



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

FAKULTA PODNIKATELSKÁ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

ÚSTAV MANAGEMENTU

INSTITUTE OF MANAGEMENT

STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU MĚŠŤANSKÝ PIVOVAR V POLIČCE, A.S.

ESTIMATION OF THE VALUE OF THE COMPANY MĚŠŤANSKÝ PIVOVAR V POLIČCE, A.S.

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Ing. Pavel Chleboun

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

prof. Ing. Alena Kocmanová, Ph.D.

BRNO 2017

Zadání diplomové práce

Ústav:	Ústav managementu
Student:	Ing. Pavel Chleboun
Studijní program:	Ekonomika a management
Studijní obor:	Řízení a ekonomika podniku
Vedoucí práce:	prof. Ing. Alena Kocmanová, Ph.D.
Akademický rok:	2016/17

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů a se Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně zadává diplomovou práci s názvem:

Stanovení hodnoty podniku Měšťanský pivovar v Poličce, a.s.

Charakteristika problematiky úkolu:

Úvod
Cíle práce, metody a postupy zpracování
Teoretická východiska práce
Analýza současného stavu
Vlastní návrhy řešení
Závěr
Seznam použité literatury
Přílohy

Cíle, kterých má být dosaženo:

Hlavním cílem této diplomové práce je stanovit hodnotu podniku Měšťanský pivovar v Poličce, a.s. na základě výnosových metod. Hodnota bude stanovena k datu 31.12.2016. Dílčí cíle této práce jsou následující: strategická analýza, finanční analýza, finanční plán, použití výnosových metod DCF entity a EVA entity.

Základní literární prameny:

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

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

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

KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-717-9529-1.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2016/17

V Brně dne 28.2.2017

L. S.

doc. Ing. Robert Zich, Ph.D.
ředitel

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.
děkan

Abstrakt

Diplomová práce se zabývá stanovením hodnoty vybraného podniku pomocí výnosových metod. Jedná se o metody diskontovaného cash flow a ekonomické přidané hodnoty. V teoretické části práce vymezuje pojmy a postupy, které jsou poté použity v praktické části. Ta obsahuje analýzu současného stavu a návrhovou část.

Abstract

Master thesis deals with specify a value a chosen company by income-based methods. these methods are discounted cash flow and economic value added. Jedná se o metody diskontovaného cash flow a ekonomické přidané hodnoty. The thesis deals with describe of the methodology which is then use in the practical part. The practical part contain analysis of the actual situation and the proposed part.

Klíčová slova

stanovení hodnoty podniku, strategická analýza, finanční analýza, generátory hodnoty, finanční plán, metody diskontovaného cash flow, metoda ekonomické přidané hodnoty

Keywords

stanovení hodnoty podniku, strategická analýza, finanční analýza, generátory hodnoty, finanční plán, metody diskontovaného cash flow, metoda ekonomické přidané hodnoty

Bibliografická citace

CHLEBOUN, P. *Stanovení hodnoty podniku*. Brno: Vysoké učení technické v Brně. Fakulta podnikatelská. 2016. 65 s. Vedoucí diplomové práce prof. Ing. Alena Kocmanová, Ph.D.

Čestné prohlášení

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

V Brně 1. května 2017

.....

Poděkování

Na tomto místě bych chtěl poděkovat prof. Ing. Aleně Kocmanové, Ph.D. za cenné rady a připomínky při zpracovávání této diplomové práce.

1	Úvod	12
2	Cíle práce a metody zpracování	12
3	Teoretická východiska práce	12
3.1	Podnik – definice.....	13
3.2	Hodnota podniku.....	13
3.2.1	Hladiny hodnoty podniku	13
3.2.2	Kategorie hodnoty podniku	14
3.3	Důvody pro ocenění podniku.....	15
3.4	Postup při oceňování podniku.....	15
3.4.1	Sbírání vstupních dat	16
3.4.2	Strategická analýza	16
3.4.2.1	Postup strategické analýzy	16
3.4.3	Finanční analýza	18
3.4.3.1	Analýza absolutních ukazatelů.....	18
3.4.3.2	Analýza rozdílových ukazatelů	18
3.4.3.3	Analýza poměrových ukazatelů	19
3.4.4	Rozdělení majetku podniku na provozně potřebný a nepotřebný.....	21
3.4.4.1	Provozně nutný investovaný kapitál.....	22
3.4.4.2	Korigovaný provozní výsledek hospodaření.....	22
3.4.5	Analýza a prognóza generátorů hodnoty	22
3.4.5.1	Tržby.....	23
3.4.5.2	Provozní zisková marže.....	23
3.4.5.3	Pracovní kapitál	24
3.4.5.4	Investice do dlouhodobého majetku.....	24
3.4.5.5	Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty.....	24
3.5	Sestavení finančního plánu	25

3.6	Výnosové metody ocenění podniku.....	25
3.6.1	Metoda diskontovaného peněžního toku DCF.....	26
3.6.1.1	Peněžní toky pro metodu DCF entity	27
3.6.1.2	Technika propočtu hodnoty podniku a volba časového horizontu	27
3.6.1.3	Diskontní míra pro metodu DCF entity.....	29
3.6.2	Metoda ekonomické přidané hodnoty EVA	30
3.6.2.1	EVA jako nástroj ocenění.....	31
4	Analýza současného stavu	32
4.1	Představení podniku	32
4.1.1	Základní informace	32
4.1.2	Produktové portfolio	32
4.1.3	Organizační struktura.....	33
4.2	Strategická analýza podniku	33
4.2.1	Analýza makroekonomického okolí podniku	33
4.2.1.1	Hrubý domácí produkt.....	33
4.2.1.2	Míra inflace	34
4.2.1.3	SWOT analýza.....	35
4.2.2	Analýza mikroekonomického okolí podniku.....	35
4.2.2.1	Analýza odvětví.....	35
4.2.2.2	Analýza relevantního trhu	38
4.2.3	Vývoj tržeb a tržního podílu podniku.....	38
4.3	Finanční analýza podniku	39
4.3.1	Analýza absolutních ukazatelů	39
4.3.1.1	Analýza rozvahy	39
4.3.1.2	Analýza výkazu zisku a ztráty.....	42
4.3.2	Analýza poměrových ukazatelů.....	43

4.3.2.1	Ukazatele rentability.....	43
4.3.2.2	Ukazatele likvidity.....	44
4.3.2.3	Ukazatele aktivity.....	45
4.3.2.4	Ukazatele zadluženosti.....	46
4.4	Celkové zhodnocení současného stavu.....	47
5	Návrhová část.....	48
5.1	Rozdělení majetku na provozně potřebný a nepotřebný.....	48
5.2	Analýza a prognóza generátorů hodnoty.....	49
5.2.1	Prognóza tržeb.....	49
5.2.2	Prognóza ziskové marže.....	54
5.2.3	Pracovní kapitál.....	56
5.2.4	Dlouhodobý majetek a investice.....	57
5.2.5	Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty.....	60
5.3	Finanční plán.....	62
5.3.1	Plán výkaz zisku a ztráty.....	62
5.3.2	Plán peněžních toků.....	63
5.3.3	Plán rozvahy.....	64
5.4	Stanovení hodnoty podniku.....	65
5.4.1	Ocenění metodou DCF entity.....	65
5.4.1.1	Současná hodnota první fáze.....	65
5.4.1.2	Pokračující hodnota druhé fáze.....	68
5.4.1.3	Výsledné ocenění podle metody DCF entity.....	70
5.4.2	Ocenění metodou EVA entity.....	70
5.4.2.1	Současná hodnota první fáze.....	71
5.4.2.2	Pokračující hodnota druhé fáze.....	71
5.4.2.3	Výsledné ocenění podle metody EVA entity.....	71

5.5	Celkové zhodnocení návrhové části.....	72
6	Závěr	73
	Seznam použitých zdrojů	74
	Seznam tabulek	75
	Seznam obrázků.....	77
	Seznam zkratek.....	77
	Seznam příloh.....	78

1 ÚVOD

Oceňování podniku je stále aktuálnější téma především pro akcionáře a vlastníky podniku, kteří potřebují znát tržní hodnotu podniku a nejenom tu účetní (z důvodů zjištění, zda podnik bude dosahovat požadované výkonnosti a zhodnocovat tak vložený kapitál).

Proces stanovení hodnoty podniku zahrnuje mnoho dílčích kroků, mezi kterými jsou zpracování strategické a finanční analýzy nebo sestavení finančního plánu. Poté následuje samotné ocenění podniku. Výsledná hodnota je závislá nejen na exaktních vstupních datech, ale i na pohledu oceňovatele a na zvolené metodě ocenění.

Stanovení hodnoty podniku může mít mnoho důvodů. Mezi ně patří například jeho prodej či koupě, změna právní formy nebo rozdělení popřípadě fúze.

Tato diplomová práce se zabývá ocenění podniku Měšťanský pivovar v Poličce, a.s. k datu 31.12.2016.

2 CÍLE PRÁCE A METODY ZPRACOVÁNÍ

Hlavním cílem této diplomové práce je stanovit hodnotu podniku Měšťanský pivovar v Poličce, a.s. na základě výnosových metod. Hodnota bude stanovena k datu 31.12.2016. Práce je rozdělena do dvou částí. V první části jsou popsána teoretická východiska pro oceňování podniku, která jsou poté použita ve druhé části. Ta se zabývá aplikací těchto poznatků na konkrétní podnik. Dílčí cíle této práce jsou následující:

- strategická analýza,
- finanční analýza,
- finanční plán,
- použití výnosových metod DCF entity a EVA entity.

3 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE

V této části práce budou popsána teoretická východiska, která se poté použijí ve druhé části.

3.1 Podnik – definice

Dle obchodního zákoníku je podnik definován následovně:

„Podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.“ (Business.center.cz, 2017)

Je vhodné doplnit tuto definici několika poznámkami:

- a) Při podnikání je jeho nezbytnou součástí využívání závazků všeho druhu. Při oceňování podniku musíme brát v úvahu i rozsah všech těchto závazků. Tudíž je žádoucí, aby i definice podniku zachytila tuto skutečnost
- b) Zavádějící může být výraz „soubor“ v definici podniku. Tento výraz svádí k představě, že podnik je soubor různých majetkových položek. Na podnik je však třeba pohlížet jako na funkční celek. (Mařík, 2011, str. 15)

3.2 Hodnota podniku

Účelem celého procesu oceňování podniku je nalezení jeho hodnoty. Ekonomicky pojímaná hodnota má dvě stránky: užitnou hodnotu, což je schopnost statku uspokojovat lidské potřeby, a směnnou hodnotu, které je závislá na užitné hodnotě a zároveň je zde předpoklad, že je statek k dispozici v omezeném množství. Směnné hodnota vyjádřená v penězích vede k tržní ceně. (Mařík, 2011, str. 20)

Hodnota podniku také závisí na budoucím užítku, který lze z držení podniku očekávat. Hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy diskontovanými na současnou hodnotu. (Mařík, 2011, str. 20)

3.2.1 Hladiny hodnoty podniku

Podnik lze oceňovat na různých hladinách:

Hodnota brutto – jedná se o hodnotu podniku jako celku. Zahrnuje hodnotu pro vlastníky i věřitele

Hodnota netto – jedná se o ocenění na úrovni vlastníků podniku. Oceňuje se vlastní kapitál. (Mařík, 2011, str. 16)

3.2.2 Kategorie hodnoty podniku

Hodnota podniku závisí na účelu ocenění a na subjektu, z jehož hlediska je ocenění zpracováváno. Definovány jsou následující čtyři kategorie hodnoty:

Tržní hodnota

Tržní hodnota je definována jako odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, přičemž by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.

Subjektivní hodnota

Subjektivní neboli investiční hodnota je ovlivněna subjektivními názory a individuálním očekáváním investora, neboť vyjadřuje jakou konkrétní hodnotu má podnik pro určitého konkrétního investora.

Objektivizovaná hodnota

Objektivizovaná hodnota je definována jako typizovaná a jinými subjekty přezkoumatelná hodnota stanovená za předpokladu, že podnik bude pokračovat dále ve své činnosti. Při jejím hledání se vychází ze stavu podniku v momentě ocenění. (Mařík, 2011, str. 22-30)

Komplexní přístup na základě tzv. Kolínské školy

Tento přístup vychází z myšlenky, že kategorie hodnoty vychází z funkcí, které mají subjektivní hodnotu pro konkrétního uživatele. Definuje tyto základní funkce oceňování: poradenskou, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňovou.

