Proto byl tento

majetek vyčleněn. Dlouhodobý hmotný majetek byl snížen o položku nedokončený dlouhodobý hmotný majetek ve výši 2 119 000 Kč, protože se nepodílí na tvorbě současných výsledků hospodaření. Upravený čistý pracovní kapitál se skládá ze zásob, krátkodobých pohledávek a časového rozlišení, které byly převzaty ze strategického finančního plánu společnosti. Další součástí ČPK je krátkodobý finanční majetek, který je provozně nutný. Hranice provozně nutného krátkodobého finančního majetku byla určena podle hotovostní likvidity, která nepřesahuje hodnotu 0,5. V roce 2015 a 2016 byla tato podmínka splněna, proto je hodnota KFM převzata ze strategického finančního plánu. Další roky jsou upraveny podle tohoto ukazatele. Neúročené závazky se skládají z krátkodobých závazků, pasivních položek časového rozlišení, nezpлатněných dlouhodobých závazků a rezerv. Tato položka je od upraveného čistého pracovního kapitálu odečítána. Výsledná hodnota čistých operativních aktiv je dána součtem dlouhodobého majetku a upraveného čistého pracovního kapitálu.

Po provedených úpravách majetkové struktury je taktéž nutné upravit pasivní část rozvahy. Výpočet provozně nutného investovaného kapitálu je uveden v tabulce č. 35.

Tab. 35. Vymezení C v letech 2015-2019 (pasivní část rozvahy)

(v tis. Kč)	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>143 576</b>	<b>149 209</b>	<b>149 466</b>	<b>143 407</b>	<b>139 756</b>
Základní kapitál	120 468	120 468	120 468	120 468	120 468
Fondy ze zisku	1 978	1 978	1 978	1 978	1 978
VH minulých let	18 805	23 323	28 956	33 201	37 839
VH účetního období	4 518	5 633	4 245	4 638	4 389
Ekvivalenty VK	-2 193	-2 193	-6 181	-16 878	-24 918
<b>Cizí zdroje</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Bankovní úvěry	0	0	0	0	0
Leasing	0	0	0	0	0
<b>C</b>	<b>143 576</b>	<b>149 209</b>	<b>149 466</b>	<b>143 407</b>	<b>139 756</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Cizí zdroje jsou sníženy o pasivní položky, které nejsou úročeny. Byly vyloučeny krátkodobé závazky, rezervy, dlouhodobé neúročené závazky a pasivní část časového rozlišení. Naopak do cizích zdrojů jsou zahrnuty bankovní úvěry a leasing. Jelikož společnost ani jednu z těchto položek nevidovala a ani to nemá v plánu budoucnu, je hodnota cizích zdrojů nulová. Položky vlastního kapitálu souvisí s provozní činností podniku, tudíž se jejich hodnota neupravuje. Vyrovňovací položkou jsou ekvivalenty vlastního kapitálu, kte-



ré zajišťují rovnost mezi čistými operativními aktivy a provozně nutným investovaným kapitálem.

Po úpravách rozvahy musíme ještě upravit výsledek hospodaření na korigovaný provozní výsledek hospodaření. Výpočet KPVH je uveden v tabulce č. 36.

(v tis. Kč)	2015	2016	2017	2018	2019
Provozní výsledek hospodaření	5 466	6 957	5 236	5 715	5 400
Tržby z prodeje DM a materiálu	5 289	4 900	4 900	4 900	4 900
ZC prodaného DM a materiálu	3 480	4 000	4 000	4 000	4 000
<b>KPVH</b>	<b>3 657</b>	<b>6 057</b>	<b>4 336</b>	<b>4 815</b>	<b>4 500</b>
Úprava daně	695	1 151	824	915	855
<b>KPVH po dani</b>	<b>2 962</b>	<b>4 906</b>	<b>3 512</b>	<b>3 900</b>	<b>3 645</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Při výpočtu korigovaného provozního výsledku hospodaření vycházíme z provozního výsledku hospodaření převzatého z výsledovky. Z tohoto výsledku hospodaření byl vyloučen zisk z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu, který je považován za nahodilý a nesouvisí s hlavní činností podniku. Korigovaný provozní výsledek hospodaření byl dále upraven o daň, která byla vypočítána sazbou daně z příjmů ve výši 19%.

## 10.2 Stanovení diskontní míry

V předchozí kapitole byla vymezena kapitálová struktura a korigovaný provozní výsledek hospodaření, nyní je třeba jednotlivým druhům kapitálu přiřadit odpovídající náklady. U výpočtu nákladů na vlastní kapitál bude použito několik metod, aby výsledná hodnota nákladů na vlastní kapitál byla co nejobjektivnější.

### 10.2.1 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál vypočítáme jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které podnik platí za použití různých forem cizího kapitálu. Jedná se o položky bankovních úvěrů, dluhopisů, finanční výpomoci a leasingu. Společnost využívala bankovní úvěry naposledy v roce 2012. Strategii vybrané společnosti je financování podniku pouze z vlastního kapitálu, tudíž neplánuje využívat bankovní úvěry ani nadále. Obdobný postoj má vybraná společnost i k leasingu, který nehodlá v budoucnosti využívat. Z tohoto důvodu jsou náklady na cizí kapitál nulové a dále bude počítáno jen s náklady na vlastní kapitál.

### 10.2.2 Náklady na vlastní kapitál

Vyčíslení nákladů na vlastní kapitál je obtížnější než určení nákladů na cizí kapitál. Proto budou náklady na vlastní kapitál vypočteny více metodami, ze kterých pak váženým aritmetickým průměrem budou získány celkové náklady na vlastní kapitál.

#### CAMP – Capital Asset Pricing Model

Model kapitálových aktiv je jeden z modelů, které jsou v praxi nejčastěji využívány. Pro výpočet tohoto modelu je nezbytné znát bezrizikovou úrokovou míru, koeficient beta a rizikové prémie.

#### CAPM s využitím odhadu koeficientu $\beta$ metodou analogie

Bezriziková úroková míra ( $r_f$ ) je stanovena na základě výnosů z desetiletých státních dluhopisů a byla převzata ze stránek Ministerstva průmyslu a obchodu. Koeficient  $\beta$  (nezadlužená) byl převzat z webových stránek profesora Damodarana. Vybraná společnost se zabývá zemědělskou výrobou, a proto byla zařazena do odvětví „Farming/Agriculture“. Riziková prémie vychází z ratingového ohodnocení České republiky a byla taktéž převzata z webových stránek profesora Damodarana. Výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv je následující:

$$N_{VK(CAPM)} = r_f + (\beta_z * \text{riziková prémie}) \quad (17)$$

Tab. 36. Metoda CAPM s využitím odhadu koeficientu  $\beta$  metodou analogie

Položka	Hodnota
Bezriziková výnosová míra (v %)	1,58
$\beta$ nezadlužená	0,84
$\beta$ zadlužená	0,84
Riziková prémie (v %)	7,05
CK	0
VK	149 209
<b>Náklady na vlastní kapitál (v %)</b>	<b>7,5</b>

Zdroj: vlastní zpracování podle interních materiálů společnosti, Damodaran (2016), MPO (©2005)

Výsledná hodnota nákladů na vlastní kapitál byla zjištěna pomocí výše uvedeného vzorce. Jelikož vybraná společnost neeviduje cizí kapitál, hodnota koeficientu zadlužená  $\beta$  dosahuje stejných hodnot jako hodnota koeficientu nezadlužená  $\beta$ . Hodnota nákladů na vlastní kapitál zjištěná pomocí modelu CAPM s využitím odhadu koeficientu  $\beta$  metodou analogie dosahuje 7,5%.

### CAPM s využitím expertního odhadu $\beta$ koeficientu

Další metoda pro výpočet nákladů na vlastní kapitál byla použita metoda CAPM s využitím expertního odhadu  $\beta$  koeficientu. Koeficient  $\beta$  je zde odhadován na základě posouzení několika rizikových faktorů, jež jsou uvedeny níže v tabulce.

Tab. 37. Expertní odhad  $\beta$  koeficientu

Faktor	Hodnocení	Body
Citlivost na změnu hospodářského cyklu	Vyvíjí se s cyklem	1,00
Vyjednávací síla vůči dodavatelům	Převaha podniku	0,50
Vyjednávací síla vůči odběratelům	Síly jsou vyrovnané	1,00
Podíl fixních nákladů na celkových nákladech	Průměrný	1,00
Míra zadlužení	Menší jak 40%	0,50
Velikost podniku	Malá	1,50
Diverzifikace území	Střední	1,00
Diverzifikace výrobní	Střední	1,00
<b>Odhad koeficientu <math>\beta</math></b>	<b>0,94</b>	

Zdroj: vlastní zpracování

Na základě hodnocení jednotlivých faktorů byl v programu EVALENT 4.0 odhadnutý koeficient  $\beta$  ve výši 0,94. Výslednou hodnotu nákladů na vlastní kapitál zjistíme součinem odhadu koeficientu  $\beta$  a rizikové prémie a následným přičtením k bezrizikové výnosové míře. Náklady na vlastní kapitál podle metody CAPM s využitím expertního odhadu  $\beta$  činí 8,19%.

