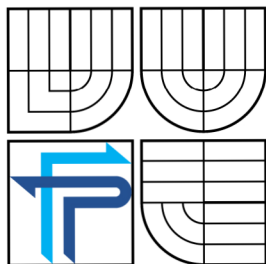


VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



**FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV EKONOMIKY**

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUT OF ECONOMICS

STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU

VALUE ESTIMATING OF COMPANY

DIPLOMOVÁ PRÁCE
MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE
AUTHOR

Bc. ALEŠ KVÍČALA

VEDOUCÍ PRÁCE
SUPERVISOR

doc. Ing. MÁRIA REŽŇÁKOVÁ CSc.

BRNO 2009

Čestné prohlášení

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

V Brně, dne 1. května 2009

.....

Podpis

KVÍČALA, A. *Stanovení hodnoty podniku*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2009. 73s. Vedoucí diplomové práce doc. Ing. Mária Režňáková, CSc.

Poděkování

Děkuji doc. Ing. Márii Režňákové, CSc. a managementu společnosti ZZN Pomoraví, a.s. za poskytnutou odbornou pomoc při vypracování této diplomové práce.

Anotace:

Tato diplomová práce je zaměřena na ocenění podniku ZZN Pomoraví, a.s.. Teoretická část práce obsahuje základní přístupy k oceňování podniku a popisuje jednotlivé metody používané při stanovení hodnoty podniku. Praktická část diplomové práce se věnuje ocenění vybraného podniku na základě předem vypracované strategické analýzy a finanční analýzy.

Klíčová slova: Oceňování, strategická analýza, diskontované cash flow

Annotation:

This dissertation is focused on assessment of ZZN Pomoraví company. The theoretical part of the thesis discusses the basic approaches of assessing a company and describes particular methods used in this process. The practical part of the thesis deals with the assessment of the particular company based on previous strategic and financial analysis.

Key words: Evaluation, strategy analysis, discounted cash flow

Obsah:

1 Úvod	9
2 Cíle práce a metody zpracování	10
3 Teoretická východiska práce	11
3.1 Podnik jako předmět ocenění	11
3.2 Důvody ocenění podniku	11
3.3 Postup při oceňování podniku	12
3.4 Sběr vstupních dat	14
3.5 Strategická analýza	15
3.5.1 Účel strategické analýzy	16
3.5.2 Postup strategické analýzy	16
3.5.3 Analýza vnějšího potenciálu	16
3.5.4 Analýza konkurenční síly oceňovaného podniku	18
3.5.5 Odvození závěrů k perspektivnost podniku a prognózy tržeb	19
3.6 Analýza finančního zdraví podniku	20
3.6.1 Zdroje dat pro finanční analýzu	21
3.6.2 Ukazatele používané ve finanční analýze	21
3.7.3 Analýza poměrových ukazatelů	22
3.7 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná	26
3.8 Analýza a prognóza generátorů hodnoty	27
3.9 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty	27
3.10 Sestavení finančního plánu	28
3.11 Metody ocenění podniku	28
3.11.1 Výnosové metody (ocenění na základě analýzy výnosů)	28
3.11.1.1 Metody diskontovaného čistého cash flow (DCF).....	28
3.11.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	34
3.11.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty	34
3.11.2 Metody založené na analýze trhu	37
3.11.2.1 Přímé ocenění z dat kapitálového trhu	37

3.11.2.2 Ocenění metodou tržního porovnání.....	37
3.11.3 Ocenění na základě analýzy majetku	38
3.11.3.1 Likvidační metoda.....	38
3.11.3.2 Majetkové ocenění za předpokladu pokračování podniku.....	39
4 Analýza problému a současné situace	40
4.1 Charakteristika společnosti.....	40
4.1.1 Základní údaje o společnosti.....	40
4.1.2 Účel a hodnota ocenění	41
4.2 Strategická analýza.....	41
4.2.1 Odhad velikosti relevantního trhu	41
4.2.2 Analýza atraktivity trhu.....	42
4.2.3 Odhad vývoje trhu	42
4.2.4 Analýza konkurenční síly.....	44
4.2.4.1 Identifikace hlavních konkurentů.....	44
4.2.4.2 Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly.....	45
4.2.5 Hodnocení perspektivnosti podniku.....	48
4.2.6 Prognóza tržeb.....	48
4.3 Finanční analýza	50
4.3.1 Analýza absolutních ukazatelů.....	50
4.3.2 Analýza poměrových ukazatelů	52
4.3.3 Hodnocení finanční analýzy.....	54
4.4 Finanční plán.....	54
4.4.1 Plán výkazu zisku a ztrát.....	54
4.4.2 Investiční plán	56
4.4.3 Plánovaná rozvaha	57
4.4.4. Plán Cash Flow	58
4.4.5 Plán provozně nutného kapitálu	59
4.4.6 Finanční analýza plánu.....	60
5 Návrh ocenění	62

5.1. Výpočet volného cash – flow	62
5.2 Výpočet diskontní míry (WACC)	62
5.2.1 Náklady vlastního kapitálu.....	63
5.2.2 Náklady cizích zdrojů	66
5.2.3 Výpočet WACC	66
5.3 Očekávaný vývoj během druhé fáze.....	66
5.4 Výpočet výsledné hodnoty podniku.....	67
5.4.1 První fáze	67
5.4.2 Druhá fáze	68
5.4.3 Výsledná hodnota podniku.....	68
6. Závěr.....	70
7. Seznam použité literatury.....	71
7 Seznam tabulek.....	72
8. Přílohy	73

1 Úvod

Oceňování podniku je problematikou, která je velice aktuální, vzhledem k častým požadavkům znát kromě účetní hodnoty aktiv také hodnotu tržní.

Výsledkem procesu oceňování je objektivizovaná hodnota, která poskytuje důležitou informaci pro vlastníky, investory a věřitele, čili pro všechny kdo podstupují riziko při investování finančních prostředků, právě pro ně může být tržní hodnota ocenění významným hlediskem při rozhodování o investici.

Oceňování je však komplexní a časově náročný proces, který klade na odhadce vysoké nároky. Odborní odhadci totiž musejí být nejenom seznámeni s fungováním podniku, který oceňují, ale musejí mít všeobecný přehled o ekonomických podmínkách v zemi a i o situaci v jednotlivých odvětvích. Znalec je tedy postaven před náročný úkol, jelikož žádná objektivní a nezávislá hodnota neexistuje. Proces oceňování je tedy vždy ovlivněn účelem ocenění, dostupností potřebných údajů, pravdivostí vstupních údajů a subjektivním postojem oceňovatele.

V současné teorii existuje celá řada metod, které může znalec pro výpočet hodnoty podniku použít. Vzhledem ke skutečnosti, že v České republice neexistuje závazný standard na oceňování majetku, závisí výběr metodiky na uvážení oceňovatele, který se obvykle řídí účelem ocenění. Kvůli absenci závazného či dokonce univerzálního postupu je tedy možné, že dva nezávislí oceňovatelé mohou dojít k mírně odlišným závěrům.

2 Cíle práce a metody zpracování

Cílem této diplomové práce je na základě výsledků strategické analýzy vybrat vhodnou metodu a navrhnout ocenění společnosti ZZN POMORAVÍ a.s. k 31.12.2008. Tržní hodnota společnosti bude stanovena pro vnitřní potřeby managementu.

Diplomová práce vychází z teoretických poznatků významných autorů, kteří se problematice oceňování věnují. Jedná se především o profesora Maříka z Vysoké školy ekonomické v Praze a profesora Damodarana z New Yorkské university. Jsou zde popsány důvody a postup při oceňování podniku. Součástí je také popis strategické analýzy, finanční analýzy a metod používaných pro oceňování podniku.

Druhá část práce je zaměřena na strategickou a finanční analýzu společnosti, která především hodnotí dlouhodobou perspektivu společnosti, finanční zdraví společnosti a schopnost tvořit hodnotu. Na základě těchto analýz je sestaven finanční plán na několik let dopředu.

V závěrečné části je provedeno samotné ocenění společnosti pomocí výnosové metody DCF entity, které stanoví tržní hodnotu podniku.

3 Teoretická východiska práce

3.1 Podnik jako předmět ocenění

Podnik lze charakterizovat jako „Soubor hmotných jakož i nehmotných složek podnikání. Podnik tvoří věci, majetková práva, nehmotná práva (obchodní jméno, pověst a postavení na trhu, know how apod.) a osobní složky (struktura a kvalifikace zaměstnanců), které patří podnikateli a slouží k provozování jeho podnikatelské činnosti, nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik může být předmětem prodeje a koupě, pronájmu, může být použit jako vklad společníků do obchodní společnosti.“ [1]

Podnik také můžeme chápat z různých hledisek jako:

- subjekt, který umožňuje dodavatelům prodej surovin a materiálu a zákazníkům nákup zboží či služeb
- účelově sestavenou skupinu lidí, kteří na základě svých odborných zkušeností zabezpečují za odměnu chod podniku
- účelově sestavenou konfiguraci strojů, zařízení a objektů, vytvářející podmínky pro chod podniku [1]

3.2 Důvody ocenění podniku

Ocenění samo o sobě je službou, kterou zákazník objednává, protože mu přináší nějaký užitek. Tento užitek může mít různou povahu podle potřeb objednatele a cílů, kterým má ocenění sloužit. Proto rozlišujeme ocenění, které vychází z různých podnětů a mohou sloužit k různým účelům.

Smyslem uvedeného výčtu je shrnout důvody pro oceňování. Především je však nezbytné si uvědomit, že různé podněty jsou i různým zadáním pro oceňovatele. Různá zadání mohou vyžadovat různé metody a povedou k různým výsledkům. [2]

V první řadě budeme rozlišovat, zda ocenění souvisí se změnou vlastnictví podniku, nebo nikoliv:

a) Ocenění související s vlastnickými změnami, například:

- koupě a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji podniku,
- nepeněžitý vklad do obchodní společnosti,

- ocenění v souvislosti s fúzí,
- ocenění v souvislosti s rozdělením společnosti
- ocenění v souvislosti s nabídkou na převzetí (dobrovolnou nabídkou na převzetí, nebo povinnou nabídkou při ovládnutí cílové společnosti)
- ocenění v souvislosti s nabídkou na odkoupení účastnických cenných papírů (squeeze-out čili vytěsnění)
- přijetí obchodního podílu na úhradu dluhu.

b) Ocenění pro případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám, například:

- změna právní formy společnosti
- ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru (při poskytování úvěru by bylo často žádoucí vycházet nejen z účetního pohledu na majetek a závazky, ale zpracovat i reálné ocenění),
- ocenění v souvislosti se sanací podniku (z hlediska finančního je podnik vhodné sanovat především tehdy, když je likvidační hodnota podniku nižší, než hodnota podniku po sanaci snížená o další nutné kapitálové vklady). [2]

Další ocenění může vyplývat z toho, zda jde o ocenění v souvislosti s transakcí typu nákup a prodej, kde cena za podíly na vlastním kapitálu podniku je placena v hotovosti, a nebo ocenění směřující ke stanovení výměnného poměru akcií, který by měl být „vhodný a odůvodněný“ (§220a, odst. 5 OZ).

V každém případě by u každého ocenění mělo být jasně řečeno, z jakého podnětu vzniklo, o jakou kategorii se jedná, jaká úroveň hodnoty má být určena a k jakému datu hodnota platí. [2]

3.3 Postup při oceňování podniku

1) Vymezení zadání práce

Jedním ze zásadních problémů na počátku práce je vymezení účelu, pro který se ocenění zpracovává. Cíl práce se pak stává vodítkem pro výběr modelů, se kterými se následně pracuje.

2) Vytvoření pracovního týmu

Pracovní tým, podílející se na zpracování ocenění podniku, by měl být složen z vedoucího týmu, který řídí práce na ocenění, dále ze specialistů a asistentů. Ti podle pokynů vedoucího týmu řeší zadané úkoly. Důležitá je i účast zástupců vrcholového

vedení oceňované firmy, protože jsou významnými dodavateli informací a dat z podniku.

3) Plán práce

Práce týmu se řídí časovým harmonogramem, který je stanoven již v na počátku práce. Základním východiskem pro sestavení plánu je konečný termín, ve kterém je potřeba znát výsledky ocenění.

4) Sběr vnějších a vnitřních informací

Pro kvalitní ocenění je nezbytné mít k dispozici množství informací. Na jedné straně jsou to interní informace z podniku, jejichž rozsah je značný a pokrývá téměř celé dění v podniku. Na straně druhé jsou to externí informace z prostředí, ve kterém firma funguje, tzn. makroprostředí a mikroprostředí (odvětví), do kterého podnik náleží.

5) Analýza dat

Analytická fáze následuje po fázi shromažďování dat. Zahrnuje analýzu makroekonomickou, analýzu odvětví a finanční analýzu podniku. Pokud bude při oceňování použito výnosových metod, které využívají informace o budoucnosti, je nezbytné provést i analýzu podnikatelského plánu.

6) Výběr metod ve vazbě na cíl práce

Jak již bylo řečeno, výběr metod ocenění je přímo závislý na účelu ocenění.

7) Analýza ocenění

Pomocí vybraných metod se zjišťuje tržní hodnota firmy. Je vhodné, aby bylo aplikováno více modelů, tím bude zajištěna správnost a hodnověrnost výsledků.

8) Syntéza výsledků

Ze zjištěných hodnot je třeba na závěr provést syntézu a formulovat závěr.

9) Závěr

K určitému datu je stanovena hodnota podniku. Uvedení data ocenění je velice důležité. Pokud by chtěl někdo tento výsledek později použít, nelze ho prostě jen převzít. Musí vzít v úvahu, za jakých předpokladů bylo ocenění zpracováno a zjistit, jestli se v podniku nebo v rámci celé ekonomiky nezměnily některé skutečnosti natolik, že je nutné výpočet přepracovat. Výsledek ocenění je tedy časově omezený. (Kislingerová 2001)

3.4 Sběr vstupních dat

Ocenění je především otázkou přiměřených vstupních dat. Pro účely praktického postupu bude účelné pro začátek shrnout nejdůležitější potřebná data. Můžeme je rozdělit do následujících skupin. [2]

1. Základní data o podniku

- a) data identifikující podnik
- b) název, právní forma, IČ
- c) předmět podnikání (v naší praxi se často používá třídění OKEČ)
- d) rozdělení majetkových podílů
- e) základní řídicí struktura podniku
- f) informace o historii podniku

2. Ekonomická data

- a) účetní výkazy za poslední období
- b) výroční zprávy
- c) zprávy auditorů
- d) podnikové plány (pokud existují)

3. Relevantní trh

- a) vymezení trhu, na kterém se oceňovaný podnik pohybuje, velikost a vývoj tohoto trhu (časové řady v Kč a v hmotných jednotkách)
- b) segmentace trhu
- c) faktory atraktivity relevantního trhu
- d) faktory vývoje trhu

4) Konkurenční struktura relevantního trhu

- a) hlavní přímí konkurenti a data o nich
- b) možné substituty výrobků nebo produktů oceňovaného podniku
- c) bariéry vstupu do odvětví
- d) poměr sil oceňovaného podniku k dodavatelům a odběratelům

5) Odbyt a marketing

- a) data o struktuře odbytu v časových řadách z hlediska
 - struktury výrobků
 - struktury odběratelů

- územní struktury
- b) hlavní produkty, jejich hodnocení a srovnání s konkurencí
- c) ceny, cenová politika, porovnání cen s konkurencí
- d) hlavní odbytové cesty a jejich hodnocení
- e) reklama, velikost a struktura výdajů, srovnání výdajů na reklamu s konkurencí
- f) výzkum a vývoj, hlavní výsledky, výdaje na výzkum a vývoj, srovnání s konkurencí (informace od vedení podniku)

6) Výroba a dodavatelé

- a) řízení kvality, certifikáty kvality
- b) charakter výroby, úroveň technologie
- c) kapacity a jejich využití
- d) stav dlouhodobého majetku, investice prováděné v minulosti, investice prováděné a investiční plány do budoucnosti, obnova, modernizace, rozšíření, to vše s důrazem na dlouhodobé výhledy
- e) dodavatelé- struktura dodávek a dodavatelů, míra závislosti oceňovaného podniku na dodavatelích, logistika a její úroveň, stav a struktura zásob

7) Pracovníci

- a) struktura pracovníků, nároky provozu podniku na kvalifikaci pracovníků
- b) situace na trhu práce
- c) atmosféra na pracovištích, nálady mezi zaměstnanci, míra ztotožnění se s podnikem
- d) fluktuace pracovníků
- e) produktivita práce a její srovnání s konkurencí
- f) personální náklady, jejich úroveň podle jednotlivých kategorií pracovníků [2]

3.5 Strategická analýza

Strategická analýza je bezesporu klíčovou fází oceňovacího procesu, kterému však v naší praxi není zatím věnována odpovídající pozornost. [2]

Ekonomická hodnota podniku závisí na očekávaných čistých příjmech, které nám tento podnik může poskytnout. Dlouhodobý vývoj příjmů je však ve většině příjmů

zatížen velkým stupněm nejistoty. Současný stupeň poznání nabízí v podstatě jen jediný způsob řešení. Opřít se o výsledky strategické analýzy a vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. [3]

3.5.1 Účel strategické analýzy

Je nutné zdůraznit, že strategická analýza je důležitým předpokladem věrohodnosti výsledného ocenění. Je proto žádoucí, aby měla konkrétní výsledky. K těmto výsledkům by měli patřit odpovědi alespoň na tyto tři hlavní otázky:

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

3.5.2 Postup strategické analýzy

Možný postup strategické analýzy lze sestavit z následujících kroků:

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

Prognóza tržeb oceňovaného podniku (tento krok je výsledkem předchozích dvou kroků podniku [2])

3.5.3 Analýza vnějšího potenciálu

Výchozím krokem strategické analýzy by mělo být jednoznačné vymezení relevantního trhu oceňovaného podniku, a to z hlediska

- věcného, tj. z hlediska produktu,
- území (ČR, dílčí region, další země mimo ČR apod.),
- zákazníků,
- konkurentů.

Volba relevantního trhu by měla být taková, aby umožnila získat **základní data o tomto trhu** a posoudit jeho **atraktivitu** tak, aby bylo možno následovně zpracovat **prognózu dalšího vývoje** tohoto trhu. [2]

Základní data o trhu

K základním datům o trhu patří:

- odhad velikosti relevantního trhu vyjádřený v hmotných a hodnotových jednotkách,
- vývoj trhu v čase (co možná nejdelší časové řady, alespoň 5 let),
- případná segmentace trhu.