Těmto funkcím odpovídají odlišné kategorie hodnoty. Za nejdůležitější funkci je většinou považována funkce poradenská, která má za úkol stanovit hraniční hodnoty (maximální cenu, kterou ještě může zaplatit kupující, aniž by na transakci prodělal, a minimální cenu, kterou je ještě prodávající ochoten akceptovat, aby na prodeji neprodělal). (Mařík, 2011, str. 30-31)

3.3 Důvody pro ocenění podniku

Samotné ocenění je službou, kterou zákazník objednává, jelikož mu přináší nějaký užitek. Ten může mít různou povahu dle potřeb objednatele a jeho cílů, kterým má ocenění sloužit.

Rozlišuje se, zda ocenění souvisí se změnou vlastnictví podniku či nikoliv:

Ocenění související s vlastnickými změnami

- koupě a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji podniku,
- ocenění v souvislosti s rozdělením společnosti,
- nepeněžitý vklad do obchodní společnosti,
- ocenění v souvislosti s veřejným návrhem na koupi či směnu účastnických cenných papírů,
- ocenění v souvislosti s právem výkupu účastnických cenných papírů,
- ocenění v souvislosti s povinnou nabídkou na převzetí při ovládnutí cílové společnosti.
- ocenění v souvislosti s fúzí,
- ocenění v souvislosti s rozdělením společnosti.

Ocenění související s vlastnickými změnami

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

3.4 Postup při oceňování podniku

Před samotným oceňováním podniku je nutné si ujasnit, z jakého důvodu bude ocenění prováděno a jaká hodnota by měla poté být výsledkem tohoto ocenění. (Mařík, 2011, str. 36)

Mařík doporučuje následující postup:

1. Sběr vstupních informací
2. Analýza dat
 - a) Strategická analýza

- b) Finanční analýza
 - c) Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná
 - d) Analýza a prognóza generátorů hodnoty
 - e) Orientační ocenění na základě generátorů hodnoty
3. Sestavení finančního plánu
4. Ocenění
- a) Volba metody
 - b) Ocenění podle zvolených metod
 - c) Souhrnné ocenění (Mařík, 2011, str. 53)

3.4.1 Sběrání vstupních dat

Výsledek ocenění je velmi závislý na přiměřenosti vstupních dat. Východisek pro jejich určení je účel ocenění a hledaná kategorie hodnoty. Zjišťují se základní a ekonomická data o podniku, vymezuje se relevantní trh a konkurence na něm, odbyt a marketing, o výrobě a dodavatelích a pracovnících. (Mařík, 2011, str. 56)

3.4.2 Strategická analýza

Strategická analýza je klíčovou fází při oceňování podniku. Funkcí strategické analýzy je vymezit celkový výnosový potenciál u oceňovaného podniku. Je závislý na potenciálu vnějším a vnitřním. Jako vnější potenciál jsou vyjádřeny šance a rizika, které podnikatelské prostředí nabízí a jako vnitřní potenciál jsou vyjádřeny silné a slabé stránky podniku. Výsledkem strategické analýzy jsou dlouhodobé perspektivy podniku, vývoj tržeb trhu a rizika spojená s podnikem. (Mařík, 2011, str. 56-58)

3.4.2.1 Postup strategické analýzy

Možný postup se může sestávat z následujících kroků:

1. Určení relevantního trhu, jeho následná analýza a prognóza jeho vývoje
2. Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku
3. Perspektiva a prognóza tržeb oceňovaného podniku (Mařík, 2011, str. 58)

Určení relevantního trhu, jeho následná analýza a prognóza jeho vývoje

Vymezení relevantního trhu se provádí z hlediska produktu, území, zákazníků a konkurentů. Tato volba má za cíl získat základní data o tomto trhu, posoudit jeho atraktivitu a následně zpracovat prognózu jeho dalšího vývoje.

Základní data o trhu zahrnují odhad velikost relevantního trhu, jeho vývoj v čase a segmentaci trhu. Poté se přistoupí k analýze atraktivity trhu. Jedná se o analyzování faktorů, které jsou důležité z hlediska poptávky a možností prodeje. Mezi důležitá vstupní data patří růst trhu, jeho velikost, intenzita přímé konkurence nebo strukturu a charakter zákazníků. Na tuto analýzu navazuje prognóza vývoje trhu. Jejím východiskem je analýza hlavních faktorů působících na vývoj trhu. Mezi ně patří faktory národohospodářské, obecné faktory poptávky nebo specifické faktory pro konkrétní skupinu produktů. (Mařík, 2011, str. 59-68)

Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku

Tato část se snaží odhadnout vývoj tržních podílů oceňovaného podniku v budoucnosti. Nejprve je třeba stanovit dosavadní tržní podíly oceňovaného podniku. Ty se stanoví na úrovni fyzických a finančních jednotek. Nelze-li takto určit velikost trhu, pak je nutné provést kvalifikovaný odhad. Dále se identifikují hlavní konkurenti. Výsledkem tohoto kroku je shrnutí základních parametrů jejich hospodaření. Poté se provede analýza vnitřního potenciálu oceňovaného podniku a jeho konkurenční síly. V tomto krku je nutné posoudit možnosti, do jaké míry je podnik schopen využít šance plynoucí z rozvoje trhu a do jaké míry je schopen čelit konkurenci a možným hrozbám. Dále je nutné zhodnotit konkurenční sílu oceňovaného podniku vůči hlavním konkurentům. (Mařík, 2011, str. 74-77)

Perspektiva a prognóza tržeb oceňovaného podniku

Perspektiva podniku je dána atraktivitou trhu, na kterém se pohybuje a jeho konkurenční silou. Prognóza růstu tržeb je odvozena z výsledků analýzy a prognózy relevantního trhu, analýzy vnitřního potenciálu, velikostí konkurenční síly podniku a z výsledků analýzy vývoje tržeb za minulost. (Mařík, 2011, str. 93-95)

3.4.3 Finanční analýza

Finanční analýzu lze chápat jako soubor činností, jejichž cílem je zjistit a komplexně vyhodnotit finanční situaci podniku. Měla by rozpoznat zdraví podniku, odhalit jeho slabé stránky, které by se do budoucna mohly stát pro podnik hrozbou, a identifikovat silné stránky, které by podnik mohl v budoucnu využít jako příležitost. Finanční analýza vychází především z minulých dat, ovšem je podkladem především o rozhodování o budoucnosti. (Managementmania.com, 2017)

V rámci oceňování podniku plní finanční analýza dvě základní funkce. Zaprvé prověřuje finanční zdraví podniku a zadruhé vytváří základ pro finanční plán do budoucna, ze kterého je poté vyvozována výnosová hodnota podniku.

Vlastní postup finanční analýzy lze shrnout do těchto čtyř základních kroků:

1. Prověření úplnosti a správnosti vstupních údajů
2. Sestavení analýzy základních účetních výkazů
3. Výpočet a zhodnocení poměrových ukazatelů
4. Zpracování souhrnného zhodnocení dosažených poznatků (Mařík, 2011, str. 96-97)

3.4.3.1 Analýza absolutních ukazatelů

Tato analýza zahrnuje horizontální a vertikální analýzu základních účetních výkazů (rozvahy a výkazu zisku a ztráty). Horizontální analýza ukazuje vývoj jednotlivých položek v čase. Výsledek může být buď pozitivní nebo negativní změnou (růst nebo pokles v čase). Vertikální analýza zjišťuje podíly jednotlivých dílčích položek výkazů na celku. (Kurzysprint.cz, 2017)

3.4.3.2 Analýza rozdílových ukazatelů

Rozdílové ukazatele se používají především k analýze a řízení likvidity podniku. Nejvýznamnějším je čistý pracovní kapitál, který je spočítán jako rozdíl mezi oběžným majetkem a krátkodobými cizími zdroji. (Kurzysprint.cz, 2017)

3.4.3.3 Analýza poměrových ukazatelů

Poměrových ukazatelů je velké množství. Proto velmi záleží na jejich výběru a uspořádání. Klasické uspořádání je dělí na ukazatele likvidity, rentability, aktivity a zadlužení. (Mařík, 2011, str. 102)

Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity stanovují likviditu podniku. Stanovuje míru schopnosti podniku uhradit své závazky. Likviditu podniku vyjadřují poměrové ukazatele, které vycházejí z rozvahy a výkazu zisků a ztrát. (Managementmania.com, 2017)

Základní ukazatele jsou následující: (Mařík, 2011, str. 102)

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobý cizí kapitál}}$$

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva} - \text{Zásoby}}{\text{Krátkodobý cizí kapitál}}$$

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{Peněžní prostředky}}{\text{Krátkodobý cizí kapitál}}$$

Ukazatele rentability

Ukazatele rentability poměřují zisk se zdroji. Smyslem ukazatelů rentability je vyhodnotit úspěšnost dosahování cílů při zohlednění vložených prostředků. (Managementmania.com, 2017)

Základní ukazatele jsou následující: (Managementmania.com, 2017)

$$\text{Rentabilita aktiv ROA} = \frac{\text{Zisk před zdaněním a úroky}}{\text{Celková aktiva}}$$

Rentabilita investovaného kapitálu ROCE

$$= \frac{\text{Zisk před zdaněním a úroky}}{\text{Vlastní kapitál} + \text{Rezervy} + \text{Dlouhodobé závazky} + \text{Bankovní úvěry dlouhodobé}}$$

Rentabilita tržeb ROS

$$= \frac{\text{Zisk před zdaněním a úroky}}{\text{Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb} + \text{Tržby z prodeje zboží}}$$

$$\text{Rentabilita vlastního kapitálu ROE} = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

Ukazatele aktivity

Ukazateli aktivity sledují schopnost podniku využívat majetek. Tedy jak podnik využívá svá aktiva, zda disponuje nevyužívanými kapacitami a zda má dostatek produktivních aktiv. (Managementmania.com, 2017)

Základní ukazatele jsou následující: (Managementmania.com, 2017)

$$\text{Doba obratu aktiv} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Celková aktiva}}$$

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{Zásoby}}{\text{Tržby}}$$

$$\text{Doba splatnosti pohledávek} = \frac{\text{Pohledávky}}{\text{Tržby}/360}$$

$$\text{Doba splatnosti krátkodobých závazků} = \frac{\text{Závazky z obchodního styku}}{\text{Tržby}/360}$$

Ukazatele zadlužení

Ukazatele zadlužení poskytují informace týkající se úvěrového zatížení firmy. To je jistě do určité míry žádoucí, ale nesmí to podnik zatěžovat příliš vysokými finančními náklady. (Financni-analyza.webnode.cz, 2017)

Základní ukazatele jsou následující: (Financni-analyza.webnode.cz, 2017)

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Celková aktiva}}$$

$$\text{Koeficient samofinancování} = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Celková aktiva}}$$

$$\text{Finanční páka} = \frac{\text{Celková aktiva}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

3.4.4 Rozdělení majetku podniku na provozně potřebný a nepotřebný

Vychází se z předpokladu, že podnik má jedno základní podnikatelské zaměření. Pro něj potřebuje aktiva o určité velikosti a struktuře včetně přiměřených kapacitních rezerv. Tato aktiva se nazývají provozně nutná. Ostatní aktiva se značí jako provozně nenutná. Důvody pro toto rozčlenění jsou následující:

- část majetku není vůbec využívána a neplnou z něj žádné příjmy,
- rizika spojená s těmito příjmy mohou být odlišná od rizika hlavního provozu podniku,
- ocenění nenutných aktiv se provede samostatně a mohou se použít jiné oceňovací metody.

Mezi nejčastější provozně nepotřebná aktiva patří krátkodobý finanční majetek (přesto musí podnik pro svůj provoz a likviditu určitou část započítávat do provozně potřebného majetku), dlouhodobý finanční majetek a ostatní provozně nepotřebná aktiva (nemovitosti, které neslouží k základnímu účelu podniku, pohledávky nesouvisející s hlavní činností podniku, nepotřebné zásoby nebo například pohledávky nesouvisející s hlavní činností podniku). (Mařík, 2011, str. 111-122)

3.4.4.1 Provozně nutný investovaný kapitál

Propočet provozně nutného investovaného kapitálu vychází z účetní rozvahy. Jedná se o bilanční sumu upravenou takto:

- z aktiv se vyřadí provozně nepotřebné položky
- oběžná aktiva se sníží o závazky, u kterých nelze explicitně vyčíslit náklady (závazky dodavatelům, zaměstnancům, státu, atd.). V důsledku této úpravy se poté pracuje s upraveným kapitálem.