Tab. 38. Metoda CAPM s využitím expertního odhadu  $\beta$

Položka	Hodnota
Bezriziková výnosová míra (v %)	1,58
Riziková prémie (v %)	7,05
Odhad koeficientu $\beta$	0,94
<b>Náklady na vlastní kapitál (v %)</b>	<b>8,19</b>

Zdroj: vlastní zpracování

### STAVEBNICOVÉ MODELY

Stavebnicové modely vychází z bezrizikové úrokové míry, ke které jsou přičítány další přírůžka vyjadřující určitý aspekt rizika.

#### Stavebnicový model INFA (MPO)

Jeden ze stavebnicových modelů je model používaný Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR. K bezrizikové úrokové míře jsou zde připočítány přírážky pro konkrétní oceňovaný podnik. Jelikož jsou úplatné zdroje vyšší než 100 mil. Kč, ale zároveň menší než 3 mld. Kč, byl pro výpočet přírážky za velikost podniku použit následující vzorec:

$$r_{LA} = \frac{(3 - \text{úplatné zdroje})^2}{168,2} \quad (18)$$

Přírážka za podnikatelské riziko je stanovena podle ukazatele ROA, který se dává do poměru s neznámou  $x_1$ , která má tvar:

$$x_1 = \frac{(\text{Úplatné zdroje})}{A} * \frac{\text{Úroky}}{BU + O} \quad (19)$$

Jelikož ROA společnosti je nižší než  $x_1$ , použije se pro stanovení přírážky za podnikatelské riziko následující vzorec:

$$r_{\text{podnikatelské}} = \frac{(x_1 - ROA)^2}{x_1^2} * 0,1 \quad (20)$$

Přírážka za finanční stabilitu je nulová, neboť společnost dosahuje výrazně vyšších ukazatelů běžné likvidity než je tomu u odvětví. U přírážky za finanční strukturu se porovnává podíl EBIT a nákladových úroků. Jestliže je tento ukazatel větší nebo roven třem, je výše přírážky nulová.

Tab. 39. Metoda INFA s rizikovými přírážkami pro konkrétní společnost

Položka	2015	2016	2017	2018	2019
Bezriziková úroková míra	1,58%	1,58%	1,58%	1,58%	1,58%
$r_{LA}$	4,85%	4,83%	4,83%	4,80%	4,86%
$r_{\text{podnikatelské}}$	2,54%	1,57%	3,09%	2,79%	3,18%
$r_{FinStab}$	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
$r_{finstr}$	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
$r_e$	<b>8,97%</b>	<b>7,98%</b>	<b>9,50%</b>	<b>9,17%</b>	<b>9,62%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Pomocí stavebnicového modelu jsme získali výsledky nákladů na vlastní kapitál v jednotlivých letech. Průměrná výše nákladů na vlastní kapitál činí 9,05%.

### Komplexní stavebnicové metody

Komplexní stavebnicové metody byly vypracovány v programu EVALENT 4.0, kde se riziková prémie určuje na základě určitého počtu faktorů, které souvisejí s mírou rizika

podnikatelské činnosti oceňovaného podniku. Výsledná riziková prémie je pak přičtena k hodnotě bezrizikové výnosové míry.

Tab. 40. Náklady na vlastní kapitál podle komplexní stavebnicové metody

Položka	Hodnota
Bezriziková výnosová míra (b. v. m)	1,58%
Horní mez rizikové prémie jako násobek b. v. m	3
Poměr vah podnikatelského k finančnímu riziku	4
Riziková prémie stanovená KSM I (M&M)	1,48%
<b>Náklady vlastního kapitálu M&amp;M</b>	<b>3,06%</b>
Riziková prémie stanovená KSM II (Garnett & Hill)	1,44%
<b>Náklady vlastního kapitálu G&amp;H</b>	<b>3,02%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

### Souhrnné stanovení nákladů na vlastní kapitál

V tabulce č. 41 vidíme výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí váženého aritmetického průměru. Výsledkům jednotlivých metod výpočtu nákladů na vlastní kapitál byla přiřazena váha podle vypovídající schopnosti a použitých dat. Metodě CAPM s využitím odhadu koeficientu  $\beta$  metodou analogie byla přiřazena nejvyšší váha 3, a to z důvodu, že tato metoda zohledňuje předmět činnosti společnosti, nulové zadlužení a je založena na tržním ocenění. Modelu CAPM s využitím expertního odhadu  $\beta$  byla přiřazena váha 2, jelikož se jedná o běžnou metodu používanou v programu EVALENT. Stavebnicové metodě INFA byla přiřazena také váha 2, protože během let dosahovala různých výsledků. Komplexním stavebnicovým modelům podle Maříka a Maříkové a Garnett a Hill byla přiřazena váha 1, jelikož zjištěné výsledky jsou velmi nízké a podhodnocují tedy skutečnou výši nákladů na vlastní kapitál. Náklady na vlastní kapitál činí 7,01%.

Tab. 41. Náklady na vlastní kapitál

Položka	Váha	Hodnota
CAPM - náhradní odhady	3	7,50%
Expertní stanovení koeficientu $\beta$	2	8,19%
INFA	2	9,05%
M&M	1	3,06%
G&H	1	3,02%
<b>Náklady na vlastní kapitál</b>		<b>7,01%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

### 10.2.3 Vážené průměrné náklady na kapitál

Vážené průměrné náklady na kapitál vypočítáme pomocí následujícího vzorce:

$$WACC = N_{CK}(1 - d) * \frac{CK}{C} + N_{VK} * \frac{VK}{C} \quad (21)$$

Jelikož vybraná společnost během let nevyžívala a nehodlá využívat bankovní úvěry a leasing, je cizí kapitál nulový stejně jako související náklady na cizí kapitál. Vážené průměrné náklady na kapitál dosahují tedy stejné hodnoty jako náklady na vlastní kapitál 7,01%.

Tab. 42. Vážené průměrné náklady na kapitál

Položka	Hodnota
Náklady na cizí kapitál (v %)	0,00
Náklady na vlastní kapitál (v %)	7,01
CK/C	0
VK/C	1
<b>Vážené průměrné náklady na kapitál (v %)</b>	<b>7,01</b>

Zdroj: vlastní zpracování

## 10.3 Stanovení hodnoty společnosti pomocí výnosových metod oceňování

V poslední kapitole diplomové práce bude provedeno samotné stanovení hodnoty vybrané společnosti pomocí vybraných výnosových metod oceňování. Konkrétně budou použity metody diskontovaného cash flow, kapitalizovaných čistých výnosů a ekonomické přidané hodnoty. Na závěr budou výsledky jednotlivých metod shrnuty a bude provedena analýza citlivosti.

### 10.3.1 Odhad tempa růstu „g“

Před tím než přistoupíme k výpočtu jednotlivých metod, je nutné odhadnout tempo růstu. Tempa růstu je možné stanovit několika způsoby. V případě vybrané společnosti bylo nejprve stanoveno tempo růstu tržeb za období 2011-2019, které činilo 3,6%. V roce 2015 rostlo HDP ve stálých cenách o 4,6%, v dalších letech se však očekává růst 2,7%, resp. 2,6%. Během období plánu však dochází pouze k mírnému růstu tržeb. Po zohlednění jednotlivých faktorů a dodržení zásady opatrnosti bylo tempo růstu po dohodě s vedením společnosti stanoveno ve výši 2%.

### 10.3.2 Ocenění metodou diskontovaného cash flow

Při výpočtu metody diskontovaného cash flow vycházíme z korigovaného provozního výsledku hospodaření, který byl vypočtený v předchozí kapitole 10. 1.

Tab. 43. Výpočet hodnoty první fáze metodou DCF

v tis. Kč	2016	2017	2018	2019
<b>KPVH před zdaněním</b>	<b>6 057</b>	<b>4 336</b>	<b>4 815</b>	<b>4 500</b>
Úprava daně	1 151	824	915	855
<b>KPVH po dani</b>	<b>4 906</b>	<b>3 512</b>	<b>3 900</b>	<b>3 645</b>
Odpisy	9 316	12 666	13 766	15 473
Investice do provozně nutného DM	-12 000	-12 000	-7 500	-11 500
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	-2 949	-923	-207	-322
<b>FCFF</b>	<b>-727</b>	<b>3 255</b>	<b>9 959</b>	<b>7 296</b>
Odúročitel	0,9345	0,8733	0,8161	0,7626
<b>Diskontované CF k 1. 1. 2016</b>	<b>-679</b>	<b>2 843</b>	<b>8 128</b>	<b>5 564</b>
<b>Hodnota 1. fáze k 1. 1. 2016</b>	<b>15 856</b>			

Zdroj: vlastní zpracování

Korigovaný provozní výsledek hospodaření musíme snížit o nově vypočtenou daň. KPVH po dani upravíme o hodnotu odpisů a snížíme o investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu. Odpisy byly převzaty z plánovaného VZZ, investice +do dlouhodobého majetku (provozně nutného) byly převzaty z plánu odpisů a investice do pracovního kapitálu (provozně nutného) byly vypočteny jako rozdíl mezi dvěma po sobě jdoucími obdobími.

V dalším kroku musíme vypočítat hodnotu druhé fáze pomocí dvou výpočtů. Jedná se o Gordonův a parametrický vzorec. Výsledky obou vzorců jsou totožné.