Velikost trhu by měla být odhadována především na základě velikosti poptávky, tj. na základě celkového prodeje a spotřeby. Pokud je to možné, je účelné doplnit data o spotřebě i náčrtem vývoje cen.

Dosavadní tempo rozvoje trhu je výchozí základnou pro odhad temp budoucích, a tím i pro prognózu tržeb oceňovaného podniku. [2]

Analýza atraktivity trhu

Prvním krokem v rámci analýzy atraktivity trhu je vymezení hlavních faktorů této analýzy, přičemž kritéria atraktivity by měla být pro každý trh specificky upravena. V této fázi práce na ocenění by však mělo jít především o faktory, které jsou důležité z hlediska poptávky a možností prodeje. V úvazu obvykle přicházejí následující kritéria:

- růst trhu,
- velikost trhu,
- intenzita přímé konkurence,
- průměrná rentabilita, substituce, bariéry vstupu,
- citlivost trhu na konjunkturu,
- struktura a charakter zákazníků. [2]

Prognóza vývoje trhu

Při sestavení prognózy je třeba postup modifikovat podle typu ocenění. Nejvhodnějším postupem a dokonce jediným správným postupem by bylo objednat marketingovou studii relevantního trhu. Pokud to není z nejrůznějších důvodů možné je třeba, aby se oceňovatel pokusil vybrat a testovat vhodné faktory sám podle vlastní úvahy a zvážil použití minimálně těchto postupů:

- a) Analýza časových řad a jejich extrapolace
- b) Použití jednoduché a vícenásobné regresní analýzy
- c) Odhady budoucího vývoje na základě porovnání se zahraničím

Výsledná prognóza by tedy měla být jednoznačně podložena určitou technikou a zároveň rozumně posouzena odhadcem. [2]

3.5.4 Analýza konkurenční síly oceňovaného podniku

Analýzou konkurenční síly nazýváme tu část strategické analýzy, která si klade za cíl odhadnout vývoj tržních podílů oceňovaného podniku do budoucnosti. Vlastní postup doporučujeme rozčlenit do následujících kroků:

1. stanovení dosavadních tržních podílů oceňovaného podniku,
2. identifikace konkurentů,
3. analýza vnitřního potenciálu podniku a hlavních faktorů jeho konkurenční síly,
4. prognóza tržních podílů [2]

Stanovení tržního podílu oceňovaného podniku

Pokud je to možné, stanovíme jej jak na úrovni fyzických jednotek, tak na úrovni korunového vyjádření. Dále je velmi žádoucí sestavit vývojovou řadu tržních podílů, protože vývoj tohoto ukazatele můžeme považovat za syntetické vyjádření konkurenční síly. [2]

Identifikace hlavních konkurentů

Po identifikaci musí následovat shromažďování všech relevantních údajů o jejich hospodaření, zejména však těch údajů, které mají zásadní význam pro hodnocení konkurenční síly.

Pokud je to možné, určíme (nebo odhadneme) také relativní tržní podíly, tj. relace mezi tržním podílem oceňovaného podniku a hlavních konkurentů. [2]

Analýza vnitřního potenciálu

Hlavní úkoly analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly:

1. Posoudit vnitřní vývojové možnosti oceňovaného podniku a odpovědět na otázku, do jaké míry je podnik schopen využít šance plynoucí z rozvoje trhu a celého okolí a do jaké míry je schopen účinně čelit konkurenci a možným hrozbám.
2. V úzké návaznosti k předchozímu bodu je třeba hodnotit konkurenční sílu oceňovaného podniku vůči hlavním konkurentům. Výsledkem by mělo být vyhodnocení konkurenční strategie oceňovaného podniku, případných konkurenčních výhod podniku a celkové konkurenční síly oceňovaného podniku.

Pokud je to možné, je třeba odhadnout, v jaké fázi živ. cyklu se firma nachází. [2]

Základní metodou by zde měla být fundamentální analýza založená na analýze hlavních faktorů, které ovlivňují tržní podíly. Klíčovou věcí je tedy výběr těchto faktorů. Otázka je, jak při jejich výběru postupovat. Podle našeho názoru může být účelné rozdělit na faktory přímé (vnímané zákazníkem), a nepřímé, které vytvářejí určité zázemí. [2]

- **Přímé faktory** považujeme za celkem zřejmé. U výrobních podniků je to kvalita a technická úroveň (pokročilost), ceny, dostupnost, propracovaná distribuce a pružnost dodávek, servis, působivost reklamy, celkový image firmy.
- **Nepřímé faktory:** Hlavním faktorem je kvalita managementu, který dokáže pro podnik nalézt ty nejlepší příležitosti a zkombinovat je s přednostmi podniku. Větší výdaje na výzkum a vývoj sice přímo nemusí korelovat s technickou úrovní výrobků, ale za jinak stejných podmínek jsou pro podnik výhodou před konkurencí. Totéž platí i pro systém řízení jakosti a certifikáty kvality, investice do majetku a lidského kapitálu a finančního zázemí. [2]

Výsledkem našeho snažení by měl být diagram konkurenční síly podniku. Ten se sice dnes někdy používá, ale jen jako „okrasa“ oceňovacího podniku. Měl by však být podkladem pro prognózu tržeb. Výsledkem této části práce by pak měl být odhad možného vývoje tržního podílu oceňovaného podniku. [2]

3.5.5 Odvození závěrů k perspektivnost podniku a prognózy tržeb

Prognózu tržeb bychom měli vyvodit jednak z výsledků předchozích kroků:

- analýzy a prognózy relevantního trhu,
- analýzy (a prognózy) vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku,

a dále z výsledků analýzy časových řad tržeb oceňované firmy za minulost a jejich extrapolace. [2]

a) Hodnocení perspektivnosti podniku

Vycházíme ze známého poznatku, že v prvním přiblížení je perspektivnost podniku dána atraktivností trhu, na kterém se pohybuje, a konkurenční silou, kterou se vyznačuje.

b) Vlastní prognóza růstu tržeb

Když růst trhu získaný z analýzy a prognózy trhu vynásobíme růstem tržního podílu získaným z analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku, získáme výchozí odhad tempa růstu tržeb oceňovaného podniku

V praxi samozřejmě dojde k případům, kdy jakákoliv zdůvodněná prognóza je téměř nemožná. Pak je ovšem povinností oceňovatele:

- tuto skutečnost do posudku uvést,
- zvážit, zda je vůbec vhodné snažit se oceňovat růstové možnosti, tj. zda nepoužít pouze paušální metodu,
- pokud se oceňovatel přesto pokusí o odhad budoucího vývoje, pak by měl upozornit, že hodnota růstových možností stojí pouze na jeho subjektivních odhadech a tato část celkové hodnoty podniku by měla být uvedena v ocenění zvlášť. Při jejím výpočtu na základě výnosového ocenění doporučujeme zvážit použití zvýšení diskontní míry jako odraz vyššího rizika nesplnění prognózy. [2]

3.6 Analýza finančního zdraví podniku

V nejširším pojetí se finanční analýza chápe jako proces čerpající nejen z údajů účetnictví, ale i z dalších informačních zdrojů (a to z finančních i nefinančních) uvnitř podniku. Tento proces obsahuje analýzu a hodnocení finanční situace podniku a jeho výstupy pak slouží k finančním a dalším typům rozhodování cílových skupin uživatelů. [6]

V rámci oceňování podniku by podle našeho názoru měla finanční analýza plnit dvě základní funkce:

1. prověřit finanční zdraví podniku,
2. vytvořit základ pro finanční plán, ze kterého je pak vyvozována výnosová hodnota.

Oceňovatel tedy musí z finanční analýzy vyvodit závěry, které se promítnou do ocenění, a to zejména v těchto směrech:

- měl by z finančního hlediska doplnit předběžný výrok o perspektivnosti podniku, který již částečně vyplynul ze strategické analýzy,

- doplnit podklady pro stanovení rizika podniku, pokud ve finančním hospodaření najde nějaké výrazné nedostatky nebo naopak přednosti. [2]

3.6.1 Zdroje dat pro finanční analýzu

Oceňovatel se při ocenění většinou spoléhá na závěry auditora. Není-li to možné, je třeba, aby si alespoň orientačně prověřil stav účetnictví sám. Zároveň se musí zajímat o všechny podstatné informace, které nejsou z různých důvodů ve výkazech obsaženy. Mezi hlavními informačními zdroje ze kterých by měl oceňovatel čerpat informace, patří:

- historická bilance majetku a kapitálu (rozvaha)
- výkaz zisků a ztrát
- aktuální hospodářská situace podniku
- soupis majetku
- údaje o stavu zakázek
- investiční a finanční plán
- podnikové průzkumy trhu
- již provedená analýza. [7]

3.6.2 Ukazatele používané ve finanční analýze

V souvislosti s tříděním ukazatelů člení elementární metody finanční analýzu na:

- analýzu absolutních ukazatelů (trendy, procentní rozbory)
- analýzu rozdílových a tokových ukazatelů
- přímou analýzu poměrových ukazatelů
- analýzu soustav ukazatelů [6]

Absolutní ukazatele

Absolutní ukazatele jsou obsaženy přímo ve finančních výkazech podniku. V České republice uvádějí společnosti ve výroční zprávě obvykle v úplné nebo agregované podobě pouze za daný rok nebo za daný rok ve srovnání s rokem předchozím. V zahraničí se můžeme setkat i s výročními zprávami, které obsahují výkazy za období delší než pět let – z nichž již lze vysledovat dl. trendy ve vývoji společnosti. [6]

Rozdílové ukazatele

Za typické rozdílové ukazatel jsou pokládány především ukazatele označované jako fondy finančních prostředků. Takovým ukazatelem je např. čistý pracovní kapitál, představující rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými cizími zdroji, čisté pohotové prostředky a čisté peněžně – pohledávkové finanční fondy. [6]

Poměrové ukazatele

Hlavním nástrojem finanční analýzy je konstrukce a následná interpretace poměrových ukazatelů. Poměrový ukazatel je definován podílem dvou ukazatelů, někdy se vyjadřují v procentech. Pomocí těchto ukazatelů se mohou indikovat významné související jevy. Poměrové ukazatele umožňují získat rychlý a nenákladný obraz o základních charakteristikách objektu, umožňují provádět časová srovnání a průřezové srovnávací analýzy a posuzovat zařazení podniku do určité třídy.

Sekerka dělí poměrové ukazatele na:

- ukazatele struktury majetku a kapitálu,
- ukazatele tvorby hospodářského výsledku,
- ukazatele na bázi peněžních toků,
- ukazatele zadluženosti,
- ukazatele solventnosti a likvidity,
- ukazatele rentability a ziskového rozpětí,
- ukazatele aktivity,
- ukazatele související s kapitálovým trhem a dividendami. [7]

Ukazatele pružnosti

Ukazatele pružnosti jsou poměry relativních přírůstků. V čitateli je relativní přírůstek závislé veličiny a ve jmenovateli relativní přírůstek nezávislé veličiny. Vyjadřují o kolik procent se změni závislá veličina, změni - li se nezávislá veličina o jedno procento. [7]

3.7.3 Analýza poměrových ukazatelů

Poměrových ukazatelů je velmi mnoho, proto do značné míry záleží na jejich vhodném výběru a uspořádání.

Ukazatele likvidity

Likvidita neboli platební schopnost je pro podnik velmi důležitá. Její ohrožení může vést až k bankrotu firmy. Proto je zajištění platební schopnosti věnována v analýzách velká pozornost. Platební schopnost je obecně chápána jako schopnost plnit své závazky. [8]

Pro naši analýzu použijeme 3 ukazatele likvidity:

Běžná likvidita

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{obežná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

Běžná likvidita vyjadřuje kolika jednotkami (Kč) oběžných aktiv je kryta jedna jednotka (Kč) krátkodobých závazků. Tento ukazatel udává, kolikrát je podnik schopen uspokojit své věřitele, pokud by v daném okamžiku proměnil všechny svoje krátkodobá aktiva v hotovost. Doporučená hodnota je v intervalu 1,5 – 2,5. [8]

Pohotová likvidita

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{obežná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

Pohotová likvidita měří pohotová oběžná aktiva s krátkodobými závazky, přičemž do pohotových aktiv zahrnuje pouze peněžní prostředky, obchodovatelné cenné papíry a pohledávky, které je ještě vhodné upravit o nedobytné pohledávky, případně o pohledávky po lhůtě splatnosti. Doporučená hodnota je v intervalu 1-1,5. [8]

Okamžitá likvidita

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{finanční majetek krátkodobé povahy}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

I když ukazatel nejlépe vypovídá o skutečné platební schopnosti podniku k určitému datu, jeho nedostatkem je, že nebere v úvahu strukturu krátkodobých závazků z pohledu jejich skutečné splatnosti. Doporučená hodnota je v intervalu 0,2 – 0,5. [8]

Ukazatele rentability

Rentabilita celkového vloženého kapitálu

$$ROA = \frac{Z + U(1-d)}{\text{celková aktiva}}, \text{ kde}$$

Z – zisk po zdanění

U – úrok z použitých úvěrů

d – sazba daně z příjmů

ROA vyjadřuje celkovou efektivnost podniku, jeho schopnost vydělat. Ukazatel respektuje skutečnost, že efektem zhodnocení je nejen odměna vlastníků podniku, ale i jeho věřitelům za půjčení kapitálu. Ale ani jeho věřitelům nezůstane celý úrok, který je zdaněn daní z příjmů. [8]

Rentabilita vlastního kapitálu

$$ROE = \frac{\text{zisk po zdanění}}{\text{vlastní jmění}}$$

ROE vyjadřuje výnosnost kapitálu, vloženého vlastníky podniku. Pro vlastníky je tento ukazatel klíčovým měřítkem toho, jak byly prostředky, které do podniku vložili, zhodnoceny. [8]

Rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu

$$ROCE = \frac{Z+U(1-d)}{DZ+VJ}, \text{ kde}$$

DZ – dlouhodobé závazky + dlouhodobé bankovní úvěry

VJ – vlastní jmění

ROCE vyjadřuje výnosnost dlouhodobě investovaného kapitálu. Proto by měly být v čitateli ukazatele zahrnuty pouze úroky placené z dlouhodobých dluhů podniku. Ukazatel je využíván zejména pro mezipodnikové srovnání. [8]

Ukazatele aktivity

Tento okruh ukazatelů měří, jak efektivně podnik hospodaří se svými aktivy. Má-li jich nadbytek, pak hospodaří neefektivně, je-li jich naopak nedostatek, pak podnik není schopen uspokojit všechny zákazníky a přichází o potencionální tržby.

Obrat celkových aktiv

$$\text{Obrat celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva celkem}}$$

Obrat celkových aktiv měří efektivnost veškerých aktiv v podniku. Ukazuje, jak se zhodnocují stálá i oběžná aktiva ve výroční činnosti podniku bez ohledu na zdroje krytí těchto aktiv. Výše ukazatele se podstatně mění podle oboru činnosti. [8]

Doba obratu zásob

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\text{průmerné denní tržby}}$$

Tento ukazatel udává, jak dlouho jsou oběžná aktiva vázána ve formě zásob. Udává se ve dnech a vyjadřuje intenzitu využití zásob. [8]

Doba obratu pohledávek

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky z obchodního styku}}{\text{průmerné denní tržby}}$$

Doba obratu pohledávek vyjadřuje dobu, po kterou musí podnik v průměru čekat, než obdrží platby od svých odběratelů. [8]

Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti udávají v jakém rozsahu je společnost financována cizími zdroji. Hlavním motivem pro využívání cizího kapitálu jsou jeho nižší náklady ve srovnání s kapitálem vlastním.

Celková zadluženost

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{celkové závazky}}{\text{celková aktiva}} * 100$$

Čím vyšší je hodnota tohoto ukazatele, tím vyšší je zadluženosti celkového majetku podniku a tím vyšší je i celkové riziko věřitelů, že jejich dluh nebude splacen. Proto bývá tento ukazatel označován i jako ukazatel věřitelského rizika. [8]

Finanční páka

$$\text{Finanční páka} = \frac{\text{aktiva celkem}}{\text{vlastní jmění}}$$

Finanční páka je převrácená hodnota míry samofinancování. Má velký význam při hodnocení výnosnosti podniku prostřednictvím pyramidových soustav ukazatelů. [8]

Úrokové krytí

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{zisk před zdaněním a úroky}}{\text{nákladové úroky}}$$

Ukazatel úrokového krytí vyjadřuje, kolikrát vytvořený zisk před odpočtem úroků a daní převyšuje úrokové platby. Čím je hodnota tohoto ukazatele vyšší, tím je situace podniku lepší. [8]

3.7 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Vycházíme z předpokladu, že podnik má jedno základní podnikatelské zaměření, pro které byl zřízen. Pokud jde o podnik s více podnikatelskými aktivitami, pak by měl být oceňován jako souhrn podnikatelských jednotek, přičemž každá jednotka by měla být oceňována zvlášť.

Pro základní podnikatelské zaměření potřebuje podnik aktiva v určité velikosti a struktuře, včetně přiměřených kapacitních rezerv. Tato aktiva nezbytná pro základní „business“ budeme označovat jako aktiva provozně nutná. Všechna ostatní aktiva označíme jako aktiva provozně nenutná nebo též neprovozní.

U většiny metod pro oceňování podniku by měla platit zásada, že pokud je to jen trochu možné, mělo by být rozdělení aktiv oceňovaného podniku na provozně nutná a nenutná provedeno. Zároveň s tím by měly být z výnosů a nákladů vyřazeny výnosy a náklady související s těmito provozně nepotřebnými aktivy. [2]

Důvody pro toto rozčlenění majetku jsou následující:

- Část majetku vůbec nemusí být využívána a neplynou z něj vůbec žádné, nebo jen malé příjmy. Příkladem mohou být nevyužitá pozemky, peněžní prostředky ve větším než provozně potřebném rozsahu, dlouhodobě držené akcii nevyplácející dividendy atd. Potom se může stát, že ocenění tohoto majetku pomocí výnosových metod povede buď k jeho podcenění, nebo nebude tento majetek oceněn vůbec, ačkoli svoji hodnotu má.
- Vyčlenit by se měla aktiva nesouvisející s provozem i v případě, že určité příjmy přinášejí, protože rizika spojená s těmito příjmy mohou být odlišná od rizika hlavního provozu podniku.
- K ocenění obou skupin aktiv budeme často přistupovat pod jiným zorným úhlem a použijeme proto i jiné metody. Provozně potřebná aktiva zůstanou nadále součástí podniku a budeme je tedy oceňovat například výnosově na základě výnosů, které z využívání těchto aktiv podniku plynou, nebo z pohledu hodnoty jejich znovupořízení. U aktiv nesloužících k hlavnímu provozu podniku platí, že by měla být oceňována samostatně. Většinou předpokládáme, že by racionální vlastník mohl takováto aktiva prodat nebo zlikvidovat, případně pronajmout. [2]

Neprovozní aktiva je tedy žádoucí oceňovat odděleně od majetku provozního, a to zvlášť podle jednotlivých položek. Takto zjištěná hodnota neprovozních aktiv se na závěr oceňovacích prací přičte k hodnotě provozní části podniku.