Provozně nutný investovaný kapitál se poté získá jako součet provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného (upraveného) pracovního kapitálu. (Mařík, 2011, str. 122-123)

3.4.4.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Pro výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření je vhodné vycházet z provozního výsledku hospodaření (do výpočtu nebude vstupovat mimořádný výsledek hospodaření atd.) Poté je nutno vyloučit náklady a výnosy spojené s provozně nenutnými aktivy a přičíst finanční výnosy a náklady, které s nimi naopak souvisí. (Mařík, 2011, str. 123)

3.4.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty jsou souborem několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku. Základními generátory hodnoty jsou:

- tržby (obrat) a jejich růst,
- marže korigovaného provozního zisku,
- investice do pracovního kapitálu,
- investice do dlouhodobého provozně nutného majetku,
- diskontní míra,
- způsob financování,
- doba existence podniku. (Mařík, 2011, str. 125)

3.4.5.1 Tržby

Prognóza budoucích tržeb by měla být výsledkem strategické analýzy. Tato prognóza může být dále korigována kapacitními možnostmi podniku. (Mařík, 2011, str. 125)

3.4.5.2 Provozní zisková marže

Definuje se podle následujícího vzorce:

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{\text{Korigovaný provozní výsl. hospodař. před daní}}{\text{Tržby}}$$

Nejvhodnějším postupem je zpracovat dvě nezávislé prognózy zisková marže, a to shora a zdola a poté postupně tyto výsledné prognózy mezi sebou sladovat.

Prognóza ziskové marže shora

Tento postup vychází z vývoje ziskové marže za minulost a na něj navazuje zdůvodněný vývoj do budoucnosti. Postup výpočtu je následující:

1. Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření před daní za minulé roky a z něho se odvodí zisková marže
2. Tato vypočítanou ziskovou marži se zanalyzuje zejména v souladu s konkurenční pozicí podniku
3. Odhadnout, jak budou do budoucna působit hlavní faktory ovlivňující ziskovou marži a na tomto základě určit její výši v budoucnu
4. Dopočítat korigovaný provozní výsledek hospodaření

Prognóza ziskové marže zdola

Postup výpočtu ziskové marže zdola je následující:

1. Sestavit prognózu hlavních provozních nákladových položek
2. Prognózu doplnit o méně významné provozní nákladové a výnosové položky
3. Dopočítat korigovaný provozní výsledek hospodaření jako rozdíl provozních nákladů a výnosů
4. Dopočítat ziskovou marži (Mařík, 2011, str. 127-128)

3.4.5.3 Pracovní kapitál

Pracovní kapitál, se kterým se pracuje jak s generátorem hodnoty, je obohacen o dvě modifikace. První je, že se od oběžných aktiv nebude odečítat krátkodobý cizí kapitál, ale neúročený cizí kapitál. Druhá spočívá v započítávání všech veličin pouze v provozně nutném rozsahu.

Výpočet pracovního kapitálu je poté následující:

Krátkodobý finanční majetek

+ Zásoby

+ Pohledávky

- Neúročené závazky

+ Ostatní aktiva

- Ostatní pasiva

= Pracovní kapitál (Mařík, 2011, str. 132-133)

3.4.5.4 Investice do dlouhodobého majetku

Tato část je nejobtížnější z toho důvodu, že investice se zpravidla nevyvíjí plynulým způsobem a tudíž je těžké určit jejich přesnější výši v čase. Tato kapitola se zabývá pouze investicemi do dlouhodobého majetku provozně nutného. Existují tři varianty plánování investic. Jedná se o globální přístup (vhodný pro investice prováděné rovnoměrně v čase), přístup podle hlavních položek (vychází z konkrétních investičních plánů podniku pro nejbližší roky) a přístup založený na odpisech (v situacích, kdy se předpokládá, že investice pod úrovní odpisů budou sotva stačit k dlouhodobému přežití podniku). (Mařík, 2011, str. 136-138)

3.4.5.5 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

Vypočtené generátory hodnoty lze použít k prvnímu odhadu hodnoty podniku. Toto ocenění je založeno na principu peněžních toků. Volné peněžní toky se pro jednotlivé roky vyjádří následujícím vzorcem:

$$FCF = X_{t-1} * (1 + g) * r_{ZPx} * (1 - d) - X_{t-1} * g * (k_{WC} + k_{DMn})$$

kde „X“ je velikost tržeb za vlastní výrobky a služby, „g“ je tempo růstu tržeb, „ r_{ZPx} “ je provozní zisková marže propočtená z korigovaného výsledku hospodaření, „d“ je sazba daně, „ k_{WC} “ je koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu, „ k_{DMn} “ je koeficient náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku, „t“ je rok a „ i_k “ je kalkulovaná úroková míra.

Pro odhad výnosové hodnoty podniku jako celku se poté použije tento vzorec:

$$H_b = \frac{X_{t-1} * (1 + g) * r_{ZPx} * (1 - d) - X_{t-1} * g * (k_{WC} + k_{DMn})}{i_k - g}$$

(Mařík, 2011, str. 147)

3.5 Sestavení finančního plánu

Při oceňování podniku výnosovými metodami se pro tento podnik sestaví kompletní finanční plán. Ten se skládá z výkazu zisku a ztráty, rozvahy a výkazu peněžních toků. Z prognózy generátorů hodnoty jsou již určeny následující stěžejní položky pro finanční plán:

- tržby z prodeje hlavních produktů podniku,
- ziskovou marži a provozní zisk,
- predikovanou výši zásob, závazků a pohledávek,
- prognózu investic do dlouhodobého majetku

Tyto položky tvoří kostru finančního plánu. Pro získání kompletního finančního plánu je třeba doplnit plán financování, plánované hodnoty méně významných položek, položky nesouvisející s hlavní činností podniku a předpokládané výplaty dividend nebo podílů na zisku. (Mařík, 2011, str. 149-151)

3.6 Výnosové metody ocenění podniku

Výnosové metody vychází z toho, že hodnota statku je určena očekávaným užitkem pro jeho držitele, u hospodářských statků jsou to očekávané výnosy (peněžní příjmy plynoucí ze statku pro jeho držitele). Podle toho, o jakou veličinu se pod pojmem „výnosy“ jedná, rozlišujeme tyto základní výnosové metody:

- metoda diskontovaného peněžního toku (DCF),
 - metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
 - metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
 - metody kombinované (kombinují ocenění výnosová a majetková)
- (Mařík, 2011, str. 163)

3.6.1 Metoda diskontovaného peněžního toku DCF

Tato metoda pracuje s tím, že peněžní toky jsou reálným příjmem a tudíž i reálným vyjádřením užítku z podniku. Rozlišují se tři základní techniky pro výpočet výnosové hodnoty metodou DCF.

Metoda DCF ekvity

Vychází z peněžních toků, které jsou k dispozici jen vlastníkům. Tyto peněžní toky se diskontují a tím se získá hodnota vlastního kapitálu.

Metoda DCF APV

Tato metoda dělí výpočet do dvou kroků. V prvním se zjišťuje hodnota podniku jako celku, což je součet hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Ve druhém kroku se odečte cizí kapitál a výsledkem je poté hodnota netto.

Metoda DCF entity

V této variantě opět probíhá výpočet ve dvou krocích. Vychází se z peněžních toků, které by byly k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Poté jejich diskontováním získáme hodnotu podniku jako celku (hodnota brutto). Ve druhém kroku se pak odečte hodnota cizího kapitálu ke dni ocenění a tím se získá hodnota vlastního kapitálu (hodnota netto). Tato metoda je nejčastěji používanou v praxi, tudíž se dále bude tato práce zabývat ji. (Mařík, 2011, str. 163-165)

3.6.1.1 Peněžní toky pro metodu DCF entity

V tomto kroku je třeba určit, kolik peněz je možné vzít z podniku, aniž by byl narušen jeho předpokládaný vývoj. Samotný výpočet je následující:

- + Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi
- Upravená daň z příjmů
- = Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních
- + Odpisy
- + Ostatní náklady započtené v provozním výsledku hospodaření, které nejsou výdaji v běžném období
- = Předběžný peněžní tok z provozu
- Investice do upraveného pracovního kapitálu
- Investice do pořízení dlouhodobého majetku
- = Volný peněžní tok (Mařík, 2011, str. 170)

Výpočet peněžních toků do firmy FCFF

Počítá se nepřímou metodou, kde je východiskem výsledek hospodaření po zdanění.

Postup je pak následující:

Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani

- + Odpisy provozně nutného majetku
- Investice brutto (do provozně nutného dlouhodobého majetku a kapitálu)
- = Peněžní toky do firmy (FCFF) (Mařík, 2011, str. 171-175)

3.6.1.2 Technika propočtu hodnoty podniku a volba časového horizontu

Technikou propočtu se rozumí veškeré postupy, kterými přetváříme vstupní údaje o volných peněžních tocích ve výsledný odhad výnosové hodnoty podniku. Metoda DCF entity probíhá obvykle v rámci dvou kroků.

1. Určení celkové hodnoty podniku = výnosová hodnota investovaného kapitálu. Tato hodnota je získána diskontováním peněžních toků plynoucích z hlavního provozu podniku.

2. Výpočet výnosové metody vlastního kapitálu. Zde se celková hodnota podniku snížší o hodnotu úročených dluhů k datu ocenění. Dále je přičtena hodnota neprovozních aktiv.

Hodnota podniku jako celku se určí následovně:

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

kde „ $FCFF$ “ je volné cash flow do firmy v roce t , „ n “ je počet let předpokládané existence podniku a „ i_k “ je kalkulovaná úroková míra (diskontní míra).

V praxi se většinou předpokládá nekonečně dlouhá existence podniku. Tudíž není možné plánovat peněžní toky pro jednotlivá léta. Proto se používá tzv. dvoufázová metoda. (Mařík, 2011, str. 171-178)

Dvoufázová metoda výpočtu DCF entity

Tato metoda vychází z předpokladu, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. První fázi, která zahrnuje období, kde je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivé roky. Druhá fáze obsahuje období od konce první fáze až do nekonečna. Tato fáze se nazývá pokračující hodnota. Hodnota podniku se tedy spočítá následovně:

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

kde „ T “ je délka první fáze v letech, „ PH “ je pokračující hodnota a „ i_k “ je kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu. (Mařík, 2011, str. 178)

Výpočet pokračující hodnoty

Pokračující hodnoty lze prognózovat pomocí Gordonova nebo parametrického vzorce. Gordonův vzorec předpokládá stabilní a trvalý růst volného peněžního toku a spočítá se podle následujícího vzorce:

$$PH = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g}$$

kde „ $FCFF$ “ je volné cash flow do firmy, „ T “ je poslední rok prognózovaného období, „ g “ je předpokládané tempo růstu tržeb a „ i_k “ je průměrné náklady kapitálu (kalkulovaná úroková míra) a ta musí být vyšší než předpokládané tempo růstu tržeb. (Mařík, 2011, str. 183)

Parametrický vzorec pracuje s tempem růstu korigovaných provozních výsledků hospodaření snížené o daně a očekávaná rentabilita čistých investic do provozně nutného majetku a pracovního kapitálu. Parametrický vzorec má následující tvar:

$$PH = \frac{KPVH_{T+1} * \left(1 - \frac{g}{r_l}\right)}{i_k - g}$$

kde „ $KPVH$ “ je korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani, „ T “ je poslední rok prognózovaného období, „ g “ je předpokládané tempo růstu tržeb a „ i_k “ je průměrné náklady kapitálu (kalkulovaná úroková míra). (Mařík, 2011, str. 186-187)

3.6.1.3 Diskontní míra pro metodu DCF entity

Pro výpočet diskontní míry pro metodu DCF entity je třeba stanovit diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu WACC podle následujícího vzorce:

$$WACC = n_{ck} * (1 - d) * \frac{CK}{K} + n_{VK(Z)} * \frac{VK}{K}$$

kde „ n_{ck} “ jsou náklady na cizí kapitál, „ d “ sazba daně z příjmu, „ CK “ je tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku, „ $n_{VK(Z)}$ “ jsou náklady na vlastní kapitál, „ VK “ je tržní hodnota vlastního kapitálu a „ K “ je celková tržní hodnota investovaného kapitálu.

Pro výpočet nákladů celkového kapitálu se postupuje následovně:

1. Určení váhy jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu.
2. Určení nákladů na cizí kapitál.
3. Určení nákladů na vlastní kapitál.
4. Propočtení průměrných vážených nákladů na kapitál.

Určení váhy jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu

Váha je určována na základě tržních hodnot, účetní hodnoty by neměly být používány. Je nutné použít iterační postup odhadu vah pro WACC.