#### Gordonův vzorec

V první řadě dochází k vymezení korigovaného provozního výsledku hospodaření po dani v prvním roce po skončení plánu. KPVH z roku 2019 je vynásobeno tempem růstu. V dalším kroku vymežíme čisté investice pro rok 2020, když provozně nutný investovaný kapitál v roce 2019 vynásobíme tempem růstu. Volný peněžní tok pro rok 2020 získáme z rozdílu z předchozích dvou hodnot.

$$KPVH_{2020} = KPVH_{2019} * (1 + g) = 3645 * 1,02 = 3718 \text{ tis. Kč}$$

$$Investice_{netto\ 2020} = K_{2019} * g = 139756 * 0,02 = 2795 \text{ tis. Kč}$$

$$FCFF_{2020} = KPVH_{2020} - Investice_{netto\ 2020} = 3\ 718 - 2\ 795 = 923\ \text{tis. Kč}$$

Volný peněžní tok pro rok 2020 pak dosadíme do vzorce pro pokračující hodnotu.

$$PH = \frac{FCFF_{2020}}{(i_k - g)} = \frac{923}{0,0701 - 0,02} = 18\ 435\ \text{tis. Kč}$$

Pokračující hodnota činí 18 435 tis. Kč.

### Parametrický vzorec

Druhou možností výpočtu pokračující hodnoty je parametrický vzorec, který má jiný postup než Gordonův vzorec. Opět zde vycházíme z korigovaného provozního výsledku hospodaření pro rok 2020 a čistých investic pro rok 2020, ale dochází zde k rozšíření o míru investic a rentabilitu investic.

$$m_I = \frac{I_{netto2020}}{KPVH_{2020}} = \frac{2\ 795}{3\ 718} = 75,18\%$$

$$r_I = \frac{g}{m_I} = \frac{0,02}{0,7518} = 2,66\%$$

Při dosazení do vzorců vidíme, že pokračující hodnota dosahuje stejné hodnoty jako u Gordonova vzorce, a to 18 435 tis. Kč.

$$PH = \frac{KPVH_{2020} * \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{(i_k - g)} = \frac{3\ 718 * \left(1 - \frac{0,02}{0,0266}\right)}{0,0701 - 0,02} = 18\ 435\ \text{tis. Kč}$$

Tab. 44. Výpočet hodnoty podniku pomocí metody DCF

v tis. Kč	Hodnota
Současná hodnota 1. fáze	15 586
Současná hodnota 2. fáze	14 061
<b>Provozní hodnota brutto</b>	<b>29 917</b>
Úročený cizí kapitál	0
<b>Provozní hodnota netto</b>	<b>29 917</b>
Neprovozní aktiva	2 193
<b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF</b>	<b>32 110</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Současná hodnota první fáze byla převzata z předchozí tabulky (č. 43). Současnou hodnotu druhé fáze získáme přepočtem pokračující hodnoty na současnou hodnotu. Součtem těchto dvou hodnot získáme provozní hodnotu brutto. Jelikož má vybraný společnost hodnotu



cizího kapitálu nulovou, dosahuje provozní hodnota netto stejné hodnoty jako provozní hodnota brutto. Do neprovozních aktiv je započítaný nedokončený dlouhodobý hmotný majetek ve výši 2 119 tis. Kč a dlouhodobý finanční majetek ve výši 74 tis. Kč. Přičtením neprovozních aktiv dostaneme hodnotu vlastního kapitálu podle metody diskontovaného cash flow. Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2016 činí **32 110 000 Kč**.

### 10.3.3 Ocenění metodou EVA

Druhou metodou výpočtu hodnoty podniku je ekonomická přidaná hodnota. U této metody opět vycházíme z korigovaného provozního výsledku hospodaření po dani, který se u této metody označuje jako NOPAT. Od hodnoty NOPAT odečítáme součin čistých operativních aktiv, které byly vymezeny v kapitole 10.1, a vážených průměrných nákladů na kapitál. Diskontní míra je stanovena na úrovni WACC. Pomocí odůročitele získáme hodnotu diskontovaných EVA, jejichž součet tvoří hodnotu první fáze k 1. 1. 2016.

Tab. 45. Výpočet hodnoty první fáze metodou EVA

v tis. Kč	2016	2017	2018	2019
NOPAT	4 906	3 512	3 900	3 645
NOA	149 209	149 466	143 407	139 756
WACC*NOA	10 060	10 455	10 473	10 048
<b>EVA</b>	<b>-5 154</b>	<b>-6 943</b>	<b>-6 573</b>	<b>-6 403</b>
Odůročitel	0,934	0,87333	0,81615	0,76271
<b>Diskontovaná EVA</b>	<b>-4 814</b>	<b>-6 063</b>	<b>-5 364</b>	<b>-4 883</b>
<b>Hodnota 1. fáze k 1. 1. 2016</b>	<b>-21 125</b>			

Zdroj: vlastní zpracování

Pro stanovení druhé fáze musíme nejdřív vyčíslit hodnotu NOPAT pro rok 2020, a to tak, že NOPAT za poslední rok plánu vynásobíme tempem růstu. Poté dosažením do vzorce vypočítáme hodnotu ekonomické přidané hodnoty pro rok 2020. Dosažením ekonomické přidané hodnoty za rok 2020 do vzorce, získáme pokračující hodnotu.

$$NOPAT_{2020} = NOPAT_{2019} * (1 + g) = 3 645 * 1,02 = 3 718 \text{ tis. Kč}$$

$$EVA_{2020} = NOPAT_{2020} - (NOA_{2019} * WACC) = 3 718 - (139 756 * 0,0701) = -6 074 \text{ tis. Kč}$$

$$PH = \frac{EVA_{2020}}{WACC - g} = \frac{-6 074}{0,0701 - 0,02} = -121 323 \text{ tis. Kč}$$

Tab. 46. Výpočet hodnoty podniku pomocí metody EVA

v tis. Kč	Hodnota
Současná hodnota 1. fáze	-21 125
Současná hodnota 2. fáze	-92 534
<b>MVA</b>	<b>-113 659</b>
NOA k datu ocenění	143 576
<b>Provozní hodnota brutto</b>	<b>29 917</b>
Úročený cizí kapitál	0
<b>Provozní hodnota netto</b>	<b>29 917</b>
Neprovozní aktiva	2 193
<b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle EVA</b>	<b>32 110</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Současná hodnota první fáze byla opět převzata z předchozí tabulky (č. 45). Současnou hodnotu druhé fáze získáme diskontováním pokračující hodnoty na současnou hodnotu. Součet těchto dvou hodnot tvoří MVA, ke kterému po připočtení NOA k datu ocenění, získáme provozní hodnotu brutto (resp. netto). Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle EVA je shodná s výslednou hodnotou vlastního kapitálu podle DCF a činí **32 110 000 Kč**. Je tomu tak z důvodu, že ve výpočtu byly použity stejné vážené průměrné náklady na kapitál, stejný korigovaný provozní výsledek hospodaření, stejný provozně nutný investovaný kapitál.

#### 10.3.4 Ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů

Jako poslední metoda pro ocenění vybrané společnosti byla vybrána metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Tato metoda vychází z minulých výsledků hospodaření, které navyšujeme o výši odpisů a zůstatkové ceny prodaného dlouhodobého majetku a materiálu a snižujeme o finanční výnosy a tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu. Mezi finanční výnosy byly zařazeny výnosové úroky a výnosy z dlouhodobého finančního majetku, které nesouvisí s provozně nutným majetkem. Upravený výsledek hospodaření před odpisy byl modifikován o inflaci, která byla převzata ze stránek Českého statistického úřadu a přepočítána na bazický index. Výsledek hospodaření upravený o inflaci byl roznásoben váhami v jednotlivých letech.

Tab. 47. Úprava výsledku hospodaření pro paušální metodu KČV

v tis. Kč	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>4 978</b>	<b>6 572</b>	<b>1 423</b>	<b>8 050</b>	<b>5 530</b>
Odpisy DHM a DNM	8 280	9 164	8 770	7 784	8 716
Finanční výnosy	299	21	67	34	118
Tržby z prodeje DM a materiálu	4 175	3 237	7 133	4 477	5 289
ZC prodaného DM a materiálu	3 756	2 789	5 532	2 991	3 480
<b>Upravený VH před odpisy</b>	<b>12 540</b>	<b>15 267</b>	<b>8 525</b>	<b>14 314</b>	<b>12 319</b>
Cenový index řetězový	1,019	1,033	1,014	1,004	1,003
Cenový index bazický k roku 2015	0,948	0,979	0,993	0,997	1,000
Upravený VH o inflaci	13 227	15 589	8 585	14 357	12 319
Váhy	1	2	3	4	5
Upravený VH o inflaci * váhy	13 227	31 179	25 754	57 428	61 595

Zdroj: vlastní zpracování dle interních materiálů a ČSÚ, ©2016

Po sečtení jednotlivých upravených výsledků hospodaření o inflaci vynásobených vahami jsme zjistili trvale odnímatelný čistý výnos jako vážený průměr těchto VH. Tato položka byla dále snížena o výši odpisů a odpovídající dani z příjmů ve výši 19%. Kalkulovaná úroková míra vychází z nákladů na vlastní kapitál, které činí (stejně jako WACC) 7,01%. Tato hodnota byla snížena o výši předpokládané dlouhodobé inflace, které podle ČNB bude dosahovat výše 2%. Provozní hodnotu vlastního kapitálu jsme získali jako podíl trvale odnímatelného čistého výnosu po dani a kalkulované úrokové míry. Tato hodnota byla dále navýšena o neprovozní aktiva, které byly v roce 2015 ve výši 2 193 tis. Kč (dlouhodobý finanční majetek ve výši 74 000 Kč a nedokončený hmotný majetek ve výši 2 119 000 Kč).