Rozdělení aktiv oceňovaného podniku na nutná a nenutná je vhodné udělat nejpozději v tomto bodě oceňovacího procesu, neboť již následující krok, kterým je analýza a prognóza generátorů hodnoty, bychom správně měli provést jen s aktivy a výsledky hospodaření spojenými s hlavním provozem podniku. [2]

3.8 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Nejdříve je třeba říci, co rozumíme pod pojmem generátory hodnoty. Generátory hodnoty se zde rozumí soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku.

Pracujeme s těmito generátory hodnoty:

- tržby (obrat) a jejich růst,
- marže provozního podniku (korigovaného provozního zisku),
- investice do provozního kapitálu,
- investice do dlouhodobého provozně nutného majetku,
- diskontní míra,
- způsob financování (tj. především velikost cizího kapitálu),
- doba, po kterou předpokládáme generování pozitivního peněžního toku (tedy doba existence podniku). [2]

3.9 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

Generátory hodnoty lze přímo použít k prvnímu odhadu hodnoty podniku – samozřejmě pokud jsou zdůvodněny finanční analýzou. Toto ocenění je založeno na principu peněžních toků.

V první fázi oceňování můžeme na základě strategické analýzy a analýzy minulého vývoje generátorů hodnoty odhadnout průměrné hodnoty generátorů a modelovat pravděpodobné rozpětí výnosové hodnoty podniku. [2]

3.10 Sestavení finančního plánu

Pokud se oceňovatel rozhodne použít pro ocenění podniku některou z výnosových metod, měl by pro oceňovaný podnik sestavit kompletní finanční plán. Tento plán se skládá z následujících hlavních finančních výkazů:

1. výsledovka,
2. rozvaha,
3. výkaz peněžních toků. [2]

V rámci běžného řízení podniku je **finanční plán součástí podnikového plánu**, jeho vyústěním a syntézou. Podnikový plán by měl vycházet z dlouhodobé koncepce podniku, tedy z jeho vize a jasné strategie.

Při sestavování finančního plánu jako podkladu pro ocenění nemůže oceňovatel sestavovat kompletně celý podnikový plán. Základní logické vazby podnikového plánu by však při zpracování tohoto kroku zachovávat měl. [2]

3.11 Metody ocenění podniku

Při oceňování podniku může oceňovatel použít různé metody, především v závislosti na důvodu ocenění.

3.11.1 Výnosové metody (ocenění na základě analýzy výnosů)

Tato skupina metod vychází z využití poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitkem pro jeho držitele. U hospodářských statků, ke kterým patří i podnik, jsou užitkem očekávané výnosy.

Z hlediska teorie je nejsprávnější za tyto výnosy považovat konkrétně skutečné příjmy plynoucí z oceňovaného statku jeho držiteli. Je však možné jako základ ocenění použít i jinak chápané výnosy. Podle toho, jakou veličinu budeme konkrétně pod těmito výnosy v obecném vyjádření myslet, rozlišujeme pak jednotlivé výnosové metody pro ocenění podniku. [2]

3.11.1.1 Metody diskontovaného čistého cash flow (DCF)

Z hlediska principu je základní výnosovou metodou metoda diskontovaných peněžních toků. Peněžní toky jsou reálným příjmem a tedy reálným vyjádřením užitku z drženého statku (podniku), a přesně tedy odrážení teoretickou definici hodnoty.

Lze rozlišit tři základní techniky pro výpočet výnosové hodnoty metodou DCF:

- metoda „entity“, entity = jednotka, zde označuje podnik jako celek,
- metoda „equity“, equity = vlastní kapitál,
- metoda „APV“, upravená současná hodnota. [2]

Společným a jednotícím znakem je, že hodnotu podniku odvozují od budoucích výnosů, které se převádějí z pohledu investorů na současnou hodnotu. Základem je tedy časová hodnota budoucích výnosů. [5]

Nyní k samotnému postupu při použití metody DCF. Předpokládáme, že máme k dispozici výsledky strategického ocenění, finanční analýzy a zdůvodněný kompletní finanční plán. Můžeme tedy přistoupit k vlastnímu ocenění. K tomu je zapotřebí, abychom se orientovali v postupech, které se zde běžně používají. Jedná se především o to:

- 1) jak vymezit peněžní tok (cash flow) pro vlastní ocenění,
- 2) jakými propočtovými technikami odvodit z prognózy peněžního toku výnosovou hodnotu.

Základním znakem metody DCF entity je, že výsledkem procesu diskontování peněžních toků je hodnota podniku jako celku. Podnik jako celek, jako entita, je ovšem chápán nikoliv na úrovni bilanční sumy, nýbrž právě na úrovni **investovaného kapitálu**. [2]

Investovaný kapitál

Výchozím bodem pro výpočet investovaného kapitálu je rozvaha, kterou upravíme ve dvou směrech:

- 1) první úprava plyne z potřeby určit náklady na tento investovaný kapitál. Zajímá nás tedy celková výše vlastního kapitálu a úročeného cizího kapitálu.
- 2) Druhá úprava bilanční sumy spočívá v rozčlenění aktiv na provozně nutná a nepotřebná, vydělením neprovozního majetku získáme dvě úrovně investovaného kapitálu:
 - Provozně nutný investovaný kapitál, který zahrnuje upravený pracovní kapitál a dlouhodobá aktiva,
 - Celkový investovaný kapitál = Provozně nutný investovaný kapitál + Neprovozní aktiva.

Způsob vymezení provozního investovaného kapitálu a neprovozního majetku má zásadní význam pro způsob výpočtu volných peněžních toků. [2]

Peněžní toky pro metodu DCF entity

V běžném finančním plánu máme k dispozici prognózy cash flow na úrovni cash flow provozního, investičního, finančního a celkového. Pro potřeby oceňování však není žádná z těchto variant přímo použitelná. V tomto případě je třeba určit, kolik peněz je možno vzít z podniku, aniž bude narušen jeho předpokládaný vývoj. Výsledkem je tedy tzv. volné cash flow. [2]

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

Tabulka 1: **Schéma výpočtu FCF**

U metody DCF je východiskem vždy volný peněžní tok. V případě DCF entity se volným peněžním tokem rozumí tvorba peněžních prostředků, které jsou k dispozici vlastníkům a věřitelům. [2]

Korigovaný provozní výsledek hospodaření pro výpočet FCFF

FCFF počítáme nepřímou metodou, kde východiskem je výsledek hospodaření. V našem schématu vycházíme z korigovaného provozního výsledku hospodaření.

V některých pramenech se setkáváme s tím, že jako východisko je volen tzv. EBIT, tedy výsledek hospodaření před odpočtem placených úroků a daní z příjmů. V našich podmínkách počítáme EBIT tak, že vezmeme vykázaný výsledek hospodaření za účetní období a připočteme k němu zpět placenou daň a nákladové úroky. Takto pojatý výsledek hospodaření je ovšem něco trochu jiného než provozní výsledek hospodaření.

Rozdíl oproti výsledku hospodaření, který potřebujeme do FCFF se ještě více zvýší, pokud provozní výsledek hospodaření obsahuje například výnosy a náklady nesouvisející s provozně potřebnými aktivy. Proto raději doporučujeme nepoužívat jako východisko EBIT, ale již zmíněný korigovaný provozní výsledek hospodaření. [2]

Technika propočtu hodnoty podniku a volba časového horizontu

Technikou propočtu budeme rozumět všechny postupy, jimiž přetváříme vstupní údaje o volných peněžních tocích ve výsledný odhad výnosové hodnoty podniku. Jak již bylo uvedeno, propočet metodou DCF entity probíhá obvykle ve dvou krocích: [2]

1. Určíme celkovou hodnotu podniku

Celkovou hodnotou budeme rozumět **výnosovou hodnotu investovaného kapitálu**. Tato celková hodnota je získána diskontováním peněžních toků, plynoucích z hlavního provozu podniku, tzn. peněžních toků, které neberou v úvahu investice do majetku, který není provozně nutný, ani výnosy a náklady spojené s takovým majetkem. Proto bude i zjištěné ocenění pouze hodnotou „provozu“ podniku, tedy hodnotou provozně nutného investovaného kapitálu. [2]

2. Vypočítáme výnosovou hodnotu vlastního kapitálu

Celkovou hodnotu provozu podniku snížíme o hodnotu úročených dluhů k datu ocenění. Nové dluhy, které budou teprve přijaty, neuvažujeme. Metoda DCF totiž implicitně počítá s plným financováním pomocí hlavních zdrojů. V závěrečném kroku oceňování k provozní hodnotě vlastního **kapitálu přičteme hodnotu neprovozních aktiv** k datu ocenění. Předpokládáme, že provozně nepotřebný majetek je finančně vlastním kapitálem. Je možno volit i jiný předpoklad. V souhrnu by to však nemělo mít na ocenění podniku zásadní vliv. [2]

V praxi ovšem většinou předpokládáme, že podnik bude existovat nekonečně dlouho (pracujeme s případem „going concern“). Pro tak dlouhé období je ale zpravidla nemožné plánovat peněžní toky pro jednotlivá léta. Existují tedy dvě možnosti řešení:

- a) standardní dvoufázová metoda,
- b) metody založené na odhadu průměrných temp růstu. [2]

Dvoufázová metoda

Standardní dvoufázová metoda je v praxi obvyklá. Vychází se z jednoduché představy, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. První fáze zahrnuje období, pro

keré je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze pak obsahuje období od konce první fáze do nekonečna. Hodnotu podniku za období druhé fáze budeme v dalším textu označovat jako **pokračující hodnotu**.

Hodnota podniku podle dvoufázové metody se vypočítá takto:

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

T = délka první fáze v letech

PH = pokračující hodnota

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

Pokračující hodnotou tedy rozumíme současnou hodnotu očekávaných peněžních toků od konce první fáze do nekonečna, přičemž tato současná hodnota je propočtena k datu ukončení první fáze (tento okamžik je totožný se začátkem druhé fáze). [2]

Pokračující hodnota s diskontovanými peněžními příjmy

Prvním řešením, které lze někdy uvážit, je použití extrémně dlouhého prognózovaného období, např. více než 50 let. Pokračující hodnota se pak stane zanedbatelně malou a nemusíme s ní tedy počítat. Pracujeme přitom stále s volnými peněžními toky. Toto řešení však nebývá obvyklé. Typická jsou naopak řešení následující:

- a) Gordonův vzorec
- b) Vzorec založený na faktorech tvorby hodnoty (parametrický vzorec)
- c) Volba parametrů pro výpočet pokračující hodnoty [2]

Základním problémem parametrického modelu je samozřejmě otázka, jak odhadnout základní údaje, které potřebujeme k jeho propočtu. V zásadě je třeba udělat zdůvodněný odhad těchto veličin, které ovšem spolu vzájemně souvisejí:

- korigovaný provozní výsledek hospodaření pro první rok druhé fáze,
- volný peněžní tok pro první rok druhé fáze a s ním související míru investic,
- rentabilita investic,
- tempo růstu.

Pro výpočet pokračující hodnoty je kromě uvedených proměnných samozřejmě potřeba stanovit ještě diskontní míru. [2]

Zjištění výsledné hodnoty podniku

Abychom získali výslednou hodnotu vlastního kapitálu oceňovaného podniku, musíme udělat závěrečné kroky výpočtu:

Hodnota brutto („provozní“)
- Hodnota úročeného cizího kapitálu (ke dni ocenění)
= Hodnota vlastního kapitálu („provozní“)
+ Hodnota aktiv, které nejsou provozně nutná (ke dni ocenění)
= Výsledná hodnota vlastního podniku

Tabulka 2: **Zjištění výsledné hodnoty podniku**

Diskontní míra pro metodu DCF entity

Použijeme-li ocenění na bázi DCF entity, pak je třeba stanovit diskontní míru na úrovni **průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC)**.

Náklady kapitálu zde odpovídají příjmům, které investoři očekávají ze svých investic do podniku a tomu odpovídajícímu riziku. Obecný vzorec pro průměrné vážené náklady kapitálu je:

$$WACC = n_{CK} (1 - d) \frac{CK}{K} + n_{VK(Z)} \frac{VK}{K}, \text{ kde:}$$

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

d = sazba daně z příjmu platná pro oceňovaný subjekt

CK = tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podnikání (pouze úročeného)

$n_{VK(Z)}$ = očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podniku

VK = tržní hodnota vlastního kapitálu

K = celková tržní hodnota investovaného kapitálu, $K = VK + CK$.

Cizí kapitál může zahrnovat všechny možné složky: bankovní úvěry, obligace všeho druhu, leasingové financování nebo jiné druhy úvěrů.

Do cizího kapitálu se však v tomto případě nezahrnují neúročená pasiva, jako jsou například závazky vůči dodavatelům. Předpokládá se, že platby za tyto závazky jsou obsaženy v provozních peněžních tocích (jsou částí placených cen). [2]

3.11.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

V první řadě je třeba říci, že metoda kapitalizovaných čistých výnosů je metodou „netto“ (nebo equity“), tj. výnosovou hodnotu počítáme z výnosů pouze pro vlastníky a výsledkem je tedy také přímo hodnota vlastního kapitálu.

Vlastní postup při metodě kapitalizovaných čistých výnosů je podobný jako u všech výnosových metod:

- 1) Analýza a úprava dosavadních výnosů podniku
- 2) Prognóza budoucích čistých výnosů a propočet finanční potřeby a korekce čistých výnosů
- 3) Odhad kalkulované úrokové míry
- 4) Vlastní propočet výnosové hodnoty, a to analytickou nebo paušální metodou. [2]

3.11.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ekonomická přidaná hodnota je veličina, kterou lze využít jako nástroj finanční analýzy, řízení podniku a oceňování podniku. Je to v podstatě ukazatel výnosnosti, který však překonává nedostatky ukazatelů, které se dosud pro tento účel běžně používaly.

Zavedení ukazatele ekonomické přidané hodnoty bylo vyvoláno potřebou najít ekonomický ukazatel, který by:

- vykazoval co nejužší vazbu na hodnotu akcií. Tato vazby by měla být prokazatelná statistickými výpočty,
- umožňoval by využít co nejvíce informací a údajů poskytovaných účetnictvím včetně ukazatelů, které jsou na účetních údajích postaveny. Tento požadavek směřuje jednak ke snížení pracnosti propočtu a jednak ke zvýšení komunikativnosti s dosavadní praxí;
- překonával dosavadní námitky proti účetním ukazatelům postihujícím finanční efektivnost. Především je třeba, aby zahrnoval kalkulaci rizika;
- umožňoval hodnocení výkonnosti a zároveň i ocenění podniků. [2]

Základním principem ekonomické přidané hodnoty je, že měří ekonomický zisk. **Ekonomického zisku** v tomto pojetí přitom podnik dosahuje tehdy, když jsou **uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu**, a to je rozdíl od účetního zisku včetně nákladů na vlastní kapitál. [2]

Základní výpočet ukazatele EVA

Ukazatel EVA je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu. Základní obecná podoba vzorce pro výpočet EVA je tato:

$$EVA = NOPAT - \text{Capital} * WACC, \text{ kde:}$$

NOPAT = net operating profit after taxes, tj. zisk z operační činnosti podniku po dani

Capital = kapitál vázaný v aktivech, která slouží operační činnosti podniku, tj. aktivech potřebných k hlavnímu provozu podniku. V konceptu ekonomické přidané hodnoty pak tento obecný výraz bývá nahrazen termínem NOA (net operating assets – čistá operační aktiva).

WACC = průměrné vážené náklady kapitálu [2]

Konkrétní výpočet ekonomické přidané hodnoty za rok t je pak možno provádět dvěma způsoby, které však vždy poskytnou stejný výsledek:

1) Pomocí vzorce nákladů na kapitál

Operační ekonomický zisk = Operační zisk – Celkový náklad na kapitál

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} * WACC_t$$

2) Pomocí vzorce hodnotového rozpětí

Operační ekonomický zisk = (Operační rentabilita – WACC) * Operační aktiva

$$EVA_t = \left(\frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}} - WACC_t \right) * NOA_{t-1}$$

Vyhodnocení ukazatele EVA je pak jednoduché. Podnik tvoří hodnotu pro vlastníky, pokud je $EVA > 0$. [2]

EVA jako nástroj ocenění

Základní schéma pro tuto obvyklou variantu výpočtu metody EVA je stejné, jako již známe z metody DCF:

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

V prvním kroku tedy vypočítáme hodnotu aktiv, tj. hodnotu pro vlastníky i věřitele, a teprve pak odečtením cizího kapitálu získáme ocenění podniku pouze pro vlastníky. Hodnota operačních aktive je při této metodě oceňování dána součtem:

Čistá operační aktiva (net operating assets – NOA)
+ Tržní přidaná hodnota (market value added - MVA)
= Tržní hodnota operačních aktiv

MVA je pak současná hodnota budoucích EVA. Vztah mezi MVA a EVA vyjadřuje tento výrok: EVA měří úspěch společnosti během minulého roku, zatímco MVA je pohled do budoucnosti, který odráží očekávání trhu ohledně perspektiv společnosti. [2]

Vztah ocenění metodou EVA a metodou DCF

Pro použití EVA a MVA je důležité, jaký je jejich vztah k tradičním výnosovým metodám, především k metodě diskontovaných peněžních toků. V principu jde o tradiční problém – jaký je vztah mezi oceněním na bázi peněžních toků a na bázi účetního výsledku hospodaření. Platí, že obě metody dávají stejný výsledek, pokud jsou splněny tyto podmínky:

- v obou metodách jsou použity stejné průměrné vážené náklady kapitálu,
- je použit stejný zisk, tj. výpočet volných peněžních toků u metody DCF nevychází z účetního provozního zisku, ale z NOPAT,
- investovaný provozně nutný kapitál u metody DCF je stejný jako NOA u metody EVA. [2]

3.11.2 Metody založené na analýze trhu

Jedná se o metody, které jsou běžnému občanovi nejbližší. Pokud má v úmyslu něco prodat, obvykle potřebuje zjistit, kolik asi lze rozumně požadovat.