Určení nákladů na cizí kapitál

Tyto náklady se určí jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které se platí z různých forem cizího kapitálu.

Určení nákladů na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál se určí nejčastěji pomocí modelu CAPM. Mezi jeho důležité prvky patří přímka cenných papírů, která odvozuje střední očekávanou výnosnost cenného papíru od očekávané bezrizikové výnosnosti a průměrné prémie za riziko na kapitálovém trhu. Očekávaný výnos se tedy spočítá následovně:

$$E(R_A) = r_f + [E(R_m) - r_f] * \beta_A$$

kde „ $E(R_A)$ “ je očekávaný výnos, „ r_f “ je bezriziková výnosnost, „ $E(R_m)$ “ je očekávaná výnosnost kapitálového trhu a „ β_A “ je tržní míra rizika. (Mařík, 2011, str. 206-216)

3.6.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty EVA

Metoda ekonomické přidané hodnoty je založena na tvorbě ekonomického zisku. Tento ukazatel je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku, který je snížen o náklady vlastního a cizího kapitálu. Konkrétní výpočet lze provádět více způsoby, pro potřeby této práce je vybrán vzorec nákladů na kapitál:

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

kde „ EVA_t “ je ekonomická přidaná hodnota v roce t, „ $NOPAT_t$ “ je zisk z operační činnosti podniku po dani, „ NOA_{t-1} “ jsou čistá operační aktiva k datu ocenění a „ $WACC_t$ “ jsou průměrné vážené náklady kapitálu. (Mařík, 2011, str. 284-285)

3.6.2.1 EVA jako nástroj ocenění

Podobně jako o předchozí metody DCF jsou různé varianty výpočtu ukazatele EVA (entity, ekvity a APV). Pro účel této práce se dále pracuje s metodou EVA entity. Základním schéma výpočtu je následující:

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

Tržní hodnota operačních aktiv je spočítána takto:

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

Pro výpočet hodnoty podniku se opět používá dvoufázová metoda, přičemž druhá fáze bývá počítána jako věčná renta ze stabilní EVA donekonečna. Výsledná hodnota podniku se vypočte takto:

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

kde „ H_n “ je hodnota podniku netto, „ EVA_t “ je ekonomická přidaná hodnota v roce t , „ NOA_0 “ jsou čistá operační aktiva k datu ocenění, „ T “ je počet let explicitně plánovaných EVA, „ $WACC_t$ “ jsou průměrné vážené náklady kapitálu, „ D_0 “ je hodnota úročených dluhů k datu ocenění a „ A_0 “ jsou neoperační aktiva k datu ocenění. (Mařík, 2011, str. 295-297)

4 ANALÝZA SOUČASNÉHO STAVU

4.1 Představení podniku

V této kapitole budou uvedeny základní informace o oceňovaném podniku, portfolio jeho výrobků a organizační struktura podniku.

4.1.1 Základní informace

Název společnosti: Měšťanský pivovar v Poličce, a.s.

Právní forma: Akciová společnost

Sídlo: Pivovarská 151, 572 01 Polička

IČ: 60112344

Předmět podnikání: - pivovarnictví a sladovnictví
- hostinská činnost
- Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3
živnostenského zákona

Datum zápisu: 4. února 1994

Základní kapitál: 8 064 000,- Kč

(Rejstrik-firem.kurzy.cz, 2017)

4.1.2 Produktové portfolio

Pivovar v Poličce vyrábí sudové pivo, lahvové pivo a nealkoholické sudové limonády.

Sudové a lahvové pivo

10° Hradební - světlé výčepní pivo

12° Hradební - tmavé výčepní pivo

11° Otakar - světlý ležák

12° Záviš – světlý ležák

Sudové limonády

Cimona – citronová sudová limonáda

Oranž – pomerančová sudová limonáda

Malina – malinová sudová limonáda

Kofeina – kolová sudová limonáda (Pivovar-policka.cz, 2017)

4.1.3 Organizační struktura

Organizační struktura v podniku je monistická. Má tříčlennou správní radu a statutárního ředitele, který je zároveň předsedou správní rady.

4.2 Strategická analýza podniku

V této kapitole bude zhodnocen stav prostředí, ve kterém se podnik vyskytuje a co jej ovlivňuje. V první části bude popsáno a zhodnoceno makroekonomické prostředí podniku a ve druhé mikroekonomické.

4.2.1 Analýza makroekonomického okolí podniku

V této kapitole budou popsány a zhodnoceny nejdůležitější indikátory vývoje trhu. Jedná se zejména o vývoj hrubého domácího produktu a vývoj míry inflace.

4.2.1.1 Hrubý domácí produkt

Hrubý domácí produkt sleduje ekonomické výkon daného státu. Poskytuje také ucelený obraz o celkové spotřebě domácností a podniků. V následující tabulce je zobrazen vývoj hrubého domácího produktu mezi lety 2006 a 2015.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
HDP reálné [mld. Kč]	3 353	3 663	3 848	3 759	3 791	3 823	3 846	3 884	4 261	4 407
HDP reálné meziroční růst [%]	7,0	5,7	3,1	-4,5	2,5	1,8	-1,0	-0,9	2,0	4,3

Tab. 1 – Hrubý domácí produkt mezi lety 2006 – 2015 (Finance.cz, 2017)

Z tabulky je možné vypořádat, že vývoj hrubého domácího produktu má od roku 2006 kolísavý charakter. V roce 2009 zaznamenal HDP nejvyšší pokles, a to o 4,5% vlivem globální finanční krize. Další poklesy následovaly v roce 2012 a 2013. V ostatních letech byl HDP v meziročním srovnání rostoucí a v roce 2015 (nárůst 4,3%) dokonce nejvíce od roku 2007.

Podle průzkumu makroekonomických prognóz, který provedlo Ministerstvo financí České republiky v dubnu roku 2016 na základě předpovědi významných finančních institucí, je predikce budoucího vývoje HDP následující:

	2016	2017	2018	2019
HDP reálné [mld. Kč]	4 517	4 634	4 745	4 868
HDP reálné meziroční růst [%]	2,5	2,6	2,4	2,4

Tab. 2 – Predikce HDP mezi lety 2016 – 2019 (Mfcr.cz, 2017)

V tabulce vidíme očekávaný meziroční růst HDP pro období 2016 – 2019 stabilně kolem 2,5%.

4.2.1.2 Míra inflace

Míra inflace říká, že za stejné množství peněz si v budoucnu lze koupit menší (pokud je kladná) či větší (pokud je záporná) množství zboží a služeb. S jejím růstem je tedy spojeno zvyšování cen, což nepříznivě ovlivňuje podnikatelskou činnost. Vývoj inflace za minulost je shrnuta v následující tabulce.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Míra inflace [%]	2,5	2,8	6,3	1,0	1,5	1,9	3,3	0,4	1,4	0,3

Tab. 3 – Míra inflace mezi lety 2006 – 2015 (Czso.cz, 2017)

V tabulce lze vidět, že největší meziroční růst inflace je v roce 2008, kdy dosáhla hodnoty 6,3 %. Bylo to dáno hlavně vzestupem cen potravin, zvýšení sazby DPH u některého zboží a služeb nebo zvýšení daně u tabákových výrobků. (Finexpert.e15.cz, 2017) Naopak nejnižší byla v roce 2015, kdy dosáhla pouhých 0,3 %. V další tabulce je vidět predikce míry inflace v následujících letech.

	2016	2017	2018	2019
Míra inflace [%]	0,7	1,4	1,8	1,9

Tab. 4 – Predikce míry inflace mezi lety 2016 – 2019 (Mfcr.cz, 2017)

V dalších letech by se měla, dle předpovědí Ministerstva financí, inflace postupně zvyšovat od hodnoty 0,7 % v roce 2016 po 1,9 % v roce 2019.

4.2.1.3 SWOT analýza

Ve SWOT analýza budou určeny silné a slabé stránky podniku, příležitosti a hrozby.

Silné stránky

- dlouhodobé zkušenosti s výrobou piva
- nízká prodejní cena produktů oproti konkurenci
- dobrá finanční situace

Slabé stránky

- nedostatečná současná výrobní kapacita pivovaru pro pokrytí poptávky

Příležitosti

- stále se zvyšující poptávka po produktech pivovaru
- rozšiřování distribuční sítě
- nárůst celkové spotřeby piva v minulých letech

Hrozby

- zpoždění rozšiřování kapacity pivovaru
- snížení poptávky po pivních produktech
- špatná úroda v některých letech – zvýšení nákladů na vstupní suroviny
- pokles koupěschopnosti v ČR

4.2.2 Analýza mikroekonomického okolí podniku

V této kapitole bude popsána analýza odvětví, relevantního trhu a vývoj tržeb a tržního podílu.

4.2.2.1 Analýza odvětví

Pro analýzu odvětví je zvolen Porterův model pěti sil, které je složen z hrozby nově vstupujících firem, konkurence v odvětví, hrozby substitutů a vlivu odběratelů a dodavatelů.

Hrozba nově vstupujících firem

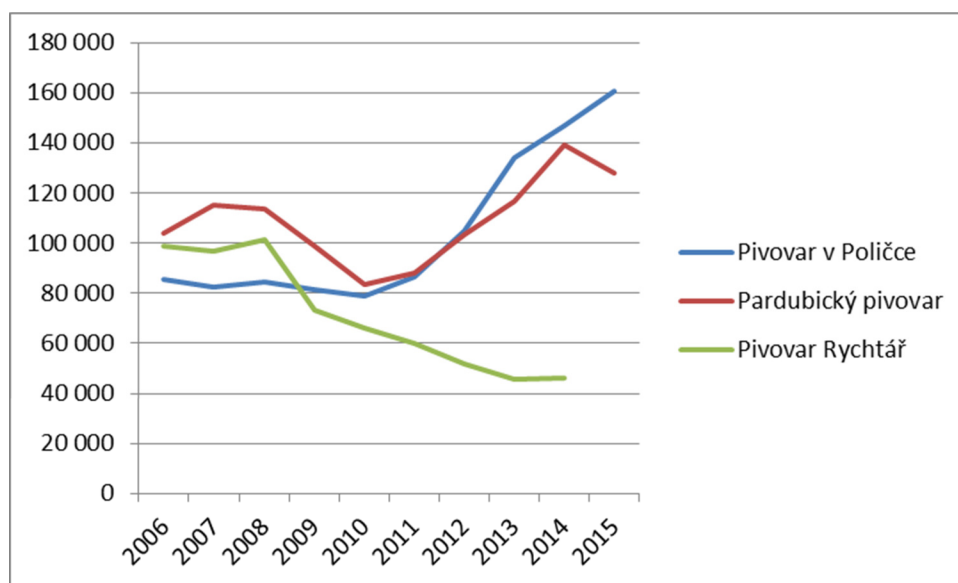
Výroba piva je regulovaná stejně jako výroba jakékoli jiné potraviny a tudíž zde nejsou žádné větší legislativní překážky pro vznik nových pivovarů. Avšak při vstupu do tohoto odvětví jsou nutné velmi vysoké počáteční investice na zařízení pro výrobu piva, pořízení vhodných budov, atd. Další překážkou pro nové pivovary by bylo získání důvěry zákazníků na existujícím různorodém trhu. Pravděpodobněji se jeví vznik nových minipivovarů, které ovšem vaří pivo jen pro omezený segment zákazníků, a tudíž by nebyli přímými konkurenty. Vstup nových pivovarů, které by dosahovaly takové produkce a výstav piva, aby se staly přímými konkurenty, tedy není příliš pravděpodobný.

Konkurence v odvětví

Hlavní trh, na kterém poličský pivovar působí, se nachází v Pardubickém kraji a jeho blízkém okolí. Proto jsou vybráni dva největší konkurenti v rámci Pardubického kraje a porovnány jejich tržby a tržní podíl s poličským pivovarem.