Tab. 48. Výpočet hodnoty podniku pomocí paušální metody KČV

Položka (v tis. Kč)	Hodnota
Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	12 612
Odpisy	8 716
<b>Trvale odnímatelný čistý výnos před daní</b>	<b>3 896</b>
Daň	740
<b>Trvale odnímatelný čistý výnos po dani</b>	<b>3 156</b>
Předpokládaná dlouhodobá inflace	2,00%
Kalkulovaná úroková míra	5,01%
<b>Provozní hodnota VK</b>	<b>62 992</b>
Neprovozní aktiva	2 193
<b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle KČV</b>	<b>65 185</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů činí **65 185 000 Kč**.

### 10.3.5 Shrnutí výsledků použitých výnosových metod oceňování

Pro stanovení hodnoty vybrané společnosti byly použity tři základní výnosové metody, a to metoda diskontovaného cash flow, metoda ekonomické přidané hodnoty a metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Metoda diskontovaného cash flow a metoda ekonomické přidané hodnoty dávají stejné výsledky, neboť jsou zde použity stejné vážené průměrné náklady na kapitál, stejný provozně nutný investovaný kapitál a stejný korigovaný provozní výsledek hospodaření. **Podle těchto dvou metod činí hodnota podniku 32 110 000 Kč. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů odráží pouze současný vývoj a nezohledňuje vývoj do budoucna. Současná hodnota vlastního kapitálu podle paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů činí 65 185 000 Kč.** Tato hodnota je podstatně vyšší než hodnota zjištěná pomocí metod DCF a EVA. Je tomu tak z důvodu, že u této metody se počítá s náklady na vlastní kapitál, které jsou však v případě analyzované společnosti na stejné úrovni jako WACC, snížené o hodnotu dlouhodobé inflace. Díky tomu získáváme nižší kalkulovanou úrokovou míru, která pak má vliv na výslednou hodnotu vlastního kapitálu.

### 10.3.6 Analýza citlivosti

Na závěr ocenění je vhodné provést ještě citlivostní analýzu, která porovnává změny hodnoty podniku, jestliže se změní diskontní míra nebo tempo růstu o 1%. V následující tabulce jsou uvedeny jednotlivé změny hodnoty vlastního kapitálu analyzované společnosti.

Tab. 49. Citlivostní analýza

Položka	Diskontní míra			Tempo růstu		
	-1	původní	+1	-1	původní	+1
<b>DCF a EVA (v tis. Kč)</b>	<b>36 755</b>	<b>32 110</b>	<b>28 859</b>	<b>47 031</b>	<b>32 110</b>	<b>9 700</b>
Rozdíl v tis. Kč	4 645	x	-3 251	14 921	x	-22 410
Rozdíl v %	14,47%	x	-10,12%	46,47%	x	-69,79%
<b>KČV (v tis. Kč)</b>	<b>80 894</b>	<b>65 185</b>	<b>54 704</b>	<b>65 185</b>	<b>65 185</b>	<b>65 185</b>
Rozdíl v tis. Kč	15 709	x	-10 481	x	x	x
Rozdíl v %	24,10%	x	-16,08%	x	x	x

Zdroj: vlastní zpracování

Pokud dojde ke snížení diskontní míry o 1% na 6,01%, má to pozitivní vliv na výsledné hodnoty všech tří výnosových metod. U metod DCF a EVA vidíme při tomto snížení růst o

4 645 tis. Kč, a u metody KČV dokonce o 15 709 tis. Kč. Naopak při zvýšení diskontní míry o 1% na 8,01% došlo u všech metod ke snížení. U metod DCF a EVA došlo ke snížení o 3 251 tis. Kč a u metody KČV o 10 481 tis. Kč.

U tempa růstu vidíme obdobný vývoj jako u diskontní míry. Při snížení tempa růstu o 1% vidíme růst hodnoty vlastního kapitálu u metody DCF a EVA o 14 921 tis. Kč. Naopak zvýšení tempa růstu o 1% by znamenalo snížení hodnoty společnosti o 22 410 tis. Kč. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů s tempem růstu nepracuje, tudíž se jí změna této hodnoty nikterak nedotkne.

Z tabulky č. 49 je patrné, že vybraná společnost je více citlivá na změnu tempa růstu než na změnu diskontní míry. Je tedy nezbytné, aby této hodnotě byla věnována velká pozornost a byla plánována s co největší pečlivostí.

## ZÁVĚR

Cílem diplomové práce bylo stanovení hodnoty vybrané společnosti k 1. 1. 2016 pomocí vybraných výnosových metod oceňování. Zjištěná hodnota společnosti slouží pro interní potřeby managementu.

Aby bylo možné provést praktickou část, musely být nejdříve zpracovány teoretické poznatky týkající se oceňování podniku formou literární rešerše. Na základě získaných informací byla zpracována praktická část, ve které byla nejdříve představena vybraná společnost. Dále byla vypracována strategická analýza, jež obsahovala analýzu makroprostředí, analýzu a prognózu relevantního trhu a analýzu vnitřního potenciálu a konkurenční síly. V rámci analýzy makroprostředí byla realizována PEST analýza, která identifikovala hlavní politické, ekonomické, sociální a technologické vlivy. Po strategické analýze následovala finanční analýza, ve které byla nejdříve provedena horizontální a vertikální analýza účetních výkazů. Následovala analýza rozdílových a poměrových ukazatelů, kde byly vybrány nejdůležitější ukazatele zadluženosti, likvidity, rentability a aktivity. Mezi souhrnné ukazatele bylo zařazeno Altmanovo Z-skóre a Index IN05. Výsledky jednotlivých ukazatelů shodně potvrdily dobrou finanční situaci podniku. Vybraná společnost dává přednost financování vlastním kapitálem před cizími zdroji, což je sice dražší, ale bezpečnější způsob financování. Na základě výsledků strategické a finanční analýzy byla vypracována SWOT analýza, která shrnula nejdůležitější silné a slabé stránky společnosti a příležitosti a hrozby, které plynou z okolí.

V projektovém oddíle diplomové práce byl vypracován strategický finanční plán pro období 2016-2019, který vycházel z prognózovaných tržeb ze strategické analýzy. Jednotlivé položky účetních výkazů byly naplánovány na základě minulých výsledků, očekávání společnosti a vývoje do budoucnosti. Strategický finanční plán se skládal z plánované rozvahy, výsledovky a plánu cash flow. Dále byly plánované finanční výkazy upraveny o provozně nenutné položky a byla vyčíslena čistá operativní aktiva a korigovaný provozní výsledek hospodaření. Jelikož společnost ani v budoucnosti neplánuje využívat bankovní úvěry a leasingy, skládá se provozně nutný investovaný kapitál pouze z vlastního kapitálu. Poté byly vypočítány náklady na vlastní kapitál pomocí metody CAPM s náhradními odhady  $\beta$  koeficientu, pomocí expertního odhadu  $\beta$  koeficientu, pomocí stavebnicové metody INFA s rizikovými přírážkami pro konkrétní podnik a pomocí komplexních stavebnicových metod. Cizí kapitál společnost neevidovala, tudíž i náklady na cizí kapitál byly nulo-

vé. Hodnota vážených průměrných nákladů na kapitál tedy odpovídala hodnotě nákladů na vlastní kapitál. Dále bylo stanoveno tempo růstu společnosti ve výši 2% a následovalo samotné ocenění podniku. Stanovení hodnoty společnosti bylo provedeno třemi metodami, a to metodou diskontovaného cash flow, metodou ekonomické přidané hodnoty a metodou kapitalizovaných čistých výnosů. Hodnota společnosti podle metody DCF entity a metody EVA činila k 1. 1. 2016 32 110 000 Kč. Hodnota společnosti zjištěná metodou kapitalizovaných čistých výnosů činila 65 185 000 Kč. Na závěr projektového oddílu byly jednotlivé metody shrnuty a provedena citlivostní analýza, která zkoumala změny výsledků jednotlivých metod, jestliže se diskontní míra a tempo růstu změnilo o 1%.

Cíl diplomové práce byl splněn a věřím, že má práce bude pro vybranou společnost přínosem.

**SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY**

ADMINISTRATIVNÍ REGISTR EKONOMICKÝCH SUBJEKTŮ (ARES). Ministerstvo financí ČR. © 2016 [online]. [cit. 2016-03-30]. Dostupné z: [http://www.info.mfcr.cz/ares/ares\\_es.html.cz](http://www.info.mfcr.cz/ares/ares_es.html.cz)

ALLMAN, Keith A, 2010. *Corporate valuation modeling: a step-by-step guide*. Hoboken: John Wiley & Sons, 275 s. ISBN 978-0-470-48179-0.