3.11.2.1 Přímé ocenění z dat kapitálového trhu

V případě podniků se jedná často o situaci, kdy chceme ocenit akciovou společnost, jejíž akcie jsou běžně obchodovány. To znamená, že je k dispozici tržní cena akcií. Zdánlivě stačí vynásobit aktuální cenu počtem akcií. Získáme tzv. **tržní kapitalizaci**, která bývá často ztotožňována s tržní hodnotou podniku. Ve skutečnosti se však obě veličiny zpravidla liší. [2]

První zdroj této odlišnosti je **cena akcie**. Pro tržní hodnotu nelze automaticky vzít poslední tržní cenu a nebrat v úvahu její volatilitu. V praxi se proto vychází z průměrné ceny za poslední období. Délka tohoto období je však již věcí zkušenosti oceňovatele a charakteru trhu. [2]

Druhou možnou příčinou odlišností je v obecné rovině **vztah mezi mezní a průměrnou hodnotou**. Aktuální tržní cena je obvykle výsledkem prodeje zlomku celkového počtu akcií. Nelze jednoznačně předpokládat, že při prodeji sto procent akcií by cena byla v daný okamžik stejná. [2]

Zkušenosti z vyspělých trhů naznačují, že při koupi většího podílu akcií je cena vyšší oproti předcházejícímu stavu asi o 20 – 50%. [2]

3.11.2.2 Ocenění metodou tržního porovnání

Ocenění vyvozené z aktuálních cen vlastních akcií však u nás i v Evropě připadá v úvahu jen pro omezený počet akciových společností. Pokud však potřebujeme ocenit jinou než akciovou společnost, jejíž akcie nejsou běžně obchodovány, jsme odkázáni na metodu tržního porovnání. Obecně to znamená, že tržní hodnotu aktiva odvozujeme z informací o konkrétních cenách nebo tržních hodnotách obdobných aktiv. Metodu lze uplatňovat bez problémů jen tehdy, jsou-li rozdíly mezi aktivy malé. Není-li tato podmínka splněna, nastávají problémy. V případě podniků se pak často jedná o zboží téměř jedinečné. Nalézt plně srovnatelný podnik, jehož cena by byla k dispozici, je téměř nemožné. [2]

Přes uvedené výhrady se většinou bez tržního porovnání nemůžeme zcela obejít. Metoda tržního porovnání je uplatňována v těchto rovinách:

- a) **Metoda srovnatelných podniků** – jde o srovnání s podobnými podniky, u kterých je známa cena jejich obchodovaných akcií.
- b) Srovnání s podobnými podniky, jejichž podíly byly oceňovány **pro vstup na burzu**.
- c) **Metoda srovnatelných transakcí** – srovnání s podobnými podniky, které byly jako celek předmětem transakcí a známe tedy jejich realizační cenu.
- d) **Metoda odvětvových multiplikátorů** – základním rysem tohoto přístupu je zdroj hodnot násobitele pro oceňovatele. Nejsou to hodnoty za jednotlivé vybrané podniky, ale jsou to průměry hodnot násobitelů za branži. [2]

3.11.3 Ocenění na základě analýzy majetku

Ocenění na základě analýzy majetku vede ke zjištění majetkové podstaty podniku, kterou často označujeme jako substanci neboli substanční hodnotu. [2]

Princip majetkového ocenění je jednoduchý a obecně srozumitelný. Majetková hodnota podniku je definována jako souhrn individuálně oceněných položek majetku. Od tohoto souhrnu je pak odpočtena suma individuálně oceněných závazků. Velikost majetkového ocenění je tak dána především množstvím a strukturou položek majetku a pravidly pro jeho ocenění. [2]

3.11.3.1 Likvidační metoda

Likvidační hodnota je zjišťována za předpokladu, že majetek podniku bude určitým způsobem rozdělen, rozprodán, případně zlikvidován. Z určitého úhlu pohledu může být ocenění likvidační hodnotou označeno i za metodu výnosovou, neboť hodnota podniku bude dána předpokládanými příjmy z likvidace. V tomto případě to ovšem nebudou příjmy z podniku jako funkčního celku, ale příjmy z odprodeje nebo likvidace jednotlivých majetkových položek. Jedná se tak o ocenění převážně statické, orientované na možnosti trhu vstřebat podnikový majetek v určeném časovém intervalu.

Vlastní likvidační hodnota podniku plyne z těchto veličin: [2]

+	<p>Příjmy z prodeje majetku</p> <p>Pokud se očekává, že odprodej potrvá určitou dobu, nebo se předpokládá postupný rozprodej majetku, je třeba počítat současnou hodnotu příjmů z prodeje majetku</p>
-	<p>Výdaje : a) na vyrovnání dluhů, c) na úhradu nákladů na likvidaci, d) na úhradu případných daní z příjmů z odprodeje majetku a daní z převodu nemovitostí.</p>
±	<p>Pokud podnik pokračuje nějakou dobu v činnosti, je třeba kalkulovat ještě běžné podnikové příjmy a výdaje, případně i přechodné nezbytné výdaje investiční.</p>

Tabulka 3: Ocenění podle likvidační metody

3.11.3.2 Majetkové ocenění za předpokladu pokračování podniku

Majetková hodnota za předpokladu pokračování podniku může být pojímána v závislosti na přístupu k vlastnímu ocenění jednotlivých položek:

- a) **Ocenění převážně na bázi historických cen**, kdy tento přístup odpovídá především na otázku, za kolik byl majetek skutečně pořízen. Tento princip často vede zejména u dlouhodobého majetku ke značné odchylce od ekonomické reality. Jeho výhodou je však velká průkaznost získaného ocenění.
- b) **Ocenění na bázi reprodukčních cen** pak odpovídá na otázku, kolik by stálo znovuvybudování podniku.
- c) **Ocenění na bázi uspořené nákladů**, hodnota majetkové podstaty podniku je pak dána schopností nahradit plánované investiční výdaje s přihlédnutím k provozním nákladům.
- d) **Ocenění na bázi tržních hodnot** spočívá v ocenění každé majetkové položky podniku jejími tržními hodnotami. Tento typ majetkového ocenění je vhodný u investičních společností a podniků holdingového typu. [2]

4 Analýza problému a současné situace

4.1 Charakteristika společnosti

Společnost ZZN POMORAVÍ a. s. byla založena v roce 1992 privatizací státního podniku Zemědělské zásobování a nákup Hodonín. V roce 1996 byla sloučena s akciovou společností ZZN Uherské Hradiště. Sloučením byla ustavena společnost s názvem ZZN POMORAVÍ a.s. V roce 2002 došlo k pronájmu středisek Chrlice a Ivančice v regionu Brno od AGROFERT HOLDINGU a.s. Praha. V roce 2006 proběhla fúze s Agropodnikem Podivín a. s. a společnost se tímto rozrostla o další dvě střediska a to v Modřicích a Podivíně, po fúzi byl zachován název ZZN POMORAVÍ a.s.

ZZN POMORAVÍ a.s. působí převážně v domovských regionech Hodonín, Břeclav, Uherské Hradiště a Brno - venkov a v některých okresech na Slovensku.

4.1.1 Základní údaje o společnosti

ZZN POMORAVÍ a.s. byla zapsána do obchodního rejstříku dne 30. dubna 1992 a její sídlo je v Hodoníně, Velkomoravská 4017/77, PC4 695 33, IČ 46900485.

Předmětem podnikání společnosti je:

- nákup, skladování, ošetřování, úprava a odbyt zemědělských výrobků, včetně státních hmotných rezerv
- výroba krmiv, krmných koncentrátů, krmných směsí a surovin pro jejich výrobu
- koupě zboží za účelem dalšího prodeje a prodej
- výroba veterinárních léčiv (medikovaných krmiv) a premixů
- provozování veřejných zemědělských skladů

Složení představenstva k 31. prosinci 2008 bylo následující:

Ing. Jiří Haspeklo	předseda	jmenován 1. července 2008
Ing. Jaroslav David	místopředseda	jmenován 9. dubna 2008
Ing. Dalibor Procházka	člen	jmenován 18. listopadu 2008

Jediným akcionářem společnosti je AGROFERT HOLDING, a.s. se sídlem Pyšelská 2327/2. 14900 Praha 4, IČ 261 85 610.

4.1.2 Účel a hodnota ocenění

Účelem ocenění je stanovení tržní hodnoty podniku, po navýšení vlastního kapitálu společnosti o areál Chrlice a Ivančice, který byl do společnosti vložen v roce 2008 jediným akcionářem, společností AGROFERT HOLDING a.s. Ocenění je provedeno pro vnitřní potřeby managementu.

Ocenění bude provedeno k 31.12.2008

4.2 Strategická analýza

Hlavní funkcí strategické analýzy je posoudit výnosové možnosti podniku s přihlédnutím k jeho dlouhodobé finanční stabilitě. Výnosový potenciál je závislý na potenciálu vnějším, který je charakterizován příležitostmi a riziky, které nabízí podnikatelské prostředí a potenciálem vnitřním, který posuzuje schopnosti podniku těmto rizikům čelit a šance využívat.

4.2.1 Odhad velikosti relevantního trhu

Hlavními činnostmi společnosti jsou výroba krmiv a krmných směsí a nákup, skladování, ošetřování, úprava a odbyt zemědělských výrobků. Tyto dvě základní činnosti jsou doplněny obchodem s pesticidy a průmyslovými hnojivy, osivy a pohonnými hmotami.

Společnost působí převážně na jižní Moravě, především v okresech Uherské Hradiště, Hodonín, Břeclav a Brno-venkov. Relevantní geografický trh je vymezen jako trh trvalý, management společnosti neplánuje expanzi, jelikož je součástí holdingu, který již v ostatních částech země působí. Podle managementu podniku je podíl trhu na celkových tržbách v České republice přibližně 9%.

TRHY	2004	2005	2006	2007	2008
Trh obilovin					
- rozloha ČR(Ha)	1 039 309	999 313	885 542	967 171	1 002 730
<i>z toho jižní Morava(Ha)</i>	123 383	116 854	113 742	119 933	123 739
- index růstu (%)		-5,3 %	-2,7 %	5,4 %	3,2 %
Trh olejnin					
- objem (Ha)	259 460	267 160	292 262	337 570	356 924
<i>z toho jižní Morava(Ha)</i>	16 806	14 843	17 219	23 836	28 128
- index růstu (%)		-11,7 %	16,0 %	38,4 %	18,0 %
Trh krmných směsí					
- objem (tuny)	3258725	2 981 690	2 961 259	3177122	3 240 664

z toho jižní Morava(tuny)	243 499	248 456	244 254	255 861	425 669
- index růstu (%)		2,0 %	-1,7%	4,8 %	2,0%

Tabulka 4: Trh - obiloviny, olejniny a krmné směsi 2004 až 2008 (ČR + jižní Morava)¹

Výnosy plodin kolísají podle povětrnostních vlivů kolem 5t/Ha u obilovin, resp. 3t/Ha u řepky za rok.

4.2.2 Analýza atraktivity trhu

Jednou z možností jak ohodnotit atraktivitu trhu je analýza podle profesora Maříka, jednotlivým hodnotícím kritériím jsou přiřazeny váhy, atraktivita se hodnotí podle počtu dosažených bodů.

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Váha X Body
		Negativní		Průměr			Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5	6	
Růst trhu	3					X			12
Velikost trhu	2						X		10
Intenzita konkurence	3			X					6
Průměrná rentabilita	2			X					4
Bariéry vstupu	1					X			4
Možnosti substituce	1						X		5
Citlivost na konjunkturu	1				X				3
Struktura zákazníků	2				X				6
Vlivy prostředí	1	X							0
Celkem	16								50

Tabulka 5: Analýza atraktivity trhu

Maximální počet bodů je 96, dosažené hodnocení $50/96 = 52 \%$

Jestliže se atraktivita trhu pohybuje kolem průměru, značí to vyrovnaný poměr mezi hrozbami a příležitostmi na trhu. Dají se očekávat stabilní tržby a mírný růst tržeb.

4.2.3 Odhad vývoje trhu

Je poměrně obtížné stanovovat vývoj produkce pro budoucí období, protože rozsah sklizně je výrazně ovlivňován klimatickými podmínkami jednotlivých let a cenami komodit (např. prudký růst a ještě rychlejší pokles v průběhu minulého roku). V rostoucí míře pak zahraničním obchodem, ostatně ceny komodit se u nás řídí převážně rakouskou plodinovou burzou. I přes tato úskalí, ale vidím budoucí vývoj

¹ Více informací na [http://www.czso.cz/csu/2008edicniplan.nsf/t/62003434D8/\\$File/213108_s.pdf](http://www.czso.cz/csu/2008edicniplan.nsf/t/62003434D8/$File/213108_s.pdf)

odvětví pozitivně. V posledních letech dochází k rozvoji biopaliv a ekologického zemědělství, proto by měl celkový trh těchto komodit růst.

Podle údajů ministerstva zemědělství („Osevní plochy pro sklizeň roku 2009“) jsem stanovil údaje pro obiloviny a řepku olejnou pro příslušný rok. Pro následující roky plánuji pozvolný nárůst výnosů z 5,0 (t/ha) v roce 2009 až na 5,4 v roce 2013 v důsledku používání šetrnějších hnojiv a pesticidů a kvalitnějších osiv, při zachování stejné osevné plochy v následujících letech.

Naproti tomu produkce olejnin rychle roste, především kvůli rostoucímu využití biopaliv v dopravě, pro následující roky proto plánuji růst 10%.

Naproti tomu trh krmných směsí má mírně klesající úroveň, na které se pravděpodobně podepíše současná situace na trhu s mléčnými výrobky, která velmi pravděpodobně povede k poklesu stavů dojníc a tím pádem k nižší poptávce po krmných směsích. V tomto roce proto očekávám skokový pokles o 3% a pak každoroční pokles o 1%.

Prognóza vývoje trhu pro roky 2009 – 2013 je následující:

TRHY	2009	2010	2011	2012	2013
Trh obilovin					
- rozloha (Ha)	1 002 730	1 002 730	1 002 730	1 002 730	1 002 730
<i>z toho jižní Morava(Ha)</i>	<i>123 734</i>	<i>123 734</i>	<i>123 734</i>	<i>123 734</i>	<i>123 734</i>
jižní Morava(tuny)	618 617	631 043	643 416	655 719	668 163
- výnos (t/Ha)	5,00	5,10	5,20	5,30	5,40
- index růstu (%)	1,4 %	2,0 %	2,0 %	1,9 %	1,9 %
Trh olejnin					
- objem (Ha)	356 924	392 616	431 878	475 065	522 572
<i>z toho jižní Morava(tuny)</i>	<i>28 128</i>	<i>30 940</i>	<i>34 035</i>	<i>37 438</i>	<i>41 182</i>
- index růstu (%)	2,1 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %
Trh krmných směsí					
- objem (tuny)	3 143 444	3 112 010	3 080 889	3 050 081	3 019 580
<i>z toho jižní Morava(tuny)</i>	<i>412 898</i>	<i>408 770</i>	<i>404 682</i>	<i>400 635</i>	<i>396 629</i>
- index růstu (%)	-3,0 %	-1,0 %	-1,0 %	-1,0 %	-1,0 %

Tabulka 6: Celkový trh ČR + jižní Morava - obiloviny, olejnin a krmné směsí – odhad 2009 až 2013

4.2.4 Analýza konkurenční síly

Analýza konkurenční síly si klade za cíl vývoj tržních podílů do budoucnosti. Je potřeba odhadnout možnosti konkurence a posoudit vnitřní potenciál společnosti.

4.2.4.1 Identifikace hlavních konkurentů

Společnost ZZN POMORAVÍ se pohybuje na více trzích, byť do určité míry provázaných. Je tedy nutné se každému trhu zabývat zvlášť. Společnost působí pouze na jižní Moravě.

Konkurence na trhu krmiv

Největším konkurentem v regionu je společnost Slavkovské krmné směsi a.s., která působí v Brně a okolí. Žádný další významný konkurent v regionu nepůsobí. Další společnosti, které se účastní trhu na území Moravy je Lukrom s.r.o. působící na Vyškovsku, společnost Zemědělské zásobování a nákup v Jihlavě, a.s. a sesterská společnost holdingu Agrofert, Navos a.s. působící na střední a severní moravě.

Tržní podíl společnosti na trhu výrobců krmných směsí odhadují jako vysoký. Společnost nemá žádné významné konkurenty, má v oboru dlouhodobou tradici a dosahuje vysoké kvality.

Konkurence na trhu s komoditami

Konkurence na trhu s komoditami je podobná jako u trhu krmiv, jedná se především o Lukrom s.r.o.. Postavení společnosti posiluje skutečnost, že je koordinátorem hmotných rezerv na Moravě a provádí nákupy pro Státní zemědělský intervenční fond. Významnou konkurenci do budoucna představují rakouské společnosti, ostatně české ceny se již několik let řídí zahraničními komoditními burzami. V současné době má však společnost vysoký tržní podíl, především kvůli výhodné obchodní politice vůči zemědělcům, kteří mají možnost platit až po sklizni a formou barterového obchodu (např. hnojiva a osivo v březnu za pšenici v srpnu).

Konkurence na trhu s hnojivy

Také v prodeji hnojiv zemědělským podnikům je ZZN POMORAVÍ největším hráčem jihomoravském trhu. Srovnatelně velcí hráči jsou až na střední Moravě, kde sídlí Moragro Prostějov a.s., přímo v regionu působí několik menších producentů jako např. Zera a.s., kteří se většinou specializují na úzký segment trhu.

Tržní podíl v jihomoravském kraji hodnotím jako vysoký, společnost má silné zázemí v holdingu, který hnojiva vyrábí.

Konkurence na trhu osiv

Mezi hlavní konkurenty patří například SEMO a.s. nebo Elita a.s., tyto společnosti se zabývají i výrobou osiv, mají delší tradici a širší sortiment. Výhodou ZZN POMORAVÍ je, že poskytuje možnost barterového obchodu a provozuje tedy jak prodej osiv, tak výkup komodit.