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Pivovar v Poličce	Tržby [tis. Kč]	85 654	82 489	84 475	81 402	79 107	86 544	104 896	133 829	146 911	160 627
	Tržní podíl [%]	0,41	0,35	0,37	0,33	0,34	0,37	0,45	0,45	0,51	0,53
Růst tržního podílu			-13,65	4,54	-11,97	3,66	8,76	21,46	0,95	12,60	5,40
Pardubický pivovar	Tržby [tis. Kč]	103 690	115 380	113 775	98 609	83 448	88 327	103 624	116 729	139 207	128 125
	Tržní podíl [%]	0,50	0,50	0,50	0,39	0,36	0,37	0,44	0,39	0,48	0,43
Pivovar Rychtář	Tržby [tis. Kč]	98 895	97 021	101 176	73 156	65 944	59 981	51 726	45 901	46 031	47 053
	Tržní podíl [%]	0,47	0,42	0,44	0,29	0,28	0,25	0,22	0,15	0,16	0,16

Tab. 5 – Tržby poličského pivovaru a jeho konkurentů (Justice.cz, 2017; Amadeus, 2017)



Obr. 1 – Vývoj tržeb poličského pivovaru a jeho konkurentů (Vlastní zpracování)

Z tabulky a následujícího grafu vidíme, že na začátku sledovaného období byly tržby všech tří pivovarů podobné. Z hlediska tržeb si od té doby vedl nejhůře pivovar Rychtář, jehož tržby a tržní podíl od té doby poklesly na polovinu. Pardubický pivovar si vedl z tohoto hlediska lépe a po poklesu mezi lety 2008 a 2010 začaly jeho tržby růst. Nicméně výsledky hospodaření dosahují v posledních dvou letech záporného výsledku, což je dáno především vysokými osobními náklady v tomto pivovaru. Lze tak říci, že nejlépe si vedl právě poličský pivovar, jehož tržby po mírném poklesu mezi lety 2007 a 2010 začaly v posledních 5-ti letech výrazně růst.

Hrozba substitutů

Produkty z poličského pivovaru mají na trhu mnoho substitutů. Jedná se nejen o konkurenční piva ale i o nealkoholické nápoje. Pokud se zaměříme na cenu, tak je na tom pivo z poličského pivovaru velmi dobře v porovnání z konkurencí. Na trhu se sice dají najít i piva s cenou nižší, nicméně jejich kvalita zaostává, hlavně v oblasti lahvových a plechovkových piv. I v oblasti točeného piva je poličské pivo také jedno z nejlevnějších.

Vliv odběratelů

Pivovar má široké spektrum zákazníků, od koncových zákazníků přes hospody a restaurace až po velkoobchody, kteří nakupují pivo v různých objemech. V českém prostředí existuje spousta pivovarů, které nabízejí víceméně podobný produkt a tak není pro koncového zákazníka problém přejít ke konkurenční značce. Poličský pivovar si však snaží zákazníky udržet a další přilákat velmi příznivým poměrem mezi cenou a kvalitou produktu.

Vliv dodavatelů

Poličský pivovar je nejvíce závislý na dodávkách základních surovin pro výrobu piva, což je ječmen a chmel.

4.2.2.2 Analýza relevantního trhu

Tato kapitola má za cíl stanovit velikost relevantního trhu a jeho vývoj od roku 2006 do roku 2015. Jedná se konkrétně o trh výroba piva (označení CZ-NACE 11.05). Údaje o tržbách trhu byly zjištěny pomocí databáze AMADEUS.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby trhu [tis. Kč]	20 890 679	23 298 940	22 823 163	24 982 826	23 421 243	23 558 772	23 508 462	29 709 497	28 962 888	30 043 168
Tempo růstu tržeb [%]		11,53	-2,04	9,46	-6,25	0,59	-0,21	26,38	-2,51	3,73
Průměrný růst [%]	4,52									

Tab. 6 – Tržby trhu a tempo jeho růstu (Amadeus, 2017)

Z tabulky lze vypočítat průměrný roční růst trhu za posledních deset let o 4,52%. Největším producentem piva v České republice je společnost Plzeňský prazdroj, a.s., která měla v roce 2015 45% podíl na celkových tržbách v odvětví výroby piva. Dalšími velkými společnostmi s výrazným vlivem na celkové tržby jsou Pivovary Staropramen, a.s. s 13% podílem, Heineken Česká republika s 10% podílem a Budějovický Budvar s 8,5% podílem na celkových tržbách.

4.2.3 Vývoj tržeb a tržního podílu podniku

V následující tabulce jsou uvedeny tržby podniku mezi lety 2006 a 2015. Dále je zde uvedeno tempo růstu jeho tržeb a průměrný růst.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby podniku [tis. Kč]	85 654	82 489	84 475	81 402	79 107	86 544	104 896	133 829	146 911	160 627
Tempo růstu tržeb [%]		-3,70	2,41	-3,64	-2,82	9,40	21,21	27,58	9,78	9,34
Průměrný růst [%]	7,73									

Tab. 7 – Tempo růstu tržeb podniku (Vlastní zpracování)

Vidíme, že tržby podniku se v období mezi lety 2006 a 2010 (s výjimkou roku 2008) snižovali. Obrat nastal v roce 2011, kdy podnik začal zaznamenávat výrazný nárůst tržeb, a to v rozmezí od 9,34% do 27,58%. Za tímto nárůstem stojí zvyšování poptávky po poličském pivu a jeho výraznější expanze do dalších oblastí mimo svůj domovský Pardubický kraj. To lze vypočítat i v následující tabulce, kde je zaznamenán počet hektolitrů výstav piva v poličském pivovaru.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Výstav piva v pivov. Polička [hl]	82 631	77 510	71 674	68 681	63 695	68 802	82 264	102 025	108 888	116 494
Meziroční nárůst [%]		-6,20	-7,53	-4,18	-7,26	8,02	19,57	24,02	6,73	6,99

Tab. 8 – Tempo růstu výstav piva v podniku (Justice.cz, 2017)

V další tabulce je dopočítán pomocí celkových tržeb trhu z předchozí kapitoly tržní podíl společnosti, jeho vývoj v čase a také jeho průměrný růst.

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Pivovar v Poličce	Tržby [tis. Kč]	85 654	82 489	84 475	81 402	79 107	86 544	104 896	133 829	146 911	160 627
	Tržní podíl [%]	0,41	0,35	0,37	0,33	0,34	0,37	0,45	0,45	0,51	0,53
Růst tržního podílu			-13,65	4,54	-11,97	3,66	8,76	21,46	0,95	12,60	5,40

Tab. 9 – Tržní podíl společnosti (Vlastní zpracování)

Zde lze vyzorovat od roku 209 postupný nárůst tržního podílu, a to v rozmezí 3,66% a 21,46% ročně. Tržní podíl byl v roce 2015 0,55%, což je výrazný nárůst od roku 2009, kdy byl tržní podíl 0,33%.

4.3 Finanční analýza podniku

Tato kapitola se zabývá zhodnocením absolutních a poměrových ukazatelů, které slouží jako ukazatelé finančního zdraví a perspektivy podniku. Použité vstupní údaje jsou výroční zprávy a účetní uzávěrky Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s. v období 2006 – 2015.

4.3.1 Analýza absolutních ukazatelů

Zde budou spočítány a zhodnoceny horizontální a vertikální analýzy rozvahy a výkazu zisků a ztráty.

4.3.1.1 Analýza rozvahy

Horizontální analýza aktiv

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
CELKOVÁ AKTIVA	10,89	-1,28	14,46	7,34	6,65	13,25	26,33	13,66	14,51
<i>Dlouhodobý majetek</i>	<i>12,15</i>	<i>-2,99</i>	<i>-1,36</i>	<i>12,11</i>	<i>14,82</i>	<i>15,36</i>	<i>2,83</i>	<i>14,24</i>	<i>0,69</i>
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	30,88	20,22
Dlouhodobý hmotný majetek	12,11	-4,33	-1,67	12,20	14,67	15,38	2,42	14,31	0,35
Dlouhodobý finanční majetek	17,45	141,85	12,02	8,84	20,91	14,56	15,29	11,43	15,22
<i>Oběžná aktiva</i>	<i>5,53</i>	<i>9,37</i>	<i>90,72</i>	<i>-4,71</i>	<i>-17,33</i>	<i>4,78</i>	<i>131,85</i>	<i>12,37</i>	<i>42,37</i>
Zásoby	-1,89	13,03	64,53	-17,39	-16,92	44,17	51,53	-23,15	-3,63
Krátkodobé pohledávky	20,12	-19,12	-13,19	29,44	83,84	-36,24	162,78	-16,46	-37,90
Krátkodobý finanční majetek	26,52	44,78	310,13	8,48	-45,26	-33,79	441,26	65,99	84,46
<i>Časové rozlišení</i>	<i>-32,04</i>	<i>-83,33</i>	<i>-20,00</i>	<i>157,14</i>	<i>9,72</i>	<i>-16,46</i>	<i>-37,88</i>	<i>192,68</i>	<i>18,33</i>

Tab. 10 – Horizontální analýza aktiv (Vlastní zpracování)

Až na výjimku v roce 2007/08 můžeme sledovat stálý růst aktiv v rozmezí 6,65% a 26,33%. Nejvýraznější nárůst aktiv lze sledovat v období mezi lety 2011 a 2015, kdy je průměrný roční nárůst celkových aktiv téměř 17%. Největší zásluhu na tomto růstu mají oběžná aktiva, hlavně nárůst krátkodobého finančního majetku mezi lety 2012 a 2015. Navyšoval se nicméně i dlouhodobý majetek a to hlavně formou investic do nemovitých věcí. V letech 2014 a 2015 se jednalo konkrétně o rozšiřování sudové linky nebo přístavby administrativní budovy v areálu podniku.

Vertikální analýza aktiv

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
CELKOVÁ AKTIVA	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100
<i>Dlouhodobý majetek</i>	<i>83,28</i>	<i>84,23</i>	<i>82,77</i>	<i>71,33</i>	<i>74,50</i>	<i>80,22</i>	<i>81,71</i>	<i>66,51</i>	<i>66,84</i>	<i>58,77</i>
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05	0,05	0,05
Dlouhodobý hmotný majetek	82,55	83,46	80,89	69,49	72,63	78,10	79,56	64,50	64,87	56,85
Dlouhodobý finanční majetek	0,73	0,77	1,88	1,84	1,87	2,12	2,14	1,96	1,92	1,93
<i>Oběžná aktiva</i>	<i>16,30</i>	<i>15,51</i>	<i>17,19</i>	<i>28,64</i>	<i>25,42</i>	<i>19,71</i>	<i>18,24</i>	<i>33,47</i>	<i>33,09</i>	<i>41,14</i>
Zásoby	11,28	9,98	11,43	16,43	12,65	9,85	12,54	15,04	10,17	8,56
Krátkodobé pohledávky	3,36	3,64	2,98	2,26	2,73	4,70	2,64	5,50	4,04	2,19
Krátkodobý finanční majetek	1,66	1,89	2,78	9,95	10,05	5,16	3,02	12,92	18,87	30,40
<i>Časové rozlišení</i>	<i>0,42</i>	<i>0,26</i>	<i>0,04</i>	<i>0,03</i>	<i>0,07</i>	<i>0,08</i>	<i>0,06</i>	<i>0,03</i>	<i>0,07</i>	<i>0,07</i>

Tab. 11 – Vertikální analýza aktiv (Vlastní zpracování)

Struktura aktiv říká, že se jedná o společnost kapitálově těžkou, jelikož výše dlouhodobého majetku převažuje nad výší oběžných aktiv. Až do roku 2012 byl podíl dlouhodobého majetku k oběžným aktivům přibližně 80% ku 20%, nicméně od roku 2013 se tento rozdíl začal snižovat až k nynějším 60% ku 40%. Je to dáno hlavně vysokým nárůstem krátkodobého finančního majetku v tomto období.

Horizontální analýza pasiv

CELKOVÁ PASIVA	10,89	-1,28	14,46	7,34	6,65	13,25	26,33	13,66	14,51
<i>Vlastí kapitál</i>	<i>20,12</i>	<i>7,17</i>	<i>18,18</i>	<i>7,98</i>	<i>6,87</i>	<i>7,33</i>	<i>13,71</i>	<i>19,73</i>	<i>15,45</i>
Základní kapitál	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kapitálové fondy	93,94	63,54	57,96	30,24	59,75	31,49	28,81	19,28	18,47
Fondy ze zisku	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-100,00	0,00
Výsledek hosp. z minulých let	55,63	28,86	8,33	21,17	8,98	6,21	7,50	15,78	20,89
Výsledek hosp. běž. úč. období	-26,08	-62,80	175,30	-48,61	-11,14	31,44	98,42	68,94	-1,74
<i>Cizí zdroje</i>	<i>-9,03</i>	<i>-24,76</i>	<i>-1,05</i>	<i>4,18</i>	<i>5,48</i>	<i>43,85</i>	<i>75,03</i>	<i>-1,55</i>	<i>3,92</i>
Dlouhodobé závazky	3,56	9,26	0,00	2,23	7,98	15,04	15,49	10,64	8,15
Krátkodobé závazky	-10,38	-29,09	-1,10	4,56	5,01	49,44	83,92	-2,69	3,47
<i>Časové rozlišení</i>	<i>-20,92</i>	<i>-100,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>100,00</i>

Tab. 12 – Horizontální analýza pasiv (Vlastní zpracování)

Vlastní kapitál po celé sledované období narůstal každoročně tempem mezi 7,17% a 20,12%. Tento nárůst způsobila hlavně položka „Výsledek hospodaření z minulých let“, ve které se postupně nasčítávají výsledky hospodaření za běžné období. Z toho vyplývá, že firma nevyplácí dividendy ze zisku. Ve sledovaném období také můžeme vypořizovat postupný nárůst cizích zdrojů. Ten je způsoben zvyšující se položkou „Krátkodobé přijaté zálohy“.