ČESKO, 2012. Zákon č. 89/2012 ze dne 3. února 2012 Občanský zákoník. In: *Sbírka zákonů České republiky* [online]. Částka 33, s. 1026-1368 [cit. 2016-03-30]. Dostupné z: [http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/SearchResult.aspx?q=89/2012&typeLaw=zakon&what=Cislo\\_zakona\\_smlouvy](http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/SearchResult.aspx?q=89/2012&typeLaw=zakon&what=Cislo_zakona_smlouvy)

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD (ČSÚ), 2015. Inflace – druhy, definice, tabulky. [online]. [cit. 2015-03-15]. Dostupné z: [https://www.czso.cz/csu/czso/mira\\_inflace](https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace)

DAMODARAN, Aswath, 2006. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2nd ed. New York: John Wiley & Sons, 696 s. ISBN 13 978-0-471-75121-2.

DAMODARAN, Aswath, c2011. *The little book of valuation: how to value a company, pick a stock, and profit*. Hoboken: John Wiley & Sons. Little book big profits, 230 s. ISBN 978-1-118-00477-7.

Damodaran online. *Data: current* [online]. 2016 [cit. 2016-03-30]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Daňový systém ČR. *Finanční správa* [online]. ©2013-2016 [cit. 2016-03-30]. Dostupné z: <http://www.financnisprava.cz/cs/dane-a-pojistne/danovy-system-cr>

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.

E-tržby (EET). *Finanční správa* [online]. ©2013-2016 [cit. 2016-03-30]. Dostupné z: <http://www.financnisprava.cz/cs/financni-sprava/eet>

Inflace, spotřebitelské ceny. *Český statistický úřad* [online]. © 2016 [cit. 2016-03-30]. Dostupné z: [https://www.czso.cz/csu/czso/inflace\\_spotrebitelske\\_ceny](https://www.czso.cz/csu/czso/inflace_spotrebitelske_ceny)



HADRABA, Jaroslav, 2004. *Marketing: produktový mix - tvorba inovací produktů*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 215 s. ISBN 80-86473-89-9.

HDP, národní účty. *Český statistický úřad* [online]. © 2016 [cit. 2016-03-30]. Dostupné z: [https://www.czso.cz/csu/czso/hdp\\_narodni\\_ucty](https://www.czso.cz/csu/czso/hdp_narodni_ucty)

HRDÝ, Milan a Michaela KRECHOVSKÁ, 2009. *Finance podniku*. Vyd. 1. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 179 s. ISBN 978-80-7357-492-5.

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

KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER, 2013. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 236 s. ISBN 978-80-247-4456-8.

MAJDÚCHOVÁ, Helena a Anna NEUMANNOVÁ, 2014. *Podnik a podnikanie*. Druhé prepracované a doplnené vydanie. Bratislava: Sprint 2, 215 s. ISBN 978-80-89710-04-1.

Makroekonomická predikce – leden 2016. *Ministerstvo financí České republiky* [online]. © 2016 [cit. 2016-03-30]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2016/makroekonomicka-predikce-leden-2016-23826>

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

MAŘÍK, Miloš, 1998. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: EKOPRESS, 206 s. ISBN 8086119092.

MAŘÍK, Miloš, 2011a. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

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

*Ministerstvo zemědělství* [online]. © 2009-2015 [cit. 2016-03-30]. Dostupné z: <http://eagri.cz/public/web/mze/ministerstvo-zemedelstvi/>

Obyvatelstvo. *Český statistický úřad* [online]. © 2016 [cit. 2016-03-30]. Dostupné z: [https://www.czso.cz/csu/czso/obyvatelstvo\\_lide](https://www.czso.cz/csu/czso/obyvatelstvo_lide)

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ, 2008. *Podnikové finance: studijní pomůcka pro distanční studium*. Vyd. 4., nezměn. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 293 s. ISBN 978-80-7318-732-3.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ, 2012. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 3. vyd. Praha: Linde, 333 s. ISBN 978-80-7201-872-7.

PINTO, Jerald E et al, 2010. *Equity asset valuation*. Second edition. Hoboken, New Jersey: Wiley, 441 s. CFA institute investment series. ISBN 978-0-470-57143-9.

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

SYNEK, Miloslav a Eva KISLINGEROVÁ, 2015. *Podniková ekonomika*. 6., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck, 526 s. ISBN 978-80-7400-274-8.

Vláda ČR. [online], © 2009-2016. [cit. 2016-03-30]. Dostupné z: <http://www.vlada.cz/>

VOCHOZKA, Marek, 2011. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 1. vyd. Praha: Grada, 246 s. ISBN 978-80-247-3647-1.

VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ, 2012. *Podniková ekonomika*. 1. vyd. Praha: Grada, s. 570. ISBN 978-80-247-4372-1.

VOŘÁČEK, Jiří a Peter SLUNČÍK, 2012. *Podnik a jeho okolí: jak přežít v konkurenčním prostředí*. Vyd. 1. V Praze: C.H. Beck, 173 s. ISBN 978-80-7400-224-3.

Výroční zprávy a interní materiály vybrané společnosti za období 2011-2015

Zemědělství. Český statistický úřad [online]. © 2016 [cit. 2016-03-30]. Dostupné z: [https://www.czso.cz/csu/czso/zemedelstvi\\_zem](https://www.czso.cz/csu/czso/zemedelstvi_zem)

Zpráva o inflaci. ČNB [online], © 2003-2016. [cit. 2015-04-07]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/tiskove\\_zpravy\\_cnb/2016/20160212\\_zoi.html](https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2016/20160212_zoi.html)

**SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK**

APV	Upravená současná hodnota
BÚ	Bankovní úvěr
C	Kapitál
CF	Cash flow
CK	Cizí kapitál
ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČSÚ	Český statistický úřad
DCF	Diskontované cash flow
DDM	Diskontovaný dividendový model
DFM	Dlouhodobý finanční majetek
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
DM	Dlouhodobý majetek
EAT	Čistý zisk
EBT	Zisk před zdaněním
EBIT	Zisk před zdaněním a úroky
EBITDA	Zisk před zdaněním, úroky a odpisy
EET	Elektronická evidence tržeb
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FCFE	Volný peněžní tok pro vlastníky
FCFF	Volný peněžní tok firmy
HDP	Hrubý domácí produkt
K	Kapitál

---

KČV	Kapitalizované čisté výnosy
KFM	Krátkodobý finanční majetek
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
KSM	Komplexní stavebnicové modely
MFČR	Ministerstvo financí České republiky
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
NOA	Čistá operativní aktiva
NOPAT	Čistý provozní zisk po zdanění
$N_{CK}$	Náklady na cizí kapitál
$N_{VK}$	Náklady na vlastní kapitál
OA	Oběžná aktiva
PEST	Analýza politický, ekonomických, sociálních a technologických vlivů
PH	Pokračující hodnota
ROA	Rentabilita aktiv
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROCE	Rentabilita úplatného kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
SWOT	Analýza silných a slabých stránek, příležitostí a hrozeb
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
VZZ	Výkaz zisků a ztrát
WACC	Vážené průměrné náklady kapitálu

**SEZNAM OBRÁZKŮ**

Obr. 1. Vztah objektivizované hodnoty a subjektivního ocenění .....	16
Obr. 2. Analýza vývoje potenciálu podniku .....	27
Obr. 3. Organizační struktura společnosti .....	45
Obr. 4. Vývoj míry inflace.....	47
Obr. 5. Struktura zemědělského odvětví.....	49
Obr. 6. Vývoj ukazatelů rentability v letech 2011-2015.....	66
Obr. 7. Vývoj ukazatelů aktivity v letech 2011-2015.....	67

**SEZNAM TABULEK**

<i>Tab. 1. Výpočet FCFF</i> .....	35
<i>Tab. 2. Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu</i> .....	37
<i>Tab. 3. Výpočet FCFE</i> .....	38
<i>Tab. 4. Vývoj zaměstnanců vybrané společnosti</i> .....	45
<i>Tab. 5. Vybrané makroekonomické ukazatele</i> .....	47
<i>Tab. 6. Údaje relevantního trhu</i> .....	50
<i>Tab. 7. Vývoj průměrné rentability vlastního kapitálu za odvětví</i> .....	51
<i>Tab. 8. Analýza atraktivity trhu</i> .....	52
<i>Tab. 9. Vývoj tržeb relevantního trhu</i> .....	53
<i>Tab. 10. Vývoj tržního podílu vybrané společnosti</i> .....	54
<i>Tab. 11. Zhodnocení konkurenční síly vybrané společnosti</i> .....	55
<i>Tab. 12. Vývoj tržních podílů vybrané společnosti</i> .....	56
<i>Tab. 13. Vývoj tržeb společnosti vybrané společnosti</i> .....	56
<i>Tab. 14. Horizontální analýza majetkové struktury společnosti</i> .....	58
<i>Tab. 15. Vertikální analýza majetkové struktury společnosti</i> .....	59
<i>Tab. 16. Horizontální analýza finanční struktury společnosti</i> .....	60
<i>Tab. 17. Vertikální analýza finanční struktury společnosti</i> .....	60
<i>Tab. 18. Vývoj vybraných položek VZZ</i> .....	62
<i>Tab. 19. Vývoj čistého pracovního kapitálu ve vybrané společnosti</i> .....	63
<i>Tab. 20. Ukazatele zadluženosti společnosti v letech 2011-2015</i> .....	63
<i>Tab. 21. Ukazatele likvidity společnosti v letech 2011-2015</i> .....	64
<i>Tab. 22. Ukazatele rentability společnosti v letech 2011-2015</i> .....	65
<i>Tab. 23. Ukazatele aktivity společnosti během let 2011-2015</i> .....	66
<i>Tab. 24. Výpočet Altmanova Z-skóre společnosti během let 2011-2015</i> .....	67
<i>Tab. 25. Výpočet indexu IN05 společnosti během let 2011-2015</i> .....	68
<i>Tab. 26. SWOT analýza společnosti XY, a. s.</i> .....	70
<i>Tab. 27. Plánované výnosové položky</i> .....	71
<i>Tab. 28. Plánované nákladové položky</i> .....	73
<i>Tab. 29. Plán investic a odpisů dlouhodobého hmotného majetku</i> .....	74
<i>Tab. 30. Plánované položky aktiv</i> .....	75
<i>Tab. 31. Plánované položky pasiv</i> .....	76
<i>Tab. 32. Plán peněžních toků</i> .....	77