Konkurence na trhu s pesticidy

Mezi hlavní konkurenty patří opět Lukrom s.r.o., dále také DITANA a.s. a Lachema s.r.o.. Přímo v regionu žádní významní konkurenti nepůsobí, výhodou pro ZZN POMORAVÍ je opět silné zázemí v koncernu.

Konkurence na trhu s pohonnými hmotami

V regionu působí všechny velké distribuční společnosti, ZZN POMORAVÍ se jim snaží konkurovat především cenou a daří se jí každoročně zvyšovat tržby přibližně o 20%.

4.2.4.2 Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly

Cílem analýzy vnitřního potenciálu je posoudit zda je podnik vůbec schopen využít šance, které nabízí rozvoj trhu a do jaké míry je schopen čelit konkurenci a případným hrozbám.

Technické zázemí společnosti

Jelikož se společnost zaměřuje především na zemědělské zásobování a nákup, musí mít dostatečné technické zázemí, a to především ve formě skladovacích a dopravních kapacit.

Společnost má sklady komodit (sila) ve Starém Městě u Uherského Hradiště, v Rohatci u Hodonína, v Kyjově, v Uherském Brodě, ve Strážnici, v Chrlicích u Brna a v Ivančicích.

Výrobní krmných směsí jsou umístěny v Rohatci a v Kyjově, třetí VKS bude společnost od příštího roku využívat také v Hustopečích. Společnost vyrábí krmné směsi pro drůbež, prasata, skot, králíky, ryby, psy, lesní spárkatou zvěř, aj.

Sklady chemie a hnojiv jsou v Hodoníně, v Chrlicích, ve Starém Městě u Uherského Hradiště, v Modřicích u Brna a v Podivíně. Na střediscích v Hodoníně, ve Starém Městě u Uherského Hradiště a v Chrlicích jsou také sklady osiv.

K dopravě tuhých a kapalných hnojiv společnost využívá tři soupravy, které plně postačují současnému objemu prodeje. Ostatní rozvoz zboží zajišťují externí autodopravci. Společnost od příštího roku získá 5 aut na rozvoz krmných směsí z majetku Belagry a.s, která je od konce března součástí holdingu.

Manažeri a řízení podniku

Nejvýznamnější faktorem ovlivňujícím budoucnost podniku je jeho management. Statutárním orgánem společnosti je tříčlenné představenstvo, členové jsou vysokoškoláci s dlouholetou praxí, průměrný věk členů vedení společnosti je 48 let. Kvalita managementu podniku je hodnocena podle tabulky převzaté od prof. Maříka.

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení							Příklad pro dobré hodnocení
		0	1	2	3	4	5	6	
1. Schopnost tvořit vize	Žádné			X		X			Vedení má jasnou vizi
2. Schopnost tvořit strategie	Žádná						X		Vedení má jasnou strategii
3. Schopnost prognózovat	Špatná				X				Mimořádná
4. Schopnost ocenit šance a rizika	Příliš optimistické cíle						X		Realistické pohledy
5. Plánování běžné činnosti	Žádné						X		Pravidelně, obsáhle
6. Styl vedení, hodnoty	Nejasné kompetence, přetížené vedení					X			Jasná kompetence a hodnoty
7. Osobní kvalifikace	Nedostatečná						X		Vysoce kvalifikovaný
8. Schopnost se učit	Strnulost v minulém						X		Vysoká, zájem o nové
9. Schopnost rozhodovat	Váhavost při rozhodování					X			Schopnost rychle nalézt řešení
10. Vyváženost technických a ekonomických hledisek	Jednostrannost			X					Ovládá obě oblasti
Četnost bodů		0	0	1	1	3	5	0	
Body x četnost		0	0	2	3	12	25	0	

Tabulka 7: Hodnocení kvality managementu

Získaný počet bodů = $0 + 0 + 2 + 3 + 12 + 25 = 42$

Průměrný počet = $42 / 10 = 4,2$ bodů z 6

Z tabulky vyplývá, že podnik má kvalitní management, který bude významným faktorem v konkurenčním boji, především díky schopnosti plánovat běžné činnosti a oceňovat šance a rizika.

SWOT analýza

Důležitou součástí posouzení vnitřního potenciálu každé společnosti je SWOT analýza, která se shrnuje hlavní silné a slabé stránky společnosti, zmiňuje případná rizika a potenciální příležitosti na trhu.

Silné stránky:

- poskytování komplexních služeb pro zemědělce
- možnost vyrábět krmné směsi na míru
- vysoké skladovací kapacity
- moderní výrobní technologie
- nízká konkurence v oblasti
- organizátor trhu s komoditami (služby pro SZIF)
- synergické efekty holdingu

Slabé stránky:

- dluhové financování činnosti
- zastaralost skladovacích sil
- vysoká závislost počasí
- lokální působnost bez možnosti expanze
- malý vozový park
- nízká rentabilita oboru

Příležitosti :

- služby pro Státní zemědělský intervenční fond
- synergické efekty holdingu
- výrobová diferenciací krmných směsí
- využití intervenčních nákupů (SZIF)
- přístup k levnějším zdrojům financování díky členství v holdingu

Hrozby:

- hospodářská krize a poklesy cen komodit
- evropské regulace zemědělského trhu
- hrozba zahraniční konkurence
- špatná finanční situace některých odběratelů
- riziko výskytu ptačí a mexické chřipky u zvířat
- dlouhé doby splatnosti

4.2.5 Hodnocení perspektivnosti podniku

Na základě analýzy trhu a vnitřního potenciálu soudím, že společnost ZZN POMORAVÍ je podnik s přijatelnou perspektivou. Trh se zemědělskými komoditami, na kterém společnost působí, sice není příliš atraktivní, nicméně pozice společnosti je poměrně silná, dosahuje stabilních hospodářských výsledků a i její pozice organizátora trhu s komoditami ji zajišťuje stabilní tržby do budoucna. Finanční situaci také zlepšuje provázanost na holding, který dodává agrochemii a odebírá značnou část komodit.

4.2.6 Prognóza tržeb

Při plánování tržeb jsem vycházel především z prognózy vývoje trhu, z makroekonomických predikcí ministerstva financí², z cen futures na komoditních burzách³, z minulého vývoje tržeb a samozřejmě z plánů samotného managementu podniku. Plán nezahrnuje růst tržeb, který bude dosažen pomocí akvizic jiných společností.

Odbyt krmiv

Tržby z prodeje krmiv budou postupně klesat, jelikož dochází k dlouhodobému snižování počtu hospodářských zvířat v České republice⁴. Krizí prochází především trh s mlékem, což pravděpodobně povede k výraznému poklesu počtu dojníc ještě v letošním roce. Velmi negativní vliv bude mít plánované postoupení slovenských zákazníků slovenským partnerům v rámci holdingu.

² Zdroj: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro_pre_46976.html

³ Zdroj: <http://www.pbb.cz/cz/ceny-komodit.php>

⁴ Zdroj: [http://www.czso.cz/csu/2008edicniplan.nsf/t/4700384689/\\$File/21030801.pdf](http://www.czso.cz/csu/2008edicniplan.nsf/t/4700384689/$File/21030801.pdf)

V dalších letech by se měla pozitivně projevit technologická vybavenost VKS, které jsou krom krmiv všech druhů a velikostí schopny vyrábět při drobných technických úpravách i dřevěné brikety.

Z výše zmíněných důvodů, očekávám v letošním roce pokles přibližně o 20% a poté mírný jednoprocenní růst. Očekávaná hrubá marže se bude pohybovat kolem 16%.

Trh s komoditami

Toto odvětví je v silné depresi kvůli probíhající hospodářské krizi. Ceny některých komodit se za poslední rok propadly o více než polovinu⁵ a ceny futures nedávají naději na blízké zlepšení. Společnost má však silné zázemí v holdingu, který je hlavní odběratelem, a proto po letošním výrazném propadu očekávám v dalších letech růst.

Tržby z prodeje by měly klesnout přibližně o 25% v roce 2009, v dalších letech pak konec krize a růst přibližně o 12 % při obchodní marži přibližně 6%.

Odbyt hnojiv

I v tomto segmentu má společnost silné zázemí v holdingu, který je jejich hlavním dodavatelem, proto v souladu s minulým vývojem a plány podniku očekávám v letošním roce přibližně 10% růst tržeb, v letech následujících pak 7% růst při přibližně 11% obchodní marži.

Odbyt osiv

Na tomto trhu očekávám pozvolný, přibližně o 5% růst tržeb společnosti při 6% obchodní marži.

Odbyt pesticidů

I tuto oblast zasáhly důsledky hospodářské krize, proto po konzultaci s managementem podniku předpokládám v letošním roce pokles tržeb o 6%, v dalších letech pak 3% růst při 11% obchodní marži.

Prodej pohonných hmot

V letošním roce však očekávám propad tržeb přibližně o 30% v důsledku poklesu cen pohonných hmot u čerpacích stanic.⁶ V dalších letech je plánován 10% růst při 3,5% obchodní marži.

⁵ Zdroj: https://www.szif.cz/irj/go/km/docs/apa_anon/cs/zpravy/tis/zpravy_o_trhu/05/1236863662578.pdf

⁶ Zdroj: <http://www.sfinance.cz/kapitalove-trhy/ceny-PHM/>

Služby

Část příjmů společnosti pak tvoří příjem z čištění a sušení komodit, skladování a pronájmy. Vedení společnosti u těchto služeb očekává přibližně 2% růst.

4.3 Finanční analýza

Stručná finanční analýza je provedena na základě účetních závěrek a výkazu zisku a ztrát provedených za období 2003-2008

4.3.1 Analýza absolutních ukazatelů

Aktiva

Celková hodnota aktiv společnosti v průběhu sledovaného období vzrostla z 729 mil. Kč na 1 482 mil. Kč. Dlouhodobá aktiva v prvních 2 letech stagnovala, v roce 2008 výrazně vzrostla, především kvůli vkladu majetku areálu Chrlice a Ivančice od AGROFERT HOLDING a.s., který měla do té doby společnost v nájmu.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Aktiva celkem	729 124	807 017	864 828	904 769	1 142 993	1 482 391
Stálá aktiva	313 930	304 801	354 431	301 142	329 527	567 574
Finanční investice	33 433	32 628	100 619	16 070	61 076	173 817
Stála aktiva bez FI	280 497	272 173	253 812	285 072	268 451	393 757
Oběžná aktiva	410 350	499 817	508 849	603 162	813 274	914 687
Provozní aktiva	695 691	774 389	764 209	888 699	1 08 1917	1 308 574

Tabulka 8: Vývoj aktiv 2003-2008

Na vývoji aktiv se kromě výše zmíněného výrazně projevují také akvizice lokálních zemědělských družstev a růst oběžných aktiv. Provozní aktiva tvoří celková aktiva bez finančních investic.

Z vertikální analýzy aktiv je patrné, že stálá aktiva postupně klesají, což je způsobeno odprodejem nepotřebného majetku a odpisy, růst v roce 2008 je způsoben již zmíněným vkladem do společnosti.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Aktiva celkem	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Stálá aktiva	43 %	38 %	41 %	33 %	29 %	38 %
Finanční investice	5 %	4 %	12 %	2 %	5 %	12 %
Stála aktiva bez FI	38 %	34 %	29 %	32 %	23 %	27 %
Oběžná aktiva	56 %	62 %	59 %	67 %	71 %	62 %
Provozní aktiva	95 %	96 %	88 %	98 %	95 %	88 %

Tabulka 9: Vertikální analýza rozvahy - Aktiva

Pasiva

Vlastní kapitál společnosti postupně rostl z 729 mil. Kč k 31.12.2003 až na 755 mil. Kč k 31.12.2008. Objem cizího kapitálu postupně roste z 323 mil. Kč k 31.12.2003 na 727 mil. Kč k 31.12.2008.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Pasiva celkem	729 124	807 017	864 828	904 769	1 142 993	1 482 391
Vlastní kapitál	401 706	416 047	431 305	522 871	536 403	755 443
Cizí kapitál	323 237	387 147	429 946	381 139	606 580	726 948
z toho úvěry	184 044	245 000	172 000	191 133	343 977	435 674

Tabulka 10: Vývoj pasiv

Z vertikální analýzy pasiv je patrné, že poměr vlastního a cizího kapitálu kolísá kolem 50%, tedy kolem úrovně zlatého pravidla financování. Dopočet do 100% v roce 2003 tvoří ostatní pasiva.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Pasiva celkem	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Vlastní kapitál	55%	52%	50%	58%	47%	51%
Cizí kapitál	44%	48%	50%	42%	53%	49%

Tabulka 11: Vertikální analýza rozvahy – Pasiva

Výkaz zisku a ztrát

Společnost má příjmy jak z prodeje zboží, tak z prodeje vlastních výrobků a služeb.

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
+ Tržby za prodané zboží	479 831	707 806	588 962	826 832	1 038 965	1 477 356
- Náklady za prodané zboží	450 497	653 843	556 283	755 292	969 505	1 326 926
Obchodní marže	29 334	53 963	32 679	71 540	69 460	150 430
+ Výkony	597 564	635 737	545 604	601 707	746 521	750 945
- Spotřeba mat. a energie	459 581	495 507	388 157	441 292	574 239	610 099
- Služby	58 096	59 265	62 586	79 291	78 855	73 867
= Přidaná hodnota	109 221	134 928	127 540	152 664	162 887	217 409
- Osobní náklady	80 835	74 499	65 169	71 165	70 876	77 000
- Daně a poplatky	3 436	3 096	2 150	4 816	2 853	51 32
- Odpisy	24 032	25 700	25 443	30 482	31 490	31 772
+ Tržby z prodeje majetku	43 176	31 872	30 136	29 325	29 460	101 332
- Zůstatková cena majetku	33 692	28 597	14 123	37 927	19 809	41 527
- Rezervy a opr. položky	-13 359	-21 039	13 801	-13 754	41 563	83 430
+ Ostatní provozní výnosy	167 664	249 042	305 464	287 482	288 135	348 555
- Ostatní provozní náklady	167 678	274 756	316 755	288 982	286 338	348 240
= Provozní VH	23 747	30 233	25 699	49 853	27 553	80 195
+ Finanční VH	-7 215	-9 206	-6 203	-17 314	-5 037	-22 768
- Daň z příjmů	-2 118	5 535	3 522	4 065	8 074	8 117
= VH po zdanění	18 650	15 492	15 974	28 474	14 442	49 310

Tabulka 12: Vývoj VH a příslušných položek

S výjimkou roku 2005 společnost dosahuje každoročního růstu přidané hodnoty a tržeb. Nejdynamičtěji rostly tržby z prodeje pohonných hmot, pesticidů a hnojiv. Na celkový hospodářský výsledek společnosti má významný vliv tvorba opravných položek k pohledávkám a jejich rozpouštění. Tyto opravné položky jsou vytvářeny u pohledávek, kde hrozí vysoké riziko, že pohledávka nebude uhrazena (společnosti v likvidaci či konkurzním řízení).

Na hospodářském výsledku se v minulosti také podílely jednorázové transakce, jako je prodej nepotřebného majetku nebo postupování pohledávek.

4.3.2 Analýza poměrových ukazatelů

Analýza poměrových ukazatelů je nejpoužívanější metodou ve finanční analýze. Poměrových ukazatelů je velké množství, proto záleží na jejich správném výběru. Přehled vybraných poměrových ukazatelů za roky 2003 až 2008 je uveden v následující tabulce.

Ukazatel	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Likvidita						
Běžná likvidita	1,483	1,496	1,420	2,084	1,703	1,479
Pohotová likvidita	0,731	0,757	0,642	1,110	0,755	0,670
Okamžitá likvidita	0,012	0,078	0,072	0,323	0,094	0,163
Rentabilita						
ROA	2,56%	1,92%	1,85%	3,15%	1,26%	3,33%
ROE	4,64%	3,72%	3,70%	5,45%	2,69%	6,53%
ROCE	4,57%	3,67%	3,65%	5,07%	2,55%	6,35%
Aktivita						
Obrat celkových aktiv	1,48	1,66	1,31	1,58	1,56	1,50
D. obratu pohledávek	67	61	65	57	62	50
D. obratu zásob (dny)	69	66	88	71	91	81
Zadluženost						
Celková zadluženost	44%	48%	50%	42%	53%	49%
Finanční páka	1,82	1,94	2,01	1,73	2,13	1,96
Úrokové krytí	3,41	3,69	4,22	6,74	2,83	3,54

Tabulka 13: Poměrové ukazatele

Ukazatele likvidity zkoumají, zda je podnik schopen dostát svým závazkům. Doporučená hodnota pro běžnou likviditu je alespoň 1,6 pro pohotovou likviditu alespoň 1 a okamžitá likvidita má být vyšší než 0,2. Doporučených hodnot dosahovala společnost pouze v roce 2006. Nízké hodnoty těchto ukazatelů jsou důsledkem toho, že

cizí zdroje jsou čerpány pomocí kontokorentních úvěrů se splatností do jednoho roku. U okamžité likvidity je dobře patrný pozitivní trend, který by měl dostat tento ukazatel v letošním roce do doporučených hodnot.

I přes podprůměrné výsledky těchto ukazatelů se nedomnívám, že by společnost měla problémy dostát svým závazkům.

Ukazatele rentability měří schopnost společnosti vytvářet nové zdroje, obvykle porovnáním dosaženého hospodářského výsledku se zdroji užitými k jeho dosažení. Obecně tedy platí: čím vyšších hodnot společnost dosahuje, tím lépe. Doporučené hodnoty nejsou přesně definované, ukazatele slouží spíše k porovnání výkonnosti různých firem působících ve stejném oboru. Jelikož ve srovnatelných společnostech se ukazatel ROE pohybuje kolem 2,5-3 % v letech 2004 – 2005 a jelikož zemědělství není obor s vysokou přidanou hodnotou, u kterého by se dalo očekávat výrazně lepší výsledky, můžeme říci, že společnost dosahuje nadprůměrných hodnot.