Vertikální analýza pasiv

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
CELKOVÁ PASIVA	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
<i>Vlastní kapitál</i>	<i>68,46</i>	<i>74,16</i>	<i>80,50</i>	<i>83,12</i>	<i>83,62</i>	<i>83,80</i>	<i>79,42</i>	<i>71,49</i>	<i>75,31</i>	<i>75,92</i>
Základní kapitál	10,98	9,91	10,03	8,77	8,17	7,66	6,76	5,35	4,71	4,11
Kapitálové fondy	0,13	0,24	0,39	0,54	0,65	0,98	1,14	1,16	1,22	1,26
Fondy ze zisku	2,20	1,98	2,01	1,75	1,63	1,53	1,35	1,07	0,00	0,00
Výsledek hosp. z minulých let	34,30	48,14	62,84	59,47	67,14	68,61	64,34	54,75	55,77	58,87
Výsledek hosp. běž. úč. období	20,84	13,89	5,23	12,59	6,03	5,02	5,83	9,16	13,61	11,68
<i>Cizí zdroje</i>	<i>31,22</i>	<i>25,61</i>	<i>19,52</i>	<i>16,88</i>	<i>16,38</i>	<i>16,20</i>	<i>20,58</i>	<i>28,51</i>	<i>24,69</i>	<i>22,41</i>
Dlouhodobé závazky	3,02	2,82	3,13	2,73	2,60	2,63	2,68	2,45	2,38	2,25
Krátkodobé závazky	28,20	22,79	16,37	14,14	13,78	13,57	17,90	26,06	22,31	20,16
<i>Časové rozlišení</i>	<i>0,33</i>	<i>0,23</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>1,67</i>

Tab. 13 – Vertikální analýza pasiv (Vlastní zpracování)

Z výsledků vertikální analýzy lze vypořizovat, že firma volí strategii financování pomocí vlastního kapitálu. Jeho poměr k cizím zdrojům se ve sledovaném období pohyboval od 68% ku 32% až k 84% ku 16%. Tento poměr nevykazuje dlouhodobě žádný výrazný nárůst nebo pokles. Je to dáno tím, že se jednak zvyšuje položka „Výsledek hospodaření z minulých let“, která patří pod vlastní kapitál, a zároveň se zvyšuje položka „Krátkodobé přijaté zálohy“ patřící pod cizí zdroje. Firma pro své financování nevyužívá žádné bankovní úvěry a výpomoci, po celé sledované období je tato položka v rozvaze nulová.

4.3.1.2 Analýza výkazu zisku a ztráty

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
Tržby za prodej zboží	-4,08	-1,76	-11,70	-0,63	-10,77	17,89	-4,24	-13,20	-13,50
Náklady vynaložené na prodané zboží	-3,64	-4,02	-9,70	-5,11	-12,78	21,95	-6,21	-12,57	-14,10
Obchodní marže	-4,86	2,20	-14,99	7,19	-7,66	11,98	-1,10	-14,14	-12,59
Výkony	-3,59	3,31	-1,87	-5,51	8,09	24,66	31,48	1,03	12,19
Výkonová spotřeba	-13,04	17,97	-1,51	-8,30	8,83	26,91	16,90	-9,85	9,73
Přidaná hodnota	22,93	-33,05	6,47	4,20	5,19	17,44	76,63	23,65	15,57
Osobní náklady	5,97	-10,34	-3,76	-3,92	-0,17	16,47	63,00	27,13	11,68
Odpisy dlouh. nehmot. a hmot. majetku	44,99	28,20	-3,67	7,60	24,83	-3,56	24,15	16,21	21,26
Tržby z prodeje dlouh. majetku a materiálu	-0,78	-8,83	1,21	-22,03	0,60	3,41	2,89	6,94	-5,27
Zůstatková cena prod.dlouhod. maj. a mat.	-4,10	-6,13	-8,41	-13,96	-1,24	12,51	2,32	1,96	-6,62
Provozní výsledek hospodaření	-19,22	-67,97	64,00	-10,00	-10,67	30,05	92,60	66,84	-1,90
Finanční výsledek hospodaření	-11,79	-26,04	-88,47	927,03	7,11	8,35	-4,31	13,27	8,79
Daň z příjmů za běžnou činnost	0,35	-75,77	-339,33	-154,23	-13,22	31,13	93,88	64,96	-3,49
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-25,77	-66,18	202,80	-48,61	-11,14	31,44	98,42	68,94	-1,74
Výsledek hospodaření za úč. období	-26,08	-62,80	174,02	-48,37	-11,14	31,44	98,42	68,94	-1,74
Výsledek hospodaření před zdaněním	-19,66	-66,74	61,46	-13,98	-11,57	31,38	97,50	68,15	-2,08

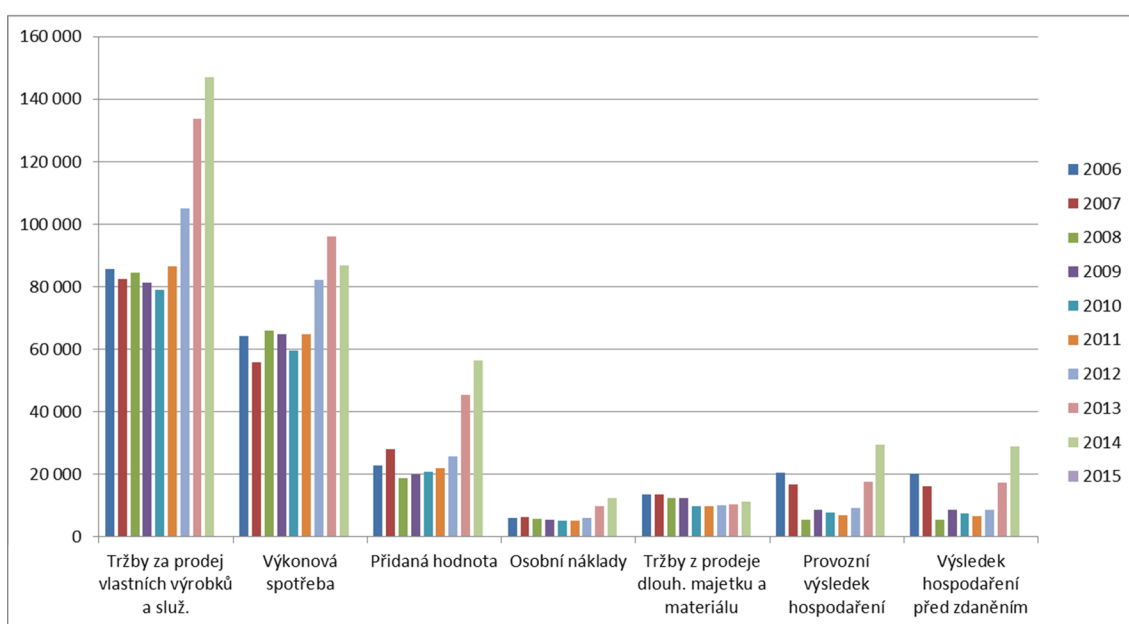
Tab. 14 – Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty (Vlastní zpracování)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby za prodej zboží	3,65	3,63	3,46	3,13	3,28	2,73	2,58	1,89	1,63	1,26
Náklady vynaložené na prodané zboží	2,31	2,31	2,20	1,99	1,99	1,62	1,58	1,14	0,99	0,76
Obchodní marže	1,34	1,32	1,31	1,14	1,29	1,11	1,00	0,76	0,64	0,50
Výkony	96,35	96,37	96,54	96,87	96,72	97,27	97,42	98,11	98,37	98,74
Výkonová spotřeba	72,07	65,02	76,10	74,92	72,59	73,50	74,94	67,10	60,04	58,94
Přidaná hodnota	25,61	32,66	21,70	23,09	25,42	24,88	23,47	31,76	38,97	40,30
Osobní náklady	6,63	7,29	6,34	6,24	6,33	5,88	5,50	6,87	8,67	8,66
Odpisy dlouh. nehmot. a hmot. majetku	4,40	6,62	8,23	8,11	9,22	10,71	8,30	7,89	9,10	9,87
Tržby z prodeje dlouh. majetku a materiálu	15,36	15,81	13,98	14,47	11,92	11,16	9,27	7,30	7,75	6,57
Zůstatková cena prod.dlouhod. maj. a mat.	15,00	14,92	13,59	12,73	11,57	10,63	9,61	7,53	7,62	6,37
Provozní výsledek hospodaření	23,15	19,40	6,03	10,11	9,61	7,99	8,34	12,31	20,38	17,89
Finanční výsledek hospodaření	-0,55	-0,50	-0,36	-0,04	-0,46	-0,46	-0,40	-0,29	-0,33	-0,32
Daň z příjmů za běžnou činnost	5,51	5,74	1,35	-3,30	1,89	1,53	1,61	2,39	3,91	3,38
Výsledek hospodaření za úč. období	17,08	13,16	4,32	13,36	7,26	6,00	6,33	9,63	16,14	14,19
Výsledek hospodaření před zdaněním	22,67	18,89	6,09	10,06	9,15	7,53	7,94	12,02	20,05	17,57

Tab. 15 – Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty (Vlastní zpracování)

Z horizontální analýzy VZZ vidíme, že položka Výkony má od roku 2010/11 až do současnosti rostoucí tendenci. Růst se v každém roce pohyboval od 1% až do 31%. Průměrný nárůst byl v tomto období 15%. Také můžeme pozorovat každoroční nárůst přidané hodnoty v téměř celém sledovaném období (výjimku tvoří pouze rok 2007/08, kdy přidaná hodnota výrazněji poklesla). Postupný nárůst vykazují i osobní náklady, nejvíce mezi lety 2011 – 2015, kdy byl průměrný roční růst této položky o 29%. Je to způsobeno zvyšováním počtu zaměstnanců v tomto období. Také odpisy dlouhodobého majetku mají rostoucí tendenci, což je dáno pravidelnými investicemi do obnovy dlouhodobého majetku ať už kvůli opotřebení a zastarávání nebo kvůli rozšiřování výroby. Klíčovou položkou pro výrobní firmu je provozní výsledek hospodaření. Z horizontální rozvahy lze vypočítat jeho klesající tendenci v první polovině

sledovaného období mezi lety 2006 – 2011 a stoupající tendenci ve druhé polovině sledovaného období mezi lety 2011 – 2015. Důležité také je, aby tato položka zůstávala kladná, což je ve všech letech sledovaného období splněno. Finanční výsledek hospodaření se pohybuje v celém sledovaném období v záporných hodnotách, nicméně jeho podíl na celkovém výsledku hospodaření je pouze kolem 2%. Výsledek hospodaření za běžnou činnost proto téměř kopíruje provozní výsledek hospodaření. Mezi lety 2006 – 2011 poklesl celkem o 67%. Bylo to dáno hlavně poklesem výstav piva ve firmě. Poté však v dalších letech došlo k opětovnému zvyšování výstav piv a proto lze pozorovat mezi lety 2011 – 2015 nárůst výsledku hospodaření za běžnou činnost o 427%.



Obr. 2 – Vývoj vybraných ukazatelů výkazu zisku a ztráty v čase (Vlastní zpracování)

4.3.2 Analýza poměrových ukazatelů

Tato kapitola se zabývá výpočtem základních poměrových ukazatelů a jejich zhodnocením.