<i>Tab. 33. Vybrané ukazatele finanční analýzy .....</i>	<i>78</i>
<i>Tab. 34. Vymezení NOA v letech 2015-2019 (aktivní část rozvahy).....</i>	<i>79</i>
<i>Tab. 35. Vymezení C v letech 2015-2019 (pasivní část rozvahy) .....</i>	<i>80</i>
<i>Tab. 36. Metoda CAPM s využitím odhadu koeficientu <math>\beta</math> metodou analogie .....</i>	<i>82</i>
<i>Tab. 37. Expertní odhad <math>\beta</math> koeficientu .....</i>	<i>83</i>
<i>Tab. 38. Metoda CAPM s využitím expertního odhadu <math>\beta</math> .....</i>	<i>83</i>
<i>Tab. 39. Metoda INFA s rizikovými přírážkami pro konkrétní společnost.....</i>	<i>84</i>
<i>Tab. 40. Náklady na vlastní kapitál podle komplexní stavebnicové metody.....</i>	<i>85</i>
<i>Tab. 41. Náklady na vlastní kapitál .....</i>	<i>85</i>
<i>Tab. 42. Vážené průměrné náklady na kapitál .....</i>	<i>86</i>
<i>Tab. 43. Výpočet hodnoty první fáze metodou DCF .....</i>	<i>87</i>
<i>Tab. 44. Výpočet hodnoty podniku pomocí metody DCF .....</i>	<i>88</i>
<i>Tab. 45. Výpočet hodnoty první fáze metodou EVA .....</i>	<i>89</i>
<i>Tab. 46. Výpočet hodnoty podniku pomocí metody EVA .....</i>	<i>90</i>
<i>Tab. 47. Úprava výsledku hospodaření pro paušální metodu KČV .....</i>	<i>91</i>
<i>Tab. 48. Výpočet hodnoty podniku pomocí paušální metody KČV.....</i>	<i>91</i>
<i>Tab. 49. Citlivostní analýza .....</i>	<i>92</i>

## SEZNAM PŘÍLOH

Příloha P I: Rozvaha vybrané společnosti

Příloha P II: VZZ vybrané společnosti

Příloha P III: Horizontální analýza výnosů a nákladů

Příloha P IV: Vertikální analýza výnosů a nákladů

Příloha P V: Plánovaná rozvaha společnosti vybrané společnosti

Příloha P VI: Plánovaný VZZ vybrané společnosti

Příloha P VII: Plán cash flow vybrané společnosti



## PŘÍLOHA P I: ROZVAHA VYBRANÉ SPOLEČNOSTI

v tis. Kč	2011	2012	2013	2014	2015
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>152 499</b>	<b>143 574</b>	<b>147 892</b>	<b>155 368</b>	<b>157 061</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>102 792</b>	<b>86 295</b>	<b>84 715</b>	<b>91 819</b>	<b>91 819</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	59	6	0	0	0
<i>Jiný dlouhodobý nehmotný majetek</i>	59	6	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	90 488	86 220	84 612	90 317	91 745
<i>Pozemky</i>	8 683	8 937	10 235	11 581	14 388
<i>Stavby</i>	52 855	52 543	52 280	50 687	49 318
<i>Samostatné movité věci</i>	22 260	19 328	17 801	19 484	21 245
<i>Pěstitelské celky trvalých porostů</i>	1 941	1 618	1 332	1 107	882
<i>Dospělá zvířata a jejich skupiny</i>	3 607	3 756	2 964	3 233	3 793
<i>Nedokončený DHM</i>	1 142	38	0	1 225	2 119
<i>Poskytnuté zálohy na DHM</i>	0	0	0	3 000	0
Dlouhodobý finanční majetek	12 245	69	103	73	74
<i>Podíly v ÚJ pod podstatným vlivem</i>	39	39	73	73	74
<i>Ostatní dlouhodobé CP a podíly</i>	12 206	30	30	0	0
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>49 707</b>	<b>57 279</b>	<b>63 006</b>	<b>64 972</b>	<b>65 233</b>
Zásoby	25 973	36 837	38 820	44 470	36 504
<i>Materiál</i>	1 836	2 389	2 581	1 836	1 384
<i>Nedokončená výroba a polotovary</i>	7 506	11 518	14 152	11 806	12 507
<i>Výrobky</i>	8 314	12 817	10 440	18 281	11 175
<i>Mladá a ostatní zvířata</i>	8 317	10 113	11 647	12 547	11 438
Dlouhodobé pohledávky	166	347	347	166	0
<i>Dlouhodobé poskytnuté zálohy</i>	166	166	166	166	0
<i>Jiné pohledávky</i>	0	181	181	0	0
Krátkodobé pohledávky	22 499	19 798	23 642	20 209	28 427
<i>Pohledávky z obchodních vztahů</i>	7 516	5 698	8 324	5 371	4 483
<i>Pohledávky - ovládaná/ovládající os.</i>	0	16	5 404	12 539	9 779
<i>Stát - daňové pohledávky</i>	2 209	716	5 562	1 401	5 649
<i>Krátkodobé poskytnuté zálohy</i>	132	106	3 216	5	164
<i>Dohadné účty aktivní</i>	10 971	1 079	1 121	878	6 337
<i>Jiné pohledávky</i>	1 671	12 183	15	15	2 015
Krátkodobý finanční majetek	1 069	297	197	127	302
<i>Peníze</i>	113	229	79	127	302
<i>Účty v bankách</i>	956	68	118	0	0
<b>Časové rozlišení</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>171</b>	<b>6</b>	<b>9</b>
<i>Náklady příštích období</i>	0	0	0	6	6
<i>Příjmy příštích období</i>	0	0	171	0	3

(v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>152 499</b>	<b>143 574</b>	<b>147 892</b>	<b>155 368</b>	<b>157 061</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>128 718</b>	<b>129 555</b>	<b>134 875</b>	<b>141 945</b>	<b>145 769</b>
Základní kapitál	120 468	120 468	120 468	120 468	120 468
Fondy ze zisku	1 384	1 567	1 706	1 822	1 978
<i>Rezervní fond</i>	<i>1 177</i>	<i>1 376</i>	<i>1 419</i>	<i>1 419</i>	<i>1 419</i>
<i>Statutární a ostatní fondy</i>	<i>207</i>	<i>191</i>	<i>287</i>	<i>403</i>	<i>559</i>
Výsledek hospodaření minulých let	2 884	6 666	7 327	12 502	18 805
<i>Nerozdělený zisk minulých let</i>	<i>2 884</i>	<i>6 666</i>	<i>7 327</i>	<i>12 502</i>	<i>18 805</i>
<i>Neuhrazená ztráta minulých let</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Výsledek hospodaření účetního období	3 982	854	5 374	6 553	4 518
<b>Cizí zdroje</b>	<b>23 781</b>	<b>14 019</b>	<b>13 017</b>	<b>14 023</b>	<b>11 292</b>
Rezervy	594	1 116	1 253	1 161	857
<i>Rezervy podle zvláštních právních předpisů</i>	<i>594</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Ostatní rezervy</i>	<i>0</i>	<i>1 116</i>	<i>1 253</i>	<i>1 161</i>	<i>857</i>
Dlouhodobé závazky	3 570	3 421	3 436	3 944	4 318
<i>Závazky z obchodních vztahů</i>	<i>0</i>	<i>22</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Jiné závazky</i>	<i>639</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Odložený daňový závazek</i>	<i>2 931</i>	<i>3 399</i>	<i>3 436</i>	<i>3 944</i>	<i>4 318</i>
Krátkodobé závazky	9 300	8 101	8 328	8 918	6 117
<i>Závazky z obchodních vztahů</i>	<i>7 381</i>	<i>3 515</i>	<i>5 174</i>	<i>6 489</i>	<i>3 441</i>
<i>Závazky ovládaná/ovládající osoba</i>	<i>0</i>	<i>2 737</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Závazky k zaměstnancům</i>	<i>792</i>	<i>589</i>	<i>812</i>	<i>879</i>	<i>701</i>
<i>Závazky ze SP a ZP</i>	<i>424</i>	<i>327</i>	<i>489</i>	<i>459</i>	<i>421</i>
<i>Stát - daňové závazky a dotace</i>	<i>136</i>	<i>149</i>	<i>1 256</i>	<i>502</i>	<i>210</i>
<i>Dohadné účty pasivní</i>	<i>567</i>	<i>740</i>	<i>525</i>	<i>546</i>	<i>1 303</i>
<i>Jiné závazky</i>	<i>0</i>	<i>44</i>	<i>47</i>	<i>43</i>	<i>41</i>
Bankovní úvěry	10 317	1 381	0	0	0
· <i>dlouhodobé</i>	<i>5 317</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
· <i>krátkodobé</i>	<i>5 000</i>	<i>1 381</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<b>Časové rozlišení pasiv</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