Ukazatele aktivity měří jak efektivně podnik hospodaří se svými aktivy. Má-li jich více, než je účelné, vznikají mu nadbytečné náklady, má-li jich naopak méně, přichází o část tržeb. Obrat celkových aktiv měří efektivnost využití veškerých aktiv společnosti. Hodnoty kolem 1,5 ukazují na přiměřenou velikost aktiv vzhledem k tržbám. Doba obratu zásob v minulých letech postupně rostla až na 81 dní, což není příznivý vývoj. Důsledkem je větší vázanost kapitálu a tím pádem větší náklady. Naproti tomu doba obratu pohledávek se postupně zkracuje, což zlepšuje likviditu a především cash-flow společnosti. Tento ukazatel negativně ovlivňuje sezónnost zemědělství, kdy prvovýrobci na jaře odebírají osiva a hnojiva, nicméně platit jsou schopni až na podzim po sklizení úrody.

Ukazatele zadluženosti porovnávají vlastní a cizí zdroje kapitálu, měří v jaké míře společnost financuje svůj provoz prostřednictvím dluhu. Cizí kapitál do určité míry zlepšuje rentabilitu vlastního kapitálu, protože činí jeho využívání efektivnějším. Zlaté pravidlo financování říká, že zadlužení společnosti by se mělo pohybovat kolem 50% což společnost ZZN POMORAVÍ splňuje. Koeficient úrokového krytí nám říká, kolikrát zisk převyšuje zaplacené úroky. Doporučené hodnoty, které jsou pro tento parametr 3-6, byly ve sledovaném období dodrženy.

4.3.3 Hodnocení finanční analýzy

Finanční analýza nám odpověděla na základní otázky ohledně finanční stability, výnosnosti, zadluženosti a přiměřenosti aktiv. Společnost nemá problémy s likviditou, i přes nízkou rentabilitu dosahuje stabilního zisku a zadlužení společnosti odpovídá odvětvovému průměru.

Jelikož společnost dosahuje stabilních hospodářských výsledků, lze předpokládat dlouhodobou perspektivu podniku a lze přistoupit k výnosovému ocenění.

4.4 Finanční plán

Pro ocenění podniku pomocí výnosové metody je třeba sestavit plán hlavních účetních výkazů:

- výkaz zisku a ztrát,
- rozvaha,
- cash –flow,
- investic do provozně nutného majetku.

4.4.1 Plán výkazu zisku a ztrát

Plán vychází z manažerského výkazu zisku a ztrát a z plánu tržeb tak jak byl naplánován na základě strategické analýzy v kapitole 4.2.6. Plán počítá s poklesem v roce 2009, který je způsoben výrazným poklesem cen komodit, pohonných hmot a objemu prodeje krmiv v důsledku hospodářské krize. V následujících letech je plán sestaven jako rostoucí, jelikož očekávám stabilizaci cen komodit a jejich pozvolný růst v plánovaném období. V dalších letech se na výši tržeb za prodané zboží projevují především vyšší objemy prodeje u jednotlivých položek, tak jak byly naplánovány v kapitole prognóza tržeb.

Položka	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby za prodej zboží	1 231 818	1 338 380	1 455 679	1 584 883	1 727 292
Komodity	556 861	623 684	698 526	782 349	876 231
Agrochemie	209 859	216 155	222 639	229 318	236 198
Osiva	99 017	103 968	109 166	114 625	120 356
Pohonné hmoty	95 552	105 107	115 618	127 180	139 898
Hnojiva	270 530	289 467	309 729	331 410	354 609
Náklady vynal. na prodané zboží	1 136 279	1 235 424	1 344 610	1 464 933	1 597 611
Komodity	523 449	586 263	656 615	735 408	823 657
Agrochemie	186 774	192 378	198 149	204 093	210 216
Osiva	93 076	97 730	102 616	107 747	113 135
Pohonné hmoty	92 208	101 429	111 571	122 729	135 001
Hnojiva	240 771	257 625	275 659	294 955	315 602
Obchodní marže	95 540	102 956	111 069	119 950	129 680
Výkony	632 866	639 726	646 673	653 709	660 835
Krmné směsi	497 750	502 728	507 755	512 833	517 961
Zvířata	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000
Služby	94 115	95 998	97 918	99 876	101 874
Aktivace materiálu a zboží	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000
Výkonová spotřeba	575 908	582 150	588 472	594 875	601 359
Přidaná hodnota	152 498	160 532	169 269	178 784	189 156
Osobní náklady	77 000	77 770	79 325	81 705	84 973
Daně a poplatky	2 700	2 700	2 700	2 700	2 700
Odpisy	34 600	34 100	33 400	32 900	32 100
Změna stavu rezerv	-8 700	0	0	0	0
Upravený provozní VH	46 898	45 962	53 844	61 479	69 382
Výnosy z DFM	100	100	100	100	100
Výnosové úroky	400	400	400	400	400
Nákladové úroky	12 870	10 860	10 120	9 600	7 650
Ostatní finanční náklady	1 700	1 600	1 500	1 400	1 300
Finanční výsledek hospodaření	-10670	-8 760	-8 120	-7 700	-5 850
VH před zdaněním	36 228	37 202	45 724	53 779	63 532
DPPO	7 246	7 068	8 688	10 218	12 071
Upravený VH za účetní období	28 982	30 133	37 036	43 561	51 461

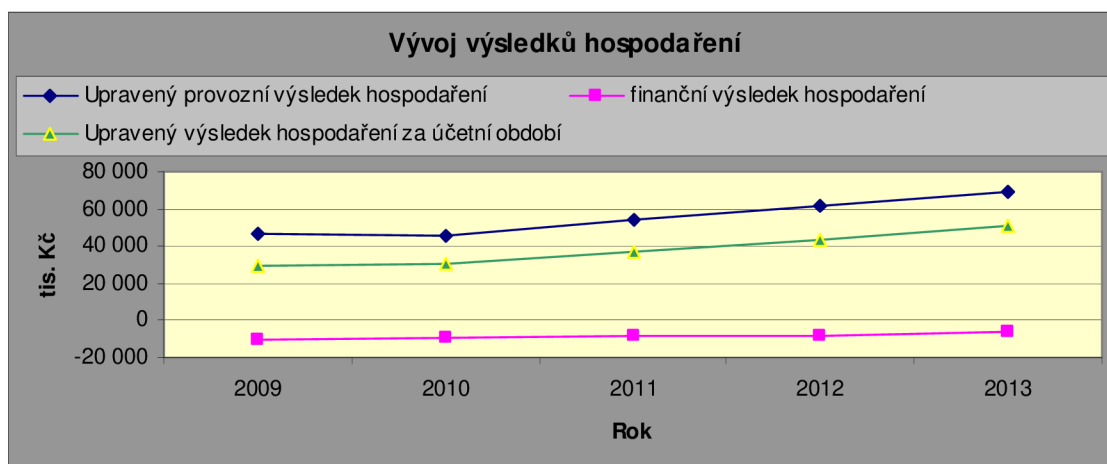
Tabulka 14: Plán výkazu zisku a ztrát

Z provozního hospodářského výsledku byly vyřazeny příjmy a náklady z prodeje dlouhodobého hmotného majetku a materiálu, jelikož se nejedná o pravidelné příjmy a nejsou hlavní činností podniku. Ze stejného důvodu byly vyřazeny také ostatní provozní výnosy a náklady. V plánu naopak zůstala aktivace materiálu a zboží, jelikož se v případě ZZN POMORAVÍ jedná o pravidelnou součást provozního výsledku hospodaření.

Do finančního výsledku hospodaření nejsou zahrnuty tržby a náklady z obchodu s cennými papíry, jelikož se stejně jako u DHM nejedná o hlavní činnost.

Plán počítá s postupným růstem provozního hospodářského výsledku, který je způsoben růstem objemu tržeb a poklesem finančního výsledku hospodaření, jelikož společnost počítá s postupným snižováním objemu úvěrů, což má za následek nižší zaplacené nákladové úroky.

Výsledky hospodaření jsou pro přehlednost zobrazeny v následujícím grafu:



Graf 1: Vývoj výsledků hospodaření

4.4.2 Investiční plán

Podnik má naplánované investice pouze pro rok 2009. Jelikož má společnost dlouhodobý nadbytek stálých aktiv, jsou pro další roky investice plánovány pouze na úrovni 75% odpisů. Kompletní přehled pro rok 2009 naplánovaných investic je uveden v následující tabulce.

Položka	Cena v tis. Kč
Sušárna obilovin - Chrlice	7 500
Čistička obilovin Chrlice	1 200
Sušárna obilovin - stavba Chrlice	500
Propojení sila II a III Chrlice	500
Čistička obilovin Staré město	1 200
Hangárový sklad pytlovaných hnojiv Modřice	2 500
Nákladní automobil IVECO + cisternová dodávka	3 300
Rekonstrukce skladu Podivín	331
Celkem	17 031

Tabulka 15: Plán investic pro rok 2009

4.4.3 Plánovaná rozvaha

Plán rozvahy vychází z odhadu společnosti a do současné podoby je upraven pro potřeby ocenění. Především se v rozvaze nepočítá s růstem dlouhodobého investičního majetku, který zvláště v posledních letech představoval podstatnou část nárůstu stálých aktiv, jelikož se jedná o neprovozní aktivum. Dále oproti původnímu plánu společnosti počítám s menším poklesem objemu zásob a menším nárůstem objemu pohledávek.

Aktiva

U aktiv očekávám mírný růst, způsobený nárůstem oběžných aktiv, respektive nárůstem tržeb, který vyvolá větší potřebu pracovního kapitálu.

Položka	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Aktiva celkem	1 482 391	1 309 013	1 321 172	1 334 493	1 348 998	1 364 740
Dlouhodobý majetek	567 574	551 989	543 464	535 114	526 889	518 864
Dl. nehmotný majetek	73	73	73	73	73	73
Dl. hmotný majetek	393 684	376 115	367 590	359 240	351 015	342 990
Pozemky	75 935	83 900	83 900	83 900	83 900	83 900
Stavby	272 040	264 573	258 490	251 440	244 515	237 790
Samostatné movité věci	37 744	27 642	25 200	23 900	22 600	21 300
DFM (neprovozní)	173 817	175 801	175 801	175 801	175 801	175 801
Oběžná aktiva	914 687	756 824	777 508	799 179	821 909	845 676
Zásoby	500 608	397 925	409 491	421 399	433 660	446 184
Materiál	18 299	17 400	17 550	17 700	17 850	17 900
Zboží	479 953	380 525	391 941	403 699	415 810	428 284
Krátkodobé pohledávky	311 058	297 458	300 433	303 437	306 471	309 536
Kr. finanční majetek	101 037	61 441	67 585	74 344	81 778	89 956
Časové rozlišení	130	200	200	200	200	200

Tabulka 16: Plán aktiv

Dlouhodobý majetek postupně klesá, jelikož společnost má nadbytek aktiv a plán počítá s investicemi na úrovni pouze 75% odpisů. Naproti tomu u oběžných aktiv očekávám pozvolný růst, jelikož i tržby společnosti rostou. Růst pohledávek je mírnější než růst zásob, jelikož odběratelé se za poslední roky již stabilizovali a očekávám postupný pokles doby obratu pohledávek.

Pasiva

Vývoj pasiv je charakterizován především postupným nárůstem vlastního kapitálu a pozvolným snižováním krátkodobých bankovních úvěrů.

Položka	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Pasiva celkem	1 482 391	1 309 013	1 321 172	1 334 493	1 348 998	1 364 740
Vlastní kapitál	755 443	784 425	814 558	851 595	895 155	946 616
Základní kapitál	493 428	493 428	493 428	493 428	493 428	493 428
Kapitálové fondy	49 572	49 572	49 572	49 572	49 572	49 572
Rezervní fondy	72 694	72 694	72 694	72 694	72 694	72 694
VH minulých let	90 439	139 749	168 731	198 864	235 901	279 461
VH běžného účetního období (+/-)	49 310	28 982	30 133	37 036	43 561	51 461
Cizí zdroje	726 948	524 588	506 613	482 899	453 843	418 124
Rezervy	87 838	79 138	79 138	79 138	79 138	79 138
Dlouhodobé závazky	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Krátkodobé závazky	202 436	152 704	159 649	166 942	174 599	182 639
Závazky z obch. vztahů	188 940	138 904	145 849	153 142	160 799	168 839
Závazky k zaměstnancům	11 285	11 600	11 600	11 600	11 600	11 600
Z ze soc. a zdrav pojištění	1 826	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800
Stát – daňové závazky	385	400	400	400	400	400
Bank. úvěry a výpomoci	435 674	291 746	266 826	235 819	199 106	155 347
Bank. úvěry dlouhodobé	19 821	10 665	1 509	0	0	0
Běžné bankovní úvěry	415 853	281 081	265 317	235 819	199 106	155 347
Časové rozlišení	0	0	0	0	0	0

Tabulka 17: Plán pasiv

Nárůst kapitálu je způsoben růstem nerozděleného zisku minulých let. Pokles cizích zdrojů pak poklesem kontokorentních (běžných) bankovních úvěrů, které společnost používá k financování svého provozu.

4.4.4. Plán Cash Flow

Plán cash flow je nejdůležitější část finančního plánu pro potřeby ocenění, protože nám říká kolik prostředků společnost každoročně vytváří a jakou hodnotu pro majitele přináší.

Položka	2009	2010	2011	2012	2013
Stav peněžních prostředků a ekvivalentů na začátku období	101 037	61 441	67 585	74 344	81 778
Účetní zisk z běžné činnosti před zdan.	36 228	37 202	45 724	53 779	63 532
Úpravy o nepeněžní operace	38 270	44 460	43 020	42 000	39 250
Odpisy	34 600	34 100	33 400	32 900	32 100
změna stavu rezerv	-8 700	0	0	0	0
Výnosy z dividend	-100	-100	-100	-100	-100
nákladové a výnosové úroky	12 470	10 460	9 720	9 200	7 250
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, změnami prac. kap.	74 498	81 662	88 744	95 779	102 782
Změna stavu pohledávek	13 530	-2 975	-3 004	-3 034	-3 065
Změna stavu krátkodobých závazků	-49 732	6 945	7 292	7 657	8 040
Změna stavu zásob	102 683	-11 566	-11 908	-12 261	-12 524
Vyplacené úroky	-12 870	-10 860	-10 120	-9 600	-7 650
Přijaté úroky	400	400	400	400	400
Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost	-7 246	-7 068	-8 688	-10 218	-12 071
Přijaté dividendy	100	100	100	100	100
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	121 363	56 638	62 816	68 822	76 012
Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-17031	-25575	-25050	-24675	-24075
Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-17031	-25575	-25050	-24675	-24075
změna bankovních úvěrů	-143 928	-24 920	-31 007	-36 713	-43 759
Čistý peněžní tok z finanční činnosti	-143 928	-24 920	-31 007	-36 713	-43 759
Čisté zvýšení, resp. snížení peněžních prostředků a ekvivalentů	-39 596	6 143	6 759	7 434	8 178
Stav peněžních prostředků a ekvivalentů na konci období	61 441	67 584	74 344	81 778	89 956

Tabulka 18: Plán cash flow

Pro naše potřeby je nejdůležitější peněžní tok z provozní činnosti, který určuje kolik prostředků podnik za rok provozu vytvořil, a výdaje spojené s nabytím stálých aktiv, které tvoří peněžní tok z činnosti investiční. Výrazně vyšší peněžní tok z provozní činnosti v roce 2009 je způsoben poklesem objemu pracovního kapitálu, konkrétně nižším objemem zásob, který byl zapříčiněn výrazným poklesem cen komodit, se kterými společnost obchoduje.

4.4.5 Plán provozně nutného kapitálu

Provozně nutný investovaný kapitál zahrnuje provozně nutný upravený pracovní kapitál a provozně nutná dlouhodobá aktiva. Jedná se tedy o aktiva která podnik potřebuje ke svému provozu, snížená o dlouhodobé závazky.

Provozně nutný dlouhodobý majetek získáme součtem dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku.

Provozně nutný pracovní kapitál vypočteme jako součet zásob, pohledávek, peněžních prostředků a aktivního časového rozlišení snížené o krátkodobé závazky a pasivní časové rozlišení.

Položka	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Dl. hmotný majetek	385 719	376 115	367 590	359 240	351 015	342 990
Dl. nehmotný majetek	73	73	73	73	73	73
Provozně nutná dlouhodobá aktiva	385 792	376 188	367 663	359 313	351 088	343 063
Zásoby	500 608	397 925	409 491	421 399	433 660	446 184
Krátkodobé pohledávky	311 058	297 458	300 433	303 437	306 471	309 536
Krátkodobý finanční majetek	101 037	61 441	67 585	74 344	81 778	89 956
Časové rozlišení aktivní	130	200	200	200	200	200
Krátkodobé závazky	-202 436	-152 704	-159 649	-166 942	-174 599	-182 639
Časové rozlišení pasivní	0	0	0	0	0	0
Provozně nutný pracovní kapitál	710 397	604 320	618 059	632 438	647 510	663 237
Provozně nutný investovaný kapitál	1 096 189	980 508	985 722	991 751	998 598	1 006 300

Tabulka 19: Plánovaný provozně nutný investovaný kapitál

4.4.6 Finanční analýza plánu

Připravený finanční plán je potřeba podrobit finanční analýze, která zhodnotí vývoj hlavních ukazatelů. Jelikož plán tržeb i rozvahy je sestaven jako růstový, není nutné provádět jejich analýzu, jelikož předpokládáme u všech položek pozitivní vývoj. Analýza se zaměří pouze na poměrové ukazatele, jejichž souhrn je uveden v tabulce.

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013
Likvidita					
Běžná likvidita	1,745	1,830	1,984	2,199	2,502
Pohotová likvidita	0,827	0,866	0,938	1,039	1,182
Okamžitá likvidita	0,142	0,159	0,185	0,219	0,266
Rentabilita					
ROA	2,21%	2,28%	2,78%	3,23%	3,77%
ROE	3,69%	3,70%	4,35%	4,87%	5,44%
ROCE	3,65%	3,69%	4,35%	4,87%	5,44%
Aktivita					
Obrat celkových aktiv	1,42	1,50	1,58	1,66	1,75
Doba obratu pohledávek	57	55	52	49	47
Doba obratu zásob	77	75	72	70	67
Zadluženost					
Celková zadluženost	40%	38%	36%	34%	31%
Finanční páka	1,67	1,62	1,57	1,51	1,44
Úrokové krytí	3,64	4,23	5,32	6,40	9,07

Tabulka 20: Poměrové ukazatele - plán

Všechny **ukazatele likvidity** vykazují v plánovaném období růstový trend. Běžná likvidita se na rozdíl od likvidity pohotové pohybuje po celé plánované období v doporučených hodnotách, což naznačuje vysoký podíl zásob na pracovním kapitálu podniku. Růst všech ukazatelů je také důsledkem poklesu běžných bankovních úvěrů v průběhu plánovaného období.