4.3.2.1 Ukazatele rentability

V této části budou vypočteny hodnoty pro rentabilitu aktiv ROA, rentabilitu vlastního kapitálu ROE, rentabilitu tržeb ROS a rentabilitu vloženého kapitálu ROCE. Pro výpočet ROE uvažujeme výsledek hospodaření za účetní období po zdanění a pro

výpočet ROA, ROS a ROCE výsledek hospodaření před zdaněním. Pomocí databáze AMADEUS byly zjištěny i průměrné hodnoty ukazatelů ROA a ROE v oboru výroba piva.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Rentabilita aktiv ROA	27,53	19,95	6,72	9,48	7,60	6,30	7,31	11,43	16,91	14,46
Průměrné ROA v oboru	2,62	1,06	1,21	1,29	1,81	0,93	0,10	0,56	1,77	1,62
Rentabilita vlastního kapitálu ROE	30,44	18,73	6,50	15,08	7,21	5,99	7,34	12,81	18,07	15,38
Průměrné ROE v oboru	3,54	3,12	2,71	2,80	3,58	1,99	3,66	3,15	5,66	5,22
Rentabilita tržeb ROS	22,73	18,97	6,17	10,37	9,17	7,46	8,09	12,61	19,39	17,43
Rentabilita vloženého kap. ROCE	38,52	25,91	8,04	11,04	8,81	7,29	8,90	15,46	21,76	18,49

Tab. 17 – Ukazatele rentability (Amadeus; Vlastní zpracování)

Co se týká ukazatele rentability aktiv ROA, zde se hodnoty podniku pohybují mezi 6,30% a 27,53%. Nejvyšší hodnoty dosáhl podnik na začátku sledovaného období v roce 2006. Naopak nejnižší hodnota byla naměřena v roce 2011. Od té doby však hodnota ROA postupně rostla a v současnosti se pohybuje kolem 15%. Ve srovnání s oborovým průměrem jsou hodnoty ROA výrazně nadprůměrné.

Podobný vývoj v čase má i další ukazatel, a to rentability vlastního kapitálu ROE. Jeho hodnoty se pohybují od 5,99% do 30,44%. Opět nejvyšší hodnota vyšla na začátku sledovaného období v roce 2006 a nejnižší v roce 2011. Od té doby následoval růst, který vyvrcholil v roce 2015, kdy byla hodnota ROE 18,07%. Při porovnání s průměrným ROE v oboru je na tom opět podnik výrazně lépe oproti oborovému průměru.

Rentabilita tržeb ROS se ve sledovaném období pohybuje mezi hodnotami 22,73% a 7,46% a rentabilita vloženého kapitálu ROCE mezi hodnotami 38,52% a 7,29%. I u těchto ukazatelů platí, že nejvyšší hodnoty bylo dosaženo na začátku sledovaného období v roce 2006 a nejnižší v roce 2011. Poté u obou ukazatelů následoval růst vrcholící v roce 2015.

4.3.2.2 Ukazatele likvidity

V této části budou uvedeny vypočítané hodnoty pro běžnou, pohotovou a okamžitou likviditu.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Běžná likvidita	0,58	0,68	1,05	2,02	1,85	1,45	1,02	1,28	1,48	2,04
Pohotová likvidita	0,18	0,24	0,35	0,86	0,93	0,73	0,32	0,71	1,03	1,62
Okamžitá likvidita	0,06	0,08	0,17	0,70	0,73	0,38	0,17	0,50	0,85	1,51

Tab. 18 – Ukazatele likvidity (Vlastní zpracování)

Běžná likvidita se pohybuje v podniku mezi hodnotami 0,58 a 2,04. Nejnižších hodnot bylo dosahováno v roce 2006, 2007 a poté v roce 2011. Od té doby však ukazatel stoupá až k hodnotě 2,04 v roce 2015. Hodnota běžné likvidity by měla dosahovat rozmezí 1,8 – 2,5 (Managementmania.com, 2017), což se podniku daří plnit pouze v roce 2009 a 2015. Ovšem v posledních letech je trend ukazatele běžné likvidity stoupající a tak by podnik neměl mít problémy s úhradou svých krátkodobých závazků z oběžných aktiv.

Pohotová likvidita se pohybuje v rozmezí 0,18 a 1,62. Doporučené optimum se pohybuje v rozmezí hodnot 1,0 – 1,5 (Managementmania.com, 2017). Toto bylo splněno pouze v roce 2014 a 2015, kdy hodnota pohotové likvidity byly nejvyšší, tedy 1,03 respektive 1,62. Předtím se podnik pohyboval pod doporučovanou hranicí pohotové likvidity. Nejnižší hodnotu ve sledovaném období vykázal na jeho začátku v roce 2006, kdy byla hodnota pouze 0,18. Od roku 2012 je však tento ukazatel rostoucí.

Hodnoty okamžité likvidity se pohybují v rozmezí 0,06 a 1,51. Doporučené hodnoty jsou 0,2 – 0,5 (Managementmania.com, 2017). Nejnižších hodnot dosahoval podnik v roce 2006 – 2008 a v roce 2011, kdy hodnota okamžité likvidity byla pod minimální doporučenou hranicí 0,2. Nicméně od roku 2012 zaznamenává ukazatel okamžité likvidity prudký nárůst až k hodnotě 1,51 v roce 2015, která je výrazně nad horní doporučovanou hranicí 0,5. Tento vývoj je dán vysokým nárůstem krátkodobého finančního majetku v posledních letech, konkrétně peněz na účtech v bance.

4.3.2.3 Ukazatele aktivity

Rozborem těchto ukazatelů lze stanovit schopnost podniku využívat investované prostředky a kolikrát a za jakou dobu se majetek obrátí v tržbách podniku.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Doba obratu aktiv	301,39	347,08	335,08	399,17	440,57	432,10	404,03	402,71	418,71	439,98
Obrat aktiv	1,21	1,05	1,09	0,91	0,83	0,84	0,90	0,91	0,87	0,83
Doba obratu zásob	34,01	34,65	38,30	65,59	55,71	42,57	50,67	60,58	42,59	37,66
Obrat zásob	10,73	10,53	9,53	5,56	6,55	8,57	7,20	6,03	8,57	9,69
Doba obratu pohledávek	10,12	12,62	9,99	9,02	12,01	20,30	10,69	22,16	16,93	9,65
Doba obratu kr. závazků	84,98	79,09	54,85	56,46	60,70	58,62	72,33	104,96	93,43	88,71
Obchodní deficit	-74,86	-66,47	-44,87	-47,44	-48,69	-38,32	-61,65	-82,81	-76,50	-79,06

Tab. 19 – Ukazatele aktivity (Vlastní zpracování)

Obrat aktiv se pohybuje relativně stabilně v rozmezí od 0,83 do 1,21 (což je vyjádřeno ve dnech 301 – 440 dnů). Doporučovaná hodnota pro obrat aktiv je alespoň 1, čehož podnik nedosahuje.

I doba obratu zásob vykazuje relativně stabilní výsledky, vyjádřeno ve dnech je to 34 až 66 dnů, což lze považovat za dobrý výsledek a podnik tak relativně efektivně přeměňuje vstupy na výstupy.

Doba obratu pohledávek se pohybuje na velmi dobré úrovni, a to mezi 9 a 22 dny, což svědčí o dobré platební schopnosti odběratelů. Tato doba výrazně převyšuje ukazatel splatnosti krátkodobých závazků, které se pohybují mezi 55 a 105 dny. Tento výsledek svědčí o dobré vyjednávací pozici a podnik tedy obecně nemusí hradit své závazky dodavatelům dříve, než mu zaplatí odběratel a může tedy tyto prostředky dále investovat.

4.3.2.4 Ukazatele zadluženosti

Celková zadluženost ukazuje do jaké míry je kryt majetek podniku cizími zdroji. Koeficient samofinancování naopak ukazuje, do jaké míry je schopen podnik krýt svoje potřeb z vlastních zdrojů.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Celková zadluženost	0,31	0,26	0,20	0,17	0,16	0,16	0,21	0,29	0,25	0,22
Koeficient samofinancování	0,68	0,74	0,81	0,83	0,84	0,84	0,79	0,71	0,75	0,76
Finanční páka	1,46	1,35	1,24	1,20	1,20	1,19	1,26	1,40	1,33	1,32

Tab. 19 – Ukazatele zadluženosti (Vlastní zpracování)

Celková zadluženost vykazuje ve sledovaném období stabilních nízkých hodnoty bez výraznějšího dlouhodobého nárůstu či poklesu pohybující se v rozmezí od 0,16 do 0,31. Koeficient samofinancování se naopak pohybuje naopak ve vysokých hodnotách od 0,68 do 0,84. Z toho vyplývá, že zadluženosti podniku je velmi nízká a podnik využívá převážně financování z vlastních zdrojů. Tyto ukazatelé jasně ukazují to, že podnik je v dlouhodobém období finančně stabilizovaný.

4.4 Celkové zhodnocení současného stavu

Na základě finanční analýzy lze konstatovat, že podnik je ve velmi dobrém finančním stavu. Tržby podniku jsou od roku 2010 rostoucí, stejně jako výsledek hospodaření, a tento pozitivní vývoj by měl pokračovat i do budoucnosti.

Celková aktiva mají rostoucí tendenci, jejich největší nárůst byl mezi lety 2011 a 2015, kdy byl průměrný roční nárůst aktiv 17%. Je to způsobeno především zvyšujícími se oběžnými aktivy, konkrétně nárůstem krátkodobého finančního majetku. Co se týká pasiv, tak růst vlastního kapitálu v tom samém období byl mezi 7 a 12%. To způsobil hlavně výsledek hospodaření z minulých let. Podnik volí strategii financování pomocí vlastního kapitálu a nevyužívá pro své financování žádné bankovní úvěry a výpomoci. Provozní výsledek hospodaření má také od roku 2011 stoupající tendenci. V tomto období vzrostla tato položka o 427%.

Co se týká ukazatelů rentability ROA a ROE, tak ve srovnání s oborovým průměrem jsou tyto hodnoty pro oceňovaný podnik nadprůměrné. Hodnoty ROA a ROE se v roce 2015 pohybovala kolem 15%. Co se týká ukazatelů likvidity, tak jak běžná, pohotová a okamžitá likvidita mají stoupající tendenci a v roce 2015 dosáhly optimálních doporučených hodnot. Ukazatele aktivity říkají, že doba obratu zásob se pohybuje průměrně na 45 dnech a podnik tak relativně efektivně přeměňuje vstupy na výstupy. Doba obratu pohledávek je výrazně nižší než doba obratu krátkodobých závazků. To svědčí jak o dobré platební schopnosti odběratelů, tak o dobré vyjednávací pozici podniku vůči dodavatelům.

5 NÁVRHOVÁ ČÁST

5.1 Rozdělení majetku na provozně potřebný a nepotřebný

Před samotným oceněním podniku je nutné rozdělit jeho majetek na provozně potřebný a provozně nepotřebný. Provozně potřebným majetkem se rozumí takový, který podnik potřebuje pro provozování svojí podnikatelské činnosti.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	68	89	107
Dlouhodobý hmotný majetek	60 607	67 944	65 005	63 918	71 716	82 235	94 881	97 175	111 081	111 495
Dlouhodobý majetek provozně nutný	60 607	67 944	65 005	63 918	71 716	82 235	94 881	97 243	111 170	111 602
Zásoby	8 285	8 128	9 187	15 115	12 486	10 373	14 955	22 661	17 416	16 784
Krátkodobé pohledávky	2 465	2 961	2 395	2 079	2 691	4 947	3 154	8 288	6 924	4 300
Krátkodobý finanční majetek	1 218	1 541	2 231	9 150	9 926	5 433	3 597	19 469	32 316	59 611
Ostatní aktiva	309	210	35	28	72	79	66	41	120	142
Krátkodobé závazky	20 700	18 552	13 156	13 011	13 604	14 286	21 349	39 266	38 208	39 533
Ostatní pasiva	239	189	0	0	0	0	0	0	0	3 267

Tab. 20 – Provozně nutný majetek (Vlastní zpracování)

Do provozně nutného majetku patří veškerý dlouhodobý hmotný majetek, který obsahuje všechno vybavení, které je nutné pro plynulý provoz podniku. Nutné je započítat i majetek dlouhodobý nehmotný, který obsahuje software. Dále je nutné do provozně nutného majetku zahrnout i zásoby, krátkodobé pohledávky, krátkodobé závazky a peníze v přiměřené výši (okamžitá likvidita). Ta je určena podílem krátkodobého finančního majetku a krátkodobých závazků.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Likvidita	0,06	0,08	0,17	0,70	0,73	0,38	0,17	0,50	0,85	1,51
Provozně nutná likvidita	0,06	0,08	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15

Tab. 21 – Provozně nutná likvidita (Vlastní zpracování)

Okamžitá likvidita se pohybuje v rozmezí 0,06 a 1,51. Pro potřebu rozdělení majetku na provozně potřebný je nutné ji upravit. Doporučená likvidita je dle Maříka (2011, str. 124) 0,15. Po upravení okamžité likvidity na provozně nutnou likviditu můžeme dopočítat provozně nutné peníze, které by měl mít podnik k dispozici. Tudíž provozně nutnou likviditu vynásobíme hodnotou krátkodobých závazků.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Krátkodobé závazky	20 700	18 552	13 156	13 011	13 604	14 286	21 349	39 266	38 208	39 533
Peníze provozně nutné	1 218	1 541	1 973	1 952	2 041	2 143	3 202	5 890	5 731	5 930

Tab. 22 – Provozně nutné peníze (Vlastní zpracování)

Poté můžeme spočítat provozně nutný investovaný kapitál, který dostaneme sečtením provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu. Provozně nutný pracovní kapitál dostaneme součtem položek zásoby, krátkodobé pohledávky, peníze provozně nutné a ostatní aktiva ponížené o krátkodobé závazky a ostatní pasiva.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Dlouhodobý majetek provozně nutný	60 607	67 944	65 005	63 918	71 716	82 235	94 881	97 243	111 170	111 602
Pracovní kapitál provozně nutný	-8 662	-5 901	434	6 163	3 686	3 256	28	-2 386	-8 017	-15 644
Investovaný kapitál provozně nutný	51 945	62 043	65 439	70 081	75 402	85 491	94 909	94 857	103 153	95 958

Tab. 23 – Provozně nutný investovaný kapitál (Vlastní zpracování)

V další tabulce vidíme korigovaný provozní výsledek hospodaření. Ten se vypočítá jako rozdíl provozního výsledku hospodaření a tržeb za prodej dlouhodobého majetku a materiálu.