## PŘÍLOHA P II: VZZ SPOLEČNOSTI VYBRANÉ SPOLEČNOSTI

(v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby za prodej zboží	0	0	2 915	7	0
Náklady na zboží	0	0	2 744	7	0
<b>Obchodní marže</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>171</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Výkony	66 353	65 109	74 744	77 741	69 499
-Tržby za vlastní výrobky a služby	58 755	52 866	70 503	68 579	73 100
-Změna stavu zásob	7 598	9 954	1 791	6 395	-7 514
-Aktivace	0	2 289	2 450	2 767	3 913
Výkonová spotřeba	48 005	47 539	55 138	56 138	51 981
Spotřeba materiálu a energie	32 680	34 309	37 253	38 486	35 480
Služby	15 325	13 230	17 885	17 652	16 501
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>18 348</b>	<b>17 570</b>	<b>19 777</b>	<b>21 603</b>	<b>17 518</b>
Osobní náklady	13 967	14 727	15 440	16 061	15 651
Mzdové náklady	9 852	10 430	11 053	11 030	10 329
Odměny členů orgánů a obch. korporace	294	196	126	669	950
Náklady na SP a ZP	3 396	3 655	3 779	3 835	3 835
Sociální náklady	425	446	482	527	537
Daně a poplatky	850	639	624	599	633
Odpisy DHM a DNM	8 280	9 164	8 770	7 784	8 716
Tržby z prodeje DM a mat.	4 175	3 237	7 133	4 477	5 289
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	2 360	920	2 291	2 563	2 892
Tržby z prodeje materiálu	1 815	2 317	4 842	1 914	2 397
ZC prodaného DM a materiálu	3 756	2 789	5 532	2 991	3 480
ZC prodaného dlouhodobého majetku	2 053	442	1 302	1 122	1 136
Prodaný materiál	1 703	2 347	4 230	1 869	2 344
Změna stavu rezerv a opravných položek	687	2 656	337	-1 334	-303
Ostatní provozní výnosy	13 092	12 322	15 561	10 887	12 606
Ostatní provozní náklady	2 479	1 402	5 105	2 788	1 770
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b></b>	<b>1 752</b>	<b>6 663</b>	<b>8 078</b>	<b>5 466</b>
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	12 175	0	0	0
Prodané cenné papíry a podíly	0	12 176	0	0	0
Výnosy z dlouhodobého fin. majetku	297	0	35	1	0
Výnosy z podílů v ovládaných osobách	297	0	35	1	0
Výnosové úroky	2	21	32	33	118
Nákladové úroky	524	251	87	2	1
Ostatní finanční náklady	393	98	71	60	53
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-618</b>	<b>-329</b>	<b>-91</b>	<b>-28</b>	<b>64</b>
Daň z příjmů za běžnou činnost	996	569	1 198	1 497	1 012
• splatná	0	102	1 160	990	638
• odložená	996	467	38	507	374
<b>VH za běžnou činnost</b>	<b>3 982</b>	<b>5 374</b>	<b>854</b>	<b>6 553</b>	<b>4 518</b>
<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	<b>3 982</b>	<b>5 374</b>	<b>854</b>	<b>6 553</b>	<b>4 518</b>
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>4 978</b>	<b>6 572</b>	<b>1 423</b>	<b>8 050</b>	<b>5 530</b>

### PŘÍLOHA P III: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA VÝNOSŮ A NÁKLADŮ

	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015
Tržby za prodej zboží	0,00%	0,00%	-99,76%	-100,00%
<b>Výkony</b>	<b>-1,87%</b>	<b>14,80%</b>	<b>4,01%</b>	<b>-10,60%</b>
<i>Tržby za vlastní výrobky a služby</i>	-10,02%	33,36%	-2,73%	6,59%
<i>-Změna stavu zásob</i>	31,01%	-82,01%	257,06%	-217,50%
<i>-Aktivace</i>	0,00%	7,03%	12,94%	41,42%
Tržby z prodeje DM a mat.	-22,47%	120,36%	-37,24%	18,14%
Ostatní provozní výnosy	-5,88%	26,29%	-30,04%	15,79%
Tržby z prodeje CP	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Výnosy z DFM	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Výnosové úroky	950,00%	52,38%	3,13%	257,58%
Ostatní finanční výnosy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Mimořádné výnosy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>VÝNOSY</b>	<b>10,66%</b>	<b>8,14%</b>	<b>-7,24%</b>	<b>-6,05%</b>

	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015
Náklady na zboží	0,00%	0,00%	-99,74%	-100,00%
<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>-0,97%</b>	<b>15,98%</b>	<b>1,81%</b>	<b>-7,40%</b>
<i>Spotřeba materiálu a energie</i>	4,98%	8,58%	3,31%	-7,81%
<i>Služby</i>	-13,67%	35,19%	-1,30%	-6,52%
Osobní náklady	5,44%	4,84%	4,02%	-2,55%
Daně a poplatky	-24,82%	-2,35%	-4,01%	5,68%
Odpisy DHM a DNM	10,68%	-4,30%	-11,24%	11,97%
ZC prodaného DM a mat.	-25,75%	98,35%	-45,93%	16,35%
Změna stavu rezerv a OP	286,61%	-87,31%	-495,85%	-77,29%
Ostatní provozní náklady	-43,44%	264,12%	-45,39%	-36,51%
Prodané CP	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Nákladové úroky	-52,10%	-65,34%	-97,70%	-50,00%
Ostatní finanční náklady	-75,06%	-27,55%	-15,49%	0,00%
Daň z příjmů	-42,87%	110,54%	24,96%	-32,40%
Mimořádné náklady	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Náklady</b>	<b>15,10%</b>	<b>3,30%</b>	<b>-8,89%</b>	<b>-4,16%</b>

## PŘÍLOHA P IV: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA VÝNOSŮ A NÁKLADŮ

	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby za prodej zboží	0,00%	0,00%	2,90%	0,01%	0,00%
<b>Výkony</b>	<b>79,07%</b>	<b>70,11%</b>	<b>74,43%</b>	<b>83,46%</b>	<b>79,42%</b>
-Tržby za výrobky a služby	70,01%	56,93%	70,21%	73,63%	83,53%
-Změna stavu zásob	9,05%	10,72%	1,78%	6,87%	-8,59%
-Aktivace	0,00%	2,46%	2,44%	2,97%	4,47%
Tržby z prodeje DM a mat.	4,98%	3,49%	7,10%	4,81%	6,04%
Ostatní provozní výnosy	15,60%	13,27%	15,50%	11,69%	14,40%
Tržby z prodeje CP	0,00%	13,11%	0,00%	0,00%	0,00%
Výnosy z DFM	0,35%	0,00%	0,03%	0,00%	0,00%
Výnosové úroky	0,00%	0,02%	0,03%	0,04%	0,13%
Ostatní finanční výnosy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Mimořádné výnosy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>VÝNOSY</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

	2011	2012	2013	2014	2015
Náklady na zboží	0,00%	0,00%	2,89%	0,01%	0,00%
<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>60,05%</b>	<b>51,67%</b>	<b>58,01%</b>	<b>64,83%</b>	<b>62,63%</b>
<i>Spotřeba materiálu a energie</i>	40,88%	37,29%	39,19%	44,44%	42,75%
<i>Služby</i>	19,17%	14,38%	18,82%	20,39%	19,88%
Osobní náklady	17,47%	16,01%	16,24%	18,55%	18,86%
Daně a poplatky	1,06%	0,69%	0,66%	0,69%	0,76%
Odpisy DHM a DNM	10,36%	9,96%	9,23%	8,99%	10,50%
ZC prodaného DM a mat.	4,70%	3,03%	5,82%	3,45%	4,19%
Změna stavu rezerv a OP	0,86%	2,89%	0,35%	-1,54%	-0,37%
Ostatní provozní náklady	3,10%	1,52%	5,37%	3,22%	2,13%
Prodané CP	0,00%	13,23%	0,00%	0,00%	0,00%
Nákladové úroky	0,66%	0,27%	0,09%	0,00%	0,00%
Ostatní finanční náklady	0,49%	0,11%	0,07%	0,07%	0,06%
Daň z příjmů	1,25%	0,62%	1,26%	1,73%	1,22%
Mimořádné náklady	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Náklady</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