Ukazatele rentability mají růstový trend a jsou mírně nad odvětvovým průměrem, který je v tomto oboru velmi nízký.

Ukazatele aktivity sledují v plánovaném období zlepšující se trend. Obrat celkových aktiv postupně roste, což značí, že společnost lépe využívá svoje aktiva. Doba obratu pohledávek mírně klesá, jelikož společnosti se daří dříve získat svoje peníze od obchodních partnerů, především počítám se zlepšující se platební morálkou u členů holdingu a také se stabilnější finanční situací obchodních partnerů po skončení hospodářské recese. I doba obratu zásob postupně klesá, což je pozitivní trend, jelikož případné náklady na pracovní kapitál tvoří poměrně významnou zápornou položku v Cash flow.

Při sledování **ukazatelů zadluženosti** je zřetelně patrná snaha společnosti o snížení podílu cizího kapitálu na pasivech společnosti. Celková zadluženost se od roku 2008 snížila o čtvrtinu až na 31% a úrokové krytí, které vyjadřuje kolikrát výsledek z provozní činnosti převýšil zaplacené úroky postupně roste až na úroveň 9,07 v roce 2013. Celkové zadlužení společnosti tedy hodnotím jako průměrné s pozitivním vývojem.

5 Návrh ocenění

Za nejvhodnější metodu pro ocenění společnosti ZZN POMORAVÍ a.s. považují metodu výnosovou, jelikož hodnota hospodářského statku (podniku) je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. Současná hodnota budoucích výnosů tedy nejspíše odráží skutečnou hodnotu podniku. Samotné ocenění bude provedeno dvoufázovou metodou diskontovaných finančních toků.

5.1. Výpočet volného cash – flow

Pro zjištění hodnoty podniku pomocí výnosové metody je třeba nejprve zjistit, jak velký objem prostředků lze ze společnosti každoročně odčerpat, aniž by tím byl narušen její provoz. Výpočet tohoto volného peněžního toku je uveden v následující tabulce.

Položka	2009	2010	2011	2012	2013
Korigovaný provozní VH před daněmi	36 228	37 202	45 724	53 779	63 532
Upravená daň z příjmů	-7 246	-7 068	-8 688	-10 218	-12 071
Korigovaný provozní VH po daních	28 982	30 133	37 036	43 561	51 461
Odpisy	34 600	34 100	33 400	32 900	32 100
Ostatní náklady, které nejsou výdaji	-8 700	0	0	0	0
Předběžný peněžní tok z provozu	54 882	64 233	70 436	76 461	83 561
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	106 077	-13 739	-14 379	-15 073	-15 727
Investice do provozně nutného DHM	9 604	8 525	8 350	8 225	8 025
Volný peněžní tok (FCF)	170 563	59 019	64 408	69 613	75 859

Tabulka 21: Plán FCF pro roky 2009 – 2013

Investice do provozně nutného DHM se vypočítají jako výdaje spojené s nabytím stálých aktiv mínus odpisy. Investice do provozně nutného pracovního kapitálu pak jako změna aktuálního a předchozího roku. Jelikož oba výpočty snižují volné cash flow, dosazují se do vzorce se záporným znaménkem.

Vysoký peněžní tok v roce 2009 je způsoben především poklesem pracovního kapitálu, kdy v důsledku hospodářské krize výrazně poklesla hodnota komodit, se kterými společnost obchoduje. Jelikož objem investic nedosahuje výše odpisů, je peněžní tok z investic do provozně nutného dlouhodobého majetku kladný.

5.2 Výpočet diskontní míry (WACC)

Než přistoupíme k samotnému návrhu ocenění je nutné stanovit diskontní míru pro oceňovaný podnik. Pro stanovení se nejčastěji používají průměrné náklady kapitálu

(Weighted Average Cost of Capital). Pro stanovení nákladů kapitálu je nutné určit náklady vlastního kapitálu a náklady na cizí zdroje.

5.2.1 Náklady vlastního kapitálu

Náklady na tento kapitál jsou dány výnosovým očekáváním investorů. Jediný v praxi uznávaný způsob výpočtu diskontní míry pro tržní ocenění je model oceňování kapitálových aktiv (CAPM – capital asset pricing model), který se opírá o teorie kapitálového trhu a odvozuje je od alternativních výnosů s přihlédnutím k riziku. Pro stanovení nákladů tohoto modelu je nutné zjistit:

- Bezrizikovou sazbu
- Beta koeficient
- Rizikovou prémii
- Přirážku za riziko země
- Přirážku za velikost a tržní kapitalizaci

Bezriziková sazba

Pro účely tohoto ocenění byla bezriziková sazba stanovena jako průměrná prodejní cena státních dluhopisů obchodovaných na Patrii dne 11.5.2009 se splatností 10, 30 a 50 let.⁷ Výsledná hodnota je **5,17 %** p.a.

Beta koeficient

Určení tohoto koeficientu je poměrně složité, jelikož obchodní činnost společnosti se prolíná do několika oborů a je nutné pro každou činnost stanovit tento koeficient odděleně. Výsledný koeficient beta pak bude váženým průměrem těchto činností:

- obchod s komoditami, osivy a výroba krmných směsí a prodej zvířat
- obchod s agrochemií a hnojivy,
- obchod s pohonnými hmotami,
- čištění a skladování komodit, pronájem skladovacích prostor

Na základě informací profesora Damodarana a podle americké metodiky NAICS⁸ jsem zjistil nezdluženou betu pro tyto obory a podle jejich zastoupení na tržbách

⁷ Zdroj: <http://www.patria.cz/CurrenciesRates/online/CZ0001000814/bond.aspx#online>

⁸ Zdroj: <http://www.census.gov/cgi-bin/sssd/naics/naicsrch?chart=2007>

v prvním roce plánu jim přiřadil váhy. Výpočet výsledné nezadlužené bety je uveden v tabulce.

Odvětví	Nezadlužená beta	Váha dle podílu tržeb
Obchod s komoditami, osivy, VKS a zvířaty	0,53	62,99%
Obchod s agrochemií a hnojivy	1,01	25,76%
Obchod s PHM	1,01	5,12%
Čištění a skladování komodit, pronájem skladovacích prostor	0,77	6,12%
Vážený průměr pro nezadluženou betu	0,696	

Tabulka 22: Výpočet nezadluženého koeficientu beta⁹

Pro výpočet nákladů vlastního kapitálu je nutné znát zadluženou betu, kterou zjistíme dosazením do následujícího vzorce:

Zadlužená beta = nezadlužená beta * [1 + (1 - daňová sazba) * (tržní poměr cizích a vlastních zdrojů)].¹⁰

Je tedy nutné znát tržní poměr cizích a vlastních zdrojů, který neznáme, jelikož se tržní hodnotu vlastního kapitálu právě snažíme vypočítat. Pro potřeby výpočtu jsou tedy použity hodnoty účetní.

Položka	2009	2010	2011	2012	2013
Vlastní kapitál	784 425	814 558	851 595	895 155	946 616
Bankovní úvěry dlouhodobé	10 665	1 509	0	0	0
Bankovní úvěry krátkodobé	281 081	265 317	235 819	199 106	155 347
Zpoplatněný kapitál celkem	1 076 171	1 081 384	1 087 414	1 094 261	1 101 963
Předpokládaná sazba DPPO	20,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Poměr cizího a vl. kapitálu	38,55%	32,94%	27,69%	22,24%	16,41%
Nezadlužená beta	0,696	0,696	0,696	0,696	0,696
Zadlužená beta	0,910	0,881	0,852	0,821	0,788

Tabulka 23: Výpočet koeficientu beta

Jelikož dochází k postupnému nárůstu vlastního kapitálu v důsledku růstu nerozděleného zisku minulých let, dochází k poklesu využívání úvěrů, tím pádem také k poklesu koeficientu beta.

Riziková prémie

Riziková prémie pro vyspělé trhy lze vypočítat jako aritmetický nebo geometrický rozdíl mezi výnosností akcií a státních obligací v období 1928-2007. Geometrický

⁹ Zdroj: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html

¹⁰ dle Maříka, M Metody oceňování podniku, (2007), strana 224

rozdíl, se kterým budu počítat ve své diplomové práci je pro rok 2009 **3,88% p.a.**¹¹ Její výše je odborným odhadem budoucí rizikové premie.

Přirážka za riziko země

Pokud se použije pro kalkulaci diskontní míry zahraniční bezrizikové výnosnosti a dále zahraniční výnosnosti tržního indexu je nutné dále zohlednit přirážku za riziko dané země (viz např. Mařík M. - Diskontní míra v oceňování). Tato přirážka se však dá použít i v případě použití lokální bezrizikové výnosnosti protože v případě přepočtu diskontního faktoru (vyjádřeného v zahraniční měně) na lokální měnu by se mělo dospět ke stejným výsledkům. Tato přirážka vychází z ratingu dané země a z volatility výnosnosti akciového a dluhopisového trhu. Počátkem roku 2009 došlo v souvislosti se všeobecným poklesem ekonomiky v Evropě ke zhoršení ratingu České Republiky a ke zvýšení přirážky, která pro Českou republiku aktuálně činí 2,1% p.a. Z důvodu opatrnosti pak volím tuto hodnotu i do perpetuity.

Přirážka za velikost a tržní kapitalizaci

Podle míry tržní kapitalizace pro evropský trh spadá patří společnost ZZN POMORAVÍ a.s. svou velikostí do skupiny mikrokapitalizace pro kterou prof. Ibbotson stanovuje premii **3,88% p.a.**¹²

Výpočet nákladů vlastního kapitálu

Náklady vlastního kapitálu vypočítáme podle následujícího vzorce:

$$r_e = r_f + \beta (r_m + r_c) + r_t$$

Diskontní faktor	2009	2010	2011	2012	2013
Bezriziková sazba (r_f)	5,17%	5,17%	5,17%	5,17%	5,17%
Zadlužená beta (β)	0,910	0,881	0,852	0,821	0,788
Riziková premie pro vyspělé trhy (r_m)	3,88%	3,88%	3,88%	3,88%	3,88%
Riziko země (r_c)	2,10%	2,10%	2,10%	2,10%	2,10%
Premie za tržní kapitalizaci (r_t)	3,88%	3,88%	3,88%	3,88%	3,88%
Náklady na vlastní zdroje (r_e)	14,49%	14,32%	14,14%	13,96%	13,76%

Tabulka 24: Náklady vlastního kapitálu

¹¹ Zdroj: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html

¹² Zdroj: SBBI Valuation Edition 2007 Yearbook

5.2.2 Náklady cizích zdrojů

Společnost využívá pro svůj provoz několik kontokorentních úvěrů, jejichž průměrná sazba je smluvně stanovena jako měsíční PRIBOR + 1,15 %. Vzhledem k minulému vývoji diskontní sazby ČNB¹³, kdy sazby postupně klesaly až na svoje historická minima v letošním roce, očekávám v příštích letech postupný návrat na úroveň z roku 2007 a 2008. Náklady cizích zdrojů v letech 2009-2013 proto stanovuji na 3,5%, 4,1%, 4,4%, 4,8% a 5,1% p.a..

5.2.3 Výpočet WACC

Diskontní míra se vypočítá jako vážený průměr nákladů vlastního a cizího kapitálu. Protože společnost nezná svoji efektivní daňovou sazbu a nelze ji ani jednoduše odhadnout, jelikož dochází k častým odkladům platby daně a její míra v minulosti nevyrovnaně kolísala mezi 14% a 36%, je při výpočtu průměrných nákladů kapitálu použita státem plánovaná sazba. Samotný výpočet je zachycen v následující tabulce.

	2009	2010	2011	2012	2013
Poměr cizích a celkových zdrojů	27%	25%	22%	18%	14%
Sazba daně z příjmů	20%	19%	19%	19%	19%
Náklady na úročené cizí zdroje	3,5%	4,1%	4,4%	4,8%	5,1%
Náklady na vlastní zdroje	14,45%	14,31%	14,14%	13,96%	13,76%
WACC	11,29%	11,60%	11,85%	12,13%	12,40%

Tabulka 25: Výpočet WACC

Růst průměrných nákladů na kapitál je způsoben dvěma faktory. Zaprvé zvětšujícím se podílem vlastního kapitálu na celkovém objemu úročeného kapitálu a zadruhé rostoucími náklady na cizí kapitál. Je třeba si uvědomit, že v letošním roce jsou historicky nejnižší diskontní sazby ČNB a tento stav pravděpodobně nepotrvá dlouho.

5.3 Očekávaný vývoj během druhé fáze

Pro ocenění druhé fáze vývoje podniku po roce 2013 je potřebné znát předpokládanou míru růstu volného cash flow. Na jeho vývoj mají hlavní tyto faktory:

- vývoj tržeb,
- vývoj HDP České republiky.

¹³ Zdroj: http://www.cnb.cz/cs/faq/faq_diskontni_historie.html

V období druhé fáze očekávám pouze mírný růst tržeb, jelikož působení společnosti je regionálně vymezeno a bez možnosti expanze do jiných regionů nelze čekat výrazný nárůst tržeb. Očekávám tedy, po výraznějším průměrném růstu tržeb na úrovni 8,7% během první fáze, během druhé fáze stabilizaci tržeb společnosti a pozvolný 2% růst.

Odhadnout budoucí vývoj českého HDP se zdá být z dnešního pohledu ještě složitější. V roce 2008 sice HDP vzrostl o 3,5%, v letošním je však očekáván pokles a odhady odborníků se ohledně budoucího vývoje značně liší. Na základě minulého vývoje HDP¹⁴ se přikláním k mírně optimistickému názoru, že české HDP bude po roce 2013 růst průměrně 3,5% ročně.

Na vývoj růstu podniku pak působí celá řada dalších vnitřních (skladovací kapacity, lokální působnost) a vnějších (nové technologie, přírodní vlivy, vývoj cen, konkurence, právní prostředí) faktorů, které je potřeba zohlednit. Po jejich zvážení jsem rozhodl, že pravděpodobná míra růstu podniku v období perpetuity bude 3% ročně.

5.4 Výpočet výsledné hodnoty podniku

Pro výpočet bude použita dvoufázová metoda diskontovaných peněžních toků, která vychází z předpokladu, že existenci podniku lze rozdělit do dvou období. Do první fáze patří první 4 roky, pro které je stanoven finanční plán. Druhá fáze začíná posledním prognózovaným rokem a pokračuje do nekonečna. Hodnota druhé fáze se také označuje jako pokračující hodnota neboli perpetuita.

Jelikož se jedná o metodu DCF entity, je nejprve zjištěna současná hodnota peněžních toků pro akcionáře a věřitele a od ní pak odečtena hodnota cizích zdrojů ke dni ocenění.

5.4.1 První fáze

Výpočet hodnoty první fáze pomocí diskontování peněžních toků je proveden v následující tabulce.

Položka	2009	2010	2011	2012
FCF	170 563	59 019	64 408	69 613
Diskontní míra (WACC)	11,29%	11,60%	11,85%	12,13%
Odúročitel	0,899	0,805	0,720	0,642
Diskontované FCF	153 260	47 519	46 364	44 692

¹⁴ Zdroj: <http://www.kurzy.cz/makroekonomika/hdp/>

Tabulka 26: Výpočet diskontovaného FCF pro první fázi

Celková hodnota první fáze vyjádřená součtem diskontovaných cash flow je 291 835 tis. Kč.

5.4.2 Druhá fáze

Perpetuita představuje součet nekonečně dlouhé řady peněžních toků diskontovaných k počátku této fáze. Perpetuitu je pak potřeba diskontovat k datu ocenění.

Perpetuitu stanovíme pomocí Gordonova vzorce:

$$P = \frac{FCF_{2013}}{r - g} = \frac{75\,859}{0,124 - 0,03} = \mathbf{806\,588\, \text{tis. Kč}},$$

kde: FCF₂₀₁₃ = peněžní tok v prvním roce druhé fáze
 r = průměrné náklady kapitálu pro první rok druhé fáze
 g = očekávaná míra růstu během druhé fáze

Současnou hodnotu druhé fáze k datu ocenění pak získáme součinem hodnoty druhé fáze a odůročitelem na konci první fáze.

Současná hodnota druhé fáze: 806 588 * 0,642 = **518 101 tis. Kč.**

5.4.3 Výsledná hodnota podniku

Pro zjištění výsledné hodnoty podniku je nutné od hodnoty první a druhé fáze odečíst úročený cizí kapitál ke dni ocenění a přičíst neprovozní aktiva. Výpočet je proveden v následující tabulce.

Současná hodnota 1. fáze	291 835 tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	517830 tis. Kč
Provozní hodnota brutto	809 664 tis. Kč
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	435 674 tis. Kč
Provozní hodnota netto	373 990 tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	173 817 tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu	547 807 tis. Kč

Tabulka 27: Výpočet hodnoty podniku

Oceněním společnosti ZZN POMORAVÍ a.s. k 31.12.2008 pomocí výnosové metody byla zjištěna **hodnota vlastního kapitálu 547 507 tis. Kč.**

Zajímavé srovnání nabízí pohled na účetní hodnotu vlastního kapitálu k 31.12.2008, která je 755 443 tis. Kč. Tento rozdíl nicméně neznamená, že by bylo něco špatně a je způsoben odlišným přístupem k zjištění hodnoty. Zatímco účetní hodnota je prostým

součtem jednotlivých položek rozvahy, výnosová metoda se snaží zjistit tržní hodnotu společnosti a budoucí zisky, které je podnik schopen generovat.

6. Závěr

Cílem mé diplomové práce bylo stanovit ocenění podniku, které by věrně odráželo tržní hodnotu vlastního kapitálu společnosti ZZN POMORAVÍ a.s.

Před samotným oceněním společnosti bylo nutné provést strategickou a finanční analýzu. Ze strategické analýzy vyplynulo, že společnost se pohybuje na stabilním trhu a nemá ve svém regionu významného konkurenta, který by ohrožoval její budoucí vývoj. Následná finanční analýza pak potvrdila přijatelné vyhlídky společnosti, která má průměrnou zadluženost, přiměřenou likviditu a střední dobu obratu zásob a pohledávek. Nízké hodnoty rentability, které společnost dosahuje, jsou bohužel typické pro zemědělství.

Pro účely ocenění byl na základě těchto analýz sestaven dlouhodobý finanční plán na období 2009 – 2013. Z toho plánu byly odvozeny peněžní toky pro vlastníky i věřitele, které byly použity pro výpočet hodnoty podniku metodou DCF.

Hodnota společnosti ZZN POMORAVÍ a.s. k 31.12.2008, zjištěná pomocí výnosové metody, byla stanovena na **547 507 tis. Kč**. Jelikož je metoda DCF založena na budoucích výnosech společnosti, lépe vystihuje hodnotu podniku. Pro hodnotu společnosti je důležitější jakých příjmů je schopna dosáhnout v budoucnosti, než současná hodnota jejího majetku nebo minulý vývoj.

7. Seznam použité literatury

- [1] MLČOCH, Jan. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha 1 : LINDE Praha a.s., 1998 159s. ISBN 80-7201-154-6
- [2] MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku: proces ocenění základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha 4: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3
- [3] BUUS, T. *Aplikace moderních metod oceňování v případě nekótovaných společností*. 1. vydání. Praha: Oeconomia. 2007. 112s. ISBN 978-80-245-1200-6.
- [4] Mařík, M. *Generátory hodnoty – jádro finančního plánování pro výnosové ocenění podniku*. Praha:VŠE, 2003. 89s. ISBN 80-245-0553-3.
- [5] KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1
- [6] SŮVOVÁ, H. a kolektiv. *Finanční analýza v řízení podniku, v bance a na počítači*. 1.vydání. Praha: Bankovní institut, a.s., 1999. 602s. ISBN 80-7265-033-5.
- [7] SEKERKA, B. *Finanční analýza na bázi účetních výkazů*. Praha: PROFESS, 1996. 152s. ISBN 80-85235-40-4
- [8] ŽIVĚLOVÁ, I. *Finanční řízení podniku I*. 1. vydání. Brno: Mendelova zemědělská a lesnická univerzita v Brně, 1998. 106s. ISBN 80-7157-339-6
- [9] ZZN POMOAVÍ A.S. HODONÍN. *Profil*. [online] 2009 [Cit. 2009-04-23]. Dostupný z WWW: <http://www.zznpomoravi.cz/?_core_cnt_SetActiveGroup=1303>
- [10] Informační server Českého statistického úřadu [online]. Dostupný z WWW: <<http://www.czso.cz>>
- [11] Informační server Ministerstva Zemědělství [online]. Dostupný z WWW: <<http://www.mz.cz>>
- [12] Informační server Státního zemědělského intervenčního fondu [online]. Dostupný z WWW: <<http://www.szif.cz>>
- [13] DAMODARAN ON-LINE. *Useful Data Sets*. [online] 2009 [Cit. 2009-04-30] Dostupný z WWW: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html>

7 Seznam tabulek

Tabulka 1: Schéma výpočtu FCF	30
Tabulka 2: Zjištění výsledné hodnoty podniku	33
Tabulka 3: Ocenění podle likvidační metody	39
Tabulka 4: Trh - obiloviny, olejninu a krmné směsi 2004 až 2008	41
Tabulka 5: Analýza atraktivity trhu	42
Tabulka 6: Celkový trh ČR obiloviny, olejninu a krmné směsí – odhad	43
Tabulka 7: Hodnocení kvality managementu	46
Tabulka 8: Vývoj aktiv 2003-2008	50
Tabulka 9: Vertikální analýza rozvahy – Aktiva	50
Tabulka 10: Vývoj pasiv	51
Tabulka 11: Vertikální analýza rozvahy – Pasiva	51
Tabulka 12: Vývoj VH a příslušných položek	51
Tabulka 13: Poměrové ukazatele	52
Tabulka 14: Plán výkazu zisku a ztrát	55
Tabulka 15: Plán investic pro rok 2009	56
Tabulka 16: Plán aktiv	57
Tabulka 17: Plán pasiv	58
Tabulka 18: Plán cash flow	59
Tabulka 19: Plánovaný provozně nutný investovaný kapitál	60
Tabulka 20: Poměrové ukazatele – plán	60
Tabulka 21: Plán FCF pro roky 2009 – 2013	62
Tabulka 22: Výpočet nezadluženého koeficientu beta	64
Tabulka 23: Výpočet koeficientu beta	64
Tabulka 24: Náklady vlastního kapitálu	65
Tabulka 25: Výpočet WACC	66
Tabulka 26: Výpočet diskontovaného FCF pro první fázi	67
Tabulka 27: Výpočet hodnoty podniku	68

8. Přílohy

Příloha č.1: Rozvaha - aktiva

Příloha č. 2: Rozvaha – pasiva

Příloha č. 3: Výkaz zisku a ztrát

Příloha č. 4: Cash Flow

ZZN POMORAVÍ

		AKTIVA (v tis. Kč)	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008
		AKTIVA CELKEM	904 769	1 142 993	1 482 391
A		Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0
B		Dlouhodobý majetek	301 142	329 527	567 574
B I.		Dlouhodobý nehmotný majetek	168	127	73
B I.	1	Zpřizovací výdaje	0	0	0
	2	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0
	3	Software	168	127	73
	4	Ocenitelná práva	0	0	0
	5	Goodwill	0	0	0
	6	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0
	7	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0
	8	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0
B II.		Dlouhodobý hmotný majetek	284 904	268 324	393 684
B II.	1	Pozemky	25 051	23 499	75 935
	2	Stavby	193 725	180 615	272 040
	3	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	44 919	42 947	37 744
	4	Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0
	5	Základní stádo a tažná zvířata	0	0	0
	6	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	5 989	8 621	0
	7	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	2 157	2 205	1 149
	8	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	640	285
	9	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	13 063	9 797	6 531
B III.		Dlouhodobý finanční majetek	16 070	61 076	173 817
B III.	1	Podíly v ovládaných a řízených osobách	6 070	37 851	150 587
	2	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	8 010	8 025
	3	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	10 000	15 215	15 205
	4	Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osoba, podstatný vliv	0	0	0
	5	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0
	6	Požizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0
	7	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0
C		Oběžná aktiva	603 162	813 274	914 687
C I.		Zásoby	281 763	452 971	500 608
C I.	1	Material	14 640	17 333	18 299
	2	Nedokončená výroba a polotovary	0	0	0
	3	Výrobky	167	216	296
	4	Zvířata	0	0	2 060
	5	Zboží	266 506	435 422	479 953
	6	Poskytnuté zálohy na zásoby	450	0	0
C II.		Dlouhodobé pohledávky	1 717	7 225	1 983
C II.	1	Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0
	2	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	0	0	0
	3	Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0
	4	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0
	5	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	0	0
	6	Dohadné účty aktivní	0	0	0
	7	Jiné pohledávky	0	0	0
	8	Očložená daňová pohledávka	1 717	7 225	1 983
C III.		Krátkodobé pohledávky	226 312	308 400	311 059
C III.	1	Pohledávky z obchodních vztahů	218 355	266 606	285 746
	2	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	0	0	0
	3	Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0
	4	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0
	5	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0
	6	Stát - daňové pohledávky	4 316	3 818	22 610
	7	Krátkodobé poskytnuté zálohy	2 186	18 361	2 382
	8	Dohadné účty aktivní	0	613	321
	9	Jiné pohledávky	1 455	19 002	0
C IV.		Krátkodobý finanční majetek	93 370	44 678	101 037
C IV.	1	Peníze	690	288	383
	2	Účty v bankách	92 680	44 390	100 654
	3	Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	0
	4	Požizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0	0
D.I.		Časové rozlišení	465	192	130
	1	Náklady příštích období	465	192	130
	2	Komplexní náklady příštích období	0	0	0
	3	Příjmy příštích období	0	0	0

ZZN POMORAVÍ

		PASIVA (v tis. Kč)	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008
		PASIVA CELKEM	904 769	1 142 993	1 482 391
A	Vlastní kapitál		522 871	536 403	755 443
A I.	Základní kapitál		319 773	319 773	493 428
A I.	1 Základní kapitál		319 773	319 773	493 428
	2 Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)		0	0	0
	3 Změny základního kapitálu		0	0	0
A II.	Kapitálové fondy		49 572	49 572	49 572
A II.	1 Limisní ážio		0	0	0
	2 Ostatní kapitálové fondy		49 572	49 572	49 572
	3 Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků		0	0	0
	4 Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách		0	0	0
A III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku		72 879	72 769	72 694
A III.	1 Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond		72 154	72 154	72 154
	2 Statutární a ostatní fondy		725	615	540
A IV.	Výsledek hospodaření minulých let		52 173	79 847	90 439
A IV.	1 Nerozdělený zisk minulých let		52 173	79 847	90 439
	2 Neuhrazená ztráta minulých let		0	0	0
A V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)		28 474	14 442	49 310
B	Cizí zdroje		381 139	606 580	726 948
B I.	Rezervy		52 534	99 147	87 838
B I.	1 Rezervy podle zvláštních právních předpisů		40 400	43 500	51 400
	2 Rezerva na důchody a podobné závazky		0	0	0
	3 Rezerva na daň z příjmu		1 600	0	0
	4 Ostatní rezervy		10 534	55 647	36 438
B II.	Dlouhodobé závazky		1 000	1 000	1 000
B II.	1 Závazky z obchodních vztahů		0	0	0
	2 Závazky - ovládající a řídicí osoba		0	0	0
	3 Závazky - podstatný vliv		0	0	0
	4 Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení		0	0	0
	5 Dlouhodobé přijaté zálohy		1 000	1 000	1 000
	6 Vydané dluhopisy		0	0	0
	7 Dlouhodobé směnky k uhradě		0	0	0
	8 Dohadné účty pasivní		0	0	0
	9 Jiné závazky		0	0	0
	10 Odložený daňový závazek		0	0	0
B III.	Krátkodobé závazky		136 472	162 456	202 436
B III.	1 Závazky z obchodních vztahů		106 242	133 921	178 009
	2 Závazky - ovládající a řídicí osoba		0	0	0
	3 Závazky - podstatný vliv		0	0	0
	4 Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení		0	0	0
	5 Závazky k zaměstnancům		18 295	11 853	11 285
	6 Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění		1 405	1 565	1 826
	7 Stát - daňové závazky a dotace		402	431	385
	8 Krátkodobé přijaté zálohy		2 605	4 341	107
	9 Vydané dluhopisy		0	0	0
	10 Dohadné účty pasivní		7 317	7 427	7 594
	11 Jiné závazky		206	2 918	3 230
B IV.	Bankovní úvěry a výpomoci		191 133	343 977	435 674
	1 Bankovní úvěry dlouhodobé		38 133	28 977	19 821
	2 Běžné bankovní úvěry		153 000	315 000	415 853
	3 Krátkodobé finanční výpomoci		0	0	0
C I.	Časové rozlišení		759	10	0
	1 Výdaje příštích období		759	10	0
	2 Výnosy příštích období		0	0	0

AKTIVA	904 769	1 142 993	1 482 391
PASIVA	904 769	1 142 993	1 482 391
(A - P)	0,00	0,00	0,00
změna vlastního kapitálu	-28 474,00	-910,00	169 730,00

ZZN POMORAVÍ

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT (v tis. Kč)		01–12/2006	01–12/2007	01–12/2008
I.	Tržby za prodej zboží	826 832	1 038 965	1 477 356
A.	Naklady vynaložené na prodané zboží	755 292	969 505	1 326 926
+	Obchodní marže	71 540	69 460	150 430
II.	Výkony	601 707	746 521	750 945
II.	1 Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	582 787	730 877	730 807
	2 Změna stavu zásob vlastní činnosti	-29	84	2 140
	3 Aktivace	18 949	15 560	17 998
B.	Výkonová spotřeba	520 583	653 094	683 966
B.	1 Spotřeba materiálu a energie	441 292	574 239	610 099
B.	2 Služby	79 291	78 855	73 867
+	Přidaná hodnota	152 664	162 887	217 409
C.	Osobní náklady	71 165	70 876	77 000
C.	1 Mzdové náklady	50 391	49 535	54 109
C.	2 Odměny členům orgánů společnosti a družstva	931	792	468
C.	3 Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	17 047	17 557	19 002
C.	4 Sociální náklady	2 796	2 992	3 421
D.	Daně a poplatky	4 816	2 853	5 132
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	30 482	31 490	31 772
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	29 325	29 460	101 332
	1 Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	14 731	13 523	91 226
	2 Tržby z prodeje materiálu	14 594	15 937	10 106
F.	Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	37 927	19 809	41 527
	1 Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	25 231	5 245	32 698
	2 Prodaný materiál	12 696	14 564	8 829
G.	Změna stavu rezerv a OP v provozní oblasti a KNPO	-13 754	41 563	83 430
IV.	Ostatní provozní výnosy	287 482	288 135	348 555
II.	Ostatní provozní náklady	288 982	286 338	348 240
V.	Převod provozních výnosů	0	0	0
I.	Převod provozních nákladů	0	0	0
*	PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	49 853	27 553	80 195
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	13 225	8	400
J.	Prodané cenné papíry a podíly	11 050	213	1 749
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	101	218	135
	1 Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	101	218	135
	2 Výnosy z ostatních dlouhodobých CP a podílů	0	0	0
	3 Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0
K.	Náklady z finančního majetku	0	0	0
IX.	Výnosy z přecenění CP a derivátů	0	0	0
L.	Náklady z přecenění CP a derivátů	0	0	0
M.	Změna stavu rezerv a OP ve finanční oblasti	11 478	-5 418	-1 749
X.	Výnosové úroky	600	476	464
N.	Nákladové úroky	7 398	9 736	22 657
XI.	Ostatní finanční výnosy	30	1 203	1 273
O.	Ostatní finanční náklady	1 344	2 411	2 383
XII.	Převod finančních výnosů	0	0	0
P.	Převod finančních nákladů	0	0	0
*	FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	-17 314	-5 037	-22 768
Q.	Daň z příjmu za běžnou činnost	4 065	8 074	8 117
Q.	1 Splatná	15 563	13 582	2 875
	2 Odložená	-11 498	-5 508	5 242
**	VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA BĚŽNOU ČINNOST	28 474	14 442	49 310
XIII.	Mimořádné výnosy	0	0	0
R.	Mimořádné náklady	0	0	0
S.	Daň z příjmu z mimořádné činnosti	0	0	0
S.	1 Splatná	0	0	0
	2 Odložená	0	0	0
*	MIMOŘÁDNÝ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	0	0	0
T.	Převod podílů na HV společníkům (+ / -)	0	0	0
***	VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA ÚČETNÍ OBDOBÍ (+ / -)	28 474	14 442	49 310
	Výsledek hospodaření před zdaněním	32 539	22 516	57 427

ZZN POMORAVÍ

CASH - FLOW (v tis. Kč)		01–12/2007	01–12/2008
P.	Stav peněžních prostředků a ekvivalentů na začátku období	93 370	44 678
<i>Peněžní toky z provozní činnosti</i>			
Z.	Účetní zisk/ztráta z běžné činnosti před zdaněním	22 516	57 427
A.1.	Úpravy o nepeněžní operace	68 604	251 987
A.1.1.	Odpisy stálých aktiv s výjimkou zůstatkové ceny prodaných stálých aktiv a dále umořování opravne položky k nabytému majetku	31 490	31 772
A.1.2.	Změna stavu opravných položek Změna stavu rezerv	-12 068 48 213	92 990 -11 309
A.1.3.	Zisk/ztráta z prodeje stálých aktiv	-8 073	-57 179
A.1.4.	Výnosy z dividend a podílů na zisku	-218	-135
A.1.5.	Vyúčtované nákladové úroky s výjimkou kapitalizovaných úroků a vyúčtované výnosové úroky	9 260	22 193
A.1.6.	Případné úpravy o ostatní nepeněžní operace	0	173 655
A.*	Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, změnami pracovního kapitálu a mimořádnými položkami	91 120	309 414
A.2.	Změny stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu	-226 646	-99 761
A.2.1.	Změna stavu pohledávek z provozní činnosti, aktivních účtů časového rozlišení a dohadných účtů aktivních	-80 673	-92 094
A.2.2.	Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti, pasivních účtů časového rozlišení a dohadných účtů pasivních	25 235	39 970
A.2.3.	Změna stavu zásob	-171 208	-47 637
A.2.4.	Změna stavu krátkodobého finančního majetku nespádajícího do peněžních prostředků a ekvivalentů	0	0
A.**	Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a mimořádnými položkami	-135 526	209 653
A.3.	Vyplacené úroky s výjimkou kapitalizovaných úroků	-9 736	-22 657
A.4.	Přijaté úroky	476	464
A.5.	Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost a za doměrky daně za minulá období	-9 674	-8 117
A.6.	Příjmy a výdaje spojené s mimořádnými účetními případy, které tvoří mimořádný HV včetně uhrazené splatné daně z příjmů z mimořádné činnosti	0	0
A.7.	Přijaté dividendy a podíly na zisku	218	135
A.***	Čistý peněžní tok z provozní činnosti	-154 242	179 478
<i>Peněžní toky z investiční činnosti</i>			
B.1.	Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-59 915	-302 517
B.2.	Příjmy z prodeje stálých aktiv	13 531	91 626
B.3.	Půjčky a úvěry správným osobám	0	0
B.***	Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-46 384	-210 891
<i>Peněžní toky z finančních činností</i>			
C.1.	Dopady změn dlouhodobých závazků, popř. takových krátkodobých závazků, které spadají do oblastí finanční činnosti (např. některé provozní úvěry) na peněžní prostředky a ekvivalenty	152 844	91 697
C.2.	Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty	-910	-3 925
C.2.1.	Zvýšení peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů z titulu zvýšení základního kapitálu, emisního ážia, event. rezervního fondu včetně složených záloh na zvýšení	0	0
C.2.2.	Vyplacení podílu na vlastním kapitálu společníkům	0	0
C.2.3.	Další vklady peněžních prostředků společníků a akcionářů	0	0
C.2.4.	Úhrada ztráty společníky	0	0
C.2.5.	Přímé platby na vrub fondů	-910	-925
C.2.6.	Vyplacené dividendy nebo podíly na zisku včetně zaplacené srážkové daně vztahující se k těmto nárokům a včetně finančního vypořádání se společníky veřejné obchodní společnosti a komplementáři u komanditních společnostech	0	-3 000
C.***	Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	151 934	87 772
F.	Čisté zvýšení, resp. snížení peněžních prostředků a ekvivalentů	-48 692	56 359
R.	Stav peněžních prostředků a ekvivalentů na konci období	44 678	101 037
kontrola na CF kom		0	0