## PŘÍLOHA P V: PLÁNOVANÁ ROZVAHA VYBRANÉ SPOLEČNOSTI

v tis. Kč	2016	2017	2018	2019
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>164 526</b>	<b>168 821</b>	<b>173 485</b>	<b>177 915</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>94 503</b>	<b>93 837</b>	<b>87 571</b>	<b>83 598</b>
DNM	0	0	0	0
DHM	94 429	93 763	87 497	83 524
<i>Pozemky</i>	14 388	14 388	14 388	14 388
<i>Stavby</i>	47 950	46 582	45 214	43 846
<i>SMV</i>	26 545	26 295	23 570	21 145
<i>Pěstitelské celky trvalých porostů</i>	657	432	227	1 900
<i>Dospělá zvířata a jejich skupiny</i>	2 770	3 947	1 999	126
<i>Nedokončený DHM</i>	2 119	2 119	2 119	2 119
DFM	74	74	74	74
<i>Podíly v ÚJ pod podstatným vlivem</i>	74	74	74	74
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>70 014</b>	<b>74 975</b>	<b>85 905</b>	<b>94 308</b>
Zásoby	37 759	37 993	38 118	38 312
<i>Materiál</i>	1 391	1 400	1 404	1 412
<i>Nedokončená výroba a polotovary</i>	12 321	12 398	12 439	12 502
<i>Výrobky</i>	10 930	10 998	11 034	11 090
<i>Mladá a ostatní zvířata</i>	13 117	13 197	13 241	13 308
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	28 816	28 995	29 090	29 238
KFM	3 439	7 987	18 697	26 758
<i>Peníze</i>	39	87	97	58
<i>Účty v bankách</i>	3 400	7 900	18 600	26 700
<b>Časové rozlišení</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>
<i>Náklady příštích období</i>	6	6	6	6
<i>Příjmy příštích období</i>	3	3	3	3

(v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
<b>PASIVA</b>	<b>164 526</b>	<b>168 821</b>	<b>173 485</b>	<b>177 915</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>151 402</b>	<b>155 647</b>	<b>160 285</b>	<b>164 674</b>
Základní kapitál	120 468	120 468	120 468	120 468
Fondy ze zisku	1 978	1 978	1 978	1 978
<i>Rezervní fond</i>	<i>1 419</i>	<i>1 419</i>	<i>1 419</i>	<i>1 419</i>
<i>Statutární a ostatní fondy</i>	<i>559</i>	<i>559</i>	<i>559</i>	<i>559</i>
VH minulých let	23 323	28 956	33 201	37 839
<i>Nerozdělený zisk minulých let</i>	<i>23 323</i>	<i>28 956</i>	<i>33 201</i>	<i>37 839</i>
<i>Neuhrazená ztráta minulých let</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
VH účetního období	5 633	4 245	4 638	4 389
<b>Cizí zdroje</b>	<b>13 124</b>	<b>13 174</b>	<b>13 200</b>	<b>13 241</b>
Rezervy	857	857	857	857
<i>Ostatní rezervy</i>	<i>857</i>	<i>857</i>	<i>857</i>	<i>857</i>
Dlouhodobé závazky	4 318	4 318	4 318	4 318
Krátkodobé závazky	7 949	7 999	8 025	8 066
<i>Závazky z obchodních vztahů</i>	<i>5 202</i>	<i>5 245</i>	<i>5 267</i>	<i>5 302</i>
<i>Závazky k zaměstnancům</i>	<i>795</i>	<i>800</i>	<i>803</i>	<i>807</i>
<i>Závazky ze SP a ZP</i>	<i>398</i>	<i>400</i>	<i>401</i>	<i>403</i>
<i>Stát - daňové závazky a dotace</i>	<i>210</i>	<i>210</i>	<i>210</i>	<i>210</i>
<i>Dohadné účty pasivní</i>	<i>1 303</i>	<i>1 303</i>	<i>1 303</i>	<i>1 303</i>
<i>Jiné závazky</i>	<i>41</i>	<i>41</i>	<i>41</i>	<i>41</i>
Bankovní úvěry	0	0	0	0
· <i>dlouhodobé</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
· <i>krátkodobé</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<b>Časové rozlišení pasiv</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

## PŘÍLOHA P VI: PLÁN VZZ VYBRANÉ SPOLEČNOSTI

(v tis. Kč)	2 016	2 017	2 018	2 019
Tržby za prodej zboží	0	0	0	0
Náklady na zboží	0	0	0	0
<b>Obchodní marže</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Výkony	71 876	77 140	82 205	87 430
<i>Tržby za vlastní výrobky a služby</i>	<i>71 543</i>	<i>71 987</i>	<i>72 224</i>	<i>72 592</i>
<i>-Změna stavu zásob</i>	<i>-2 743</i>	<i>2 058</i>	<i>6 875</i>	<i>11 716</i>
<i>-Aktivace</i>	<i>3 076</i>	<i>3 095</i>	<i>3 106</i>	<i>3 122</i>
Výkonová spotřeba	52 470	56 312	60 010	63 824
<i>Spotřeba materiálu a energie</i>	<i>35 680</i>	<i>38 292</i>	<i>40 807</i>	<i>43 400</i>
<i>Služby</i>	<i>16 790</i>	<i>18 020</i>	<i>19 203</i>	<i>20 424</i>
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>19 406</b>	<b>20 828</b>	<b>22 195</b>	<b>23 606</b>
Osobní náklady	16 248	16 114	15 942	16 022
<i>Mzdové náklady</i>	<i>11 005</i>	<i>10 897</i>	<i>10 762</i>	<i>10 814</i>
<i>Odměny členů orgánů a obchodní korporace</i>	<i>950</i>	<i>950</i>	<i>950</i>	<i>950</i>
<i>Náklady na SP a ZP</i>	<i>3 742</i>	<i>3 705</i>	<i>3 659</i>	<i>3 677</i>
<i>Sociální náklady</i>	<i>551</i>	<i>562</i>	<i>571</i>	<i>581</i>
Daně a poplatky	608	612	614	617
Odpisy DHM a DNM	9 316	12 666	13 766	15 473
Tržby z prodeje DM a mat.	4 900	4 900	4 900	4 900
<i>Tržby z prodeje dlouhodobého majetku</i>	<i>2 900</i>	<i>2 900</i>	<i>2 900</i>	<i>2 900</i>
<i>Tržby z prodeje materiálu</i>	<i>2 000</i>	<i>2 000</i>	<i>2 000</i>	<i>2 000</i>
ZC prodaného DM a materiálu	4 000	4 000	4 000	4 000
<i>ZC prodaného dlouhodobého majetku</i>	<i>2 300</i>	<i>2 300</i>	<i>2 300</i>	<i>2 300</i>
<i>Prodáný materiál</i>	<i>1 700</i>	<i>1 700</i>	<i>1 700</i>	<i>1 700</i>
Ostatní provozní výnosy	14 309	14 397	14 445	14 518
Ostatní provozní náklady	1 486	1 497	1 503	1 512
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>6 957</b>	<b>5 236</b>	<b>5 715</b>	<b>5 400</b>
Výnosové úroky	50	54	58	62
Nákladové úroky	2	2	3	3
Ostatní finanční náklady	50	47	44	41
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-2</b>	<b>5</b>	<b>11</b>	<b>18</b>
Daň z příjmů za běžnou činnost	1 322	996	1 088	1 029
<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>5 633</b>	<b>4 245</b>	<b>4 638</b>	<b>4 389</b>
<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	<b>5 633</b>	<b>4 245</b>	<b>4 638</b>	<b>4 389</b>
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>6 955</b>	<b>5 241</b>	<b>5 726</b>	<b>5 418</b>



## PŘÍLOHA P VII: PLÁN CASH FLOW VYBRANÉ SPOLEČNOSTI

(v tis. Kč)	2015	2016	2017	2018	2019
<b>PS peněžních prostředků</b>	<b>127</b>	<b>302</b>	<b>3 439</b>	<b>7 987</b>	<b>18 697</b>
<b>Peněžní tok z běžné činnosti</b>					
Výsledek hospodaření	5 530	5 633	4 245	4 638	4 389
Úpravy o nepeněžní operace	9 483	9 316	12 666	13 766	15 473
Odpisy aktiv	9 483	9 316	12 666	13 766	15 743
Změna stavu rezerv a OP	0	0	0	0	0
Úpravy oběžných aktiv	-5 733	188	-363	-194	-301
Změna stavu pohledávek	-10 408	-389	-179	-95	-194
Změna stavu časového rozlišení	-1 415	0	0	0	0
Změna stavu krátkodobých závazků	-1 876	1 832	50	26	41
Změna stavu zásob	7 966	-1 255	-234	-125	-148
Peněžní tok z provozní činnosti celkem	9 280	15 137	16 548	18 210	19 561
<b>Investiční činnost</b>					
Nabytí DHM	-11 772	-12 000	-12 000	-7 500	-11 500
Peněžní tok z investiční činnosti celkem	-11 772	-12 000	-12 000	-7 500	-11 500
<b>Finanční činnost</b>					
Změna dlouhodobých závazků	0	0	0	0	0
Změna bankovních úvěrů	0	0	0	0	0
Peněžní tok z finanční činnosti celkem	2 667	0	0	0	0
Peněžní tok celkem	175	3 137	4 548	10 710	8 061
<b>KS peněžních prostředků</b>	<b>302</b>	<b>3 439</b>	<b>7 987</b>	<b>18 697</b>	<b>26 758</b>