	2006	2006	2006	2006	2006	2006	2006	2006	2006	2006
Provozní výsledek hospodaření	20 641	16 674	5 341	8 759	7 883	7 042	9 158	17 638	29 427	28 867
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	318	760	346	1 509	287	464	-373	-324	190	328
KPVH	20 323	15 914	4 995	7 250	7 596	6 578	9 531	17 962	29 237	28 539

Tab. 24 – Korigovaný provozní výsledek hospodaření (Vlastní zpracování)

5.2 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Tato kapitola se bude věnovat analýze a prognóze generátorů hodnoty, na jejichž základě lze poté provést samotné předběžné ocenění podniku. Mezi ně patří prognóza tržeb, prognóza ziskové marže, investice do provozně nutného pracovního kapitálu a investice do provozně nutného majetku.

5.2.1 Prognóza tržeb

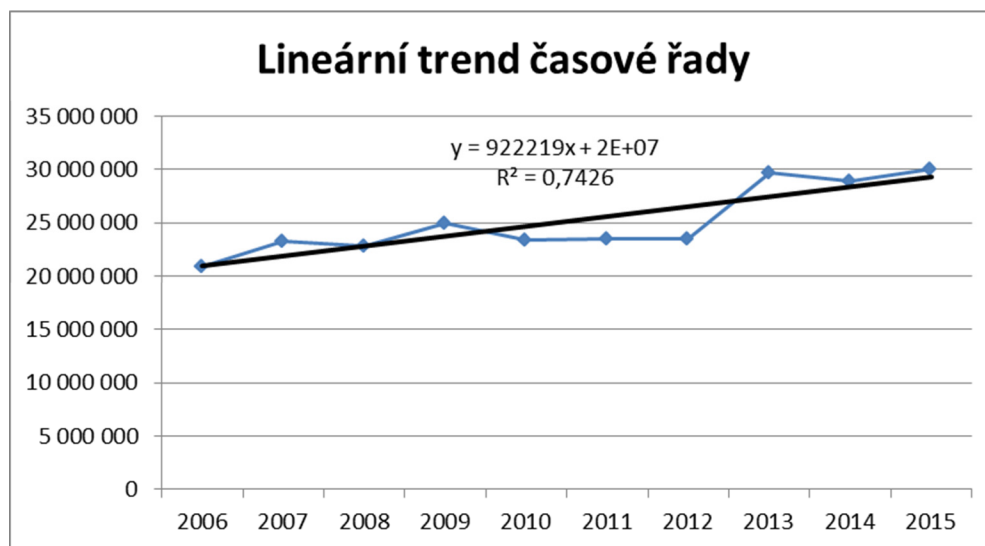
Tato kapitola se bude věnovat prognóze tržeb oceňovaného podniku. Tržby představují základní složku při prognózování budoucího vývoje podniku, protože většina parametrů se stanovuje právě na základě předpovědi výše tržeb. Pro určení budoucích tržeb podniku vycházíme z prognózy tržeb relevantního trhu.

Prognóza tržeb trhu

Vývoj tržeb v minulosti je popsán výše. Tato kapitola se zaměří na jeho predikci do budoucnosti. Klíčové ukazatele pro tuto předpověď budou kromě výše tržeb v minulých letech také jejich meziroční růst a průměrný růst.

Pro budoucí předpověď vývoje tržeb budou použity metody časových řad a regresivní analýzy. Analýza časových řad bude provedena pomocí lineárního, exponenciálního, logaritmického a kvadratického trendu. Ke všem trendům bude dopočítán i meziroční a průměrný růst za predikované období. Poté bude vybrán nejvhodnější trend s nejvyšším indexem determinace, který bude nejlépe odpovídat dosavadnímu vývoji.

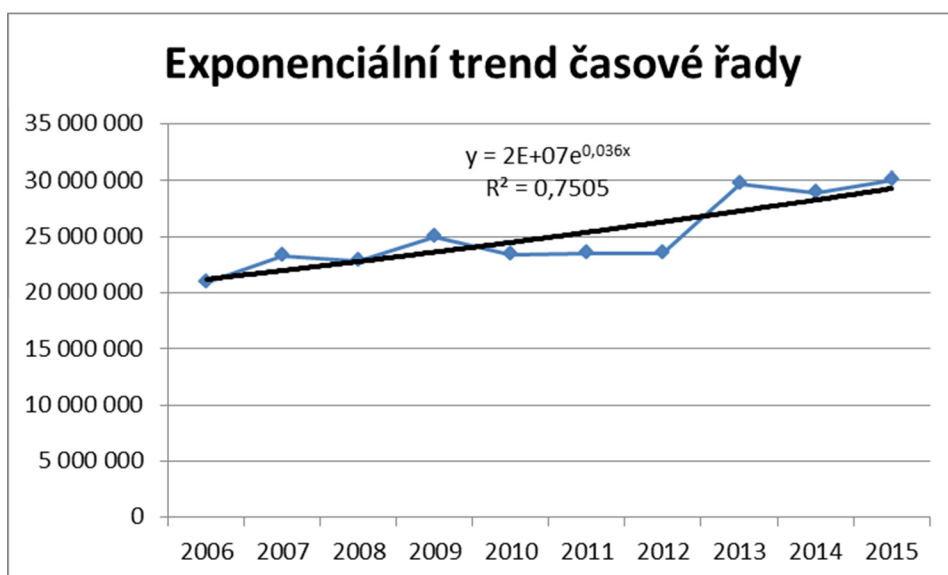
Lineární trend



Obr. 3 – Lineární trend časové řady (Vlastní zpracování)

Po proložení spojnice trendem lineární časové řady dosahuje index determinace hodnoty 0,743, což znamená, že tento trend vysvětluje 74,3% dat z období 2006 – 2015.

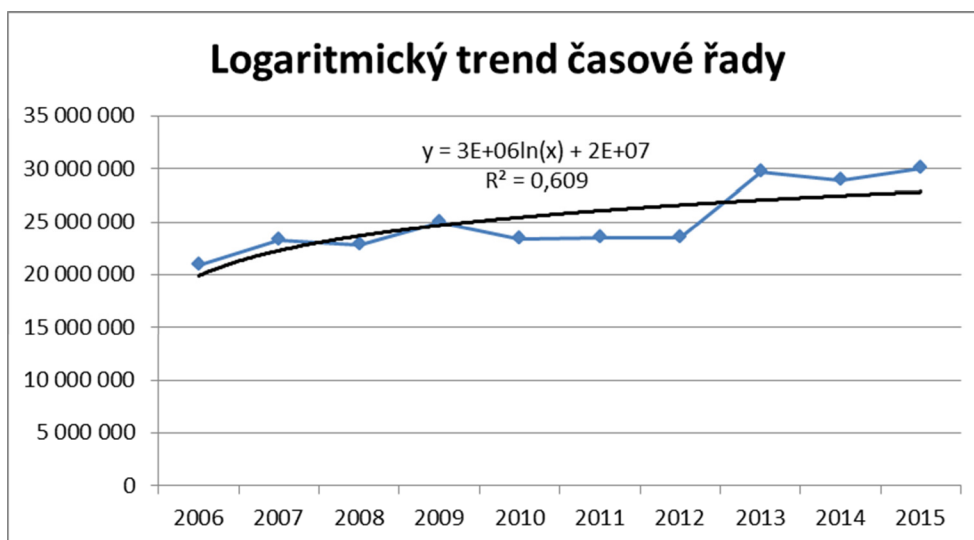
Exponenciální trend



Obr. 4 – Exponenciální trend časové řady (Vlastní zpracování)

Po proložení spojnice trendem exponenciální časové řady dosahuje index determinace hodnoty 0,751, což znamená, že tento trend vysvětluje 75,1% dat z období 2006 – 2015. Tato předpověď je tedy mírně přesnější oproti lineárnímu trendu.

Logaritmický trend

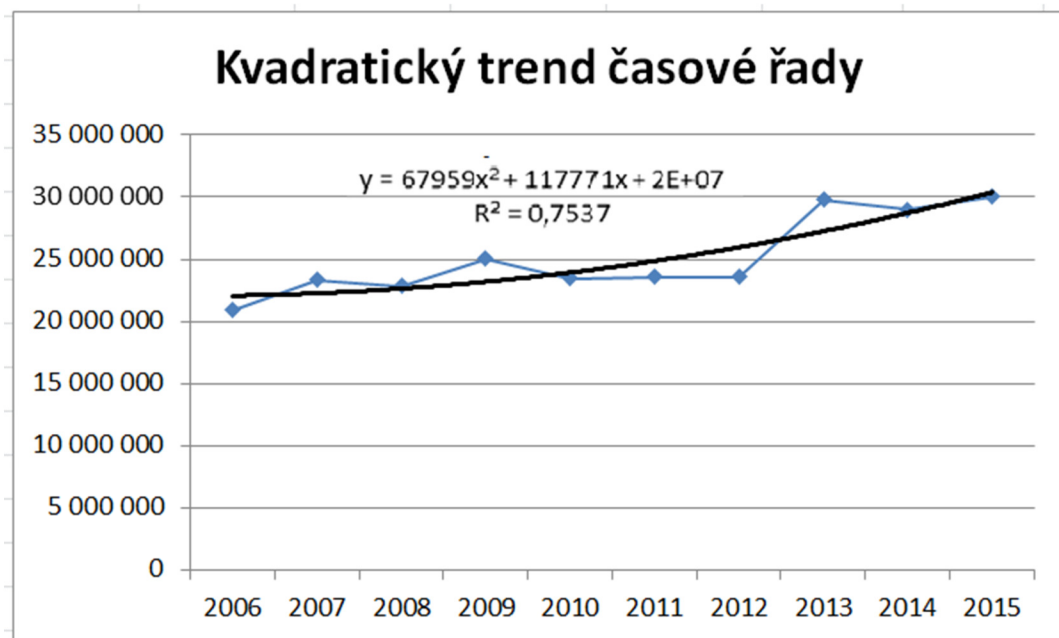


Obr. 5 – Logaritmický trend časové řady (Vlastní zpracování)

Po proložení spojnice trendem logaritmické časové řady dosahuje index determinace hodnoty 0,610, což znamená, že tento trend vysvětluje 61,0% dat z období 2006 – 2015.

Tedy oproti lineárnímu a exponenciálnímu trendu je tato předpověď výrazně nepřesnější.

Kvadratický trend



Obr. 6 – Kvadratický trend časové řady (Vlastní zpracování)

Po proložení spojnice trendem kvadratické časové řady dosahuje index determinace hodnoty 0,790, což znamená, že tento trend vysvětluje 79,0 % dat z období 2006 – 2015. To znamená, že tento trend lze považovat za nejpřesněji předpovídající tržby trhu do budoucích let.

Prognózané tržby

Prognózaný vývoj tržeb v období 2016 – 2019 můžeme vidět v následující tabulce.

Všechny trendy předpovídají, že trh bude do budoucna růst.

	2016	2017	2018	2019
Lineární trend	29 518 509	30 383 828	31 249 147	32 114 466
Meziroční růst [%]	-1,75	2,93	2,85	2,77
Průměrný růst [%]	1,70			
Exponenciální trend	30 394 602	31 507 800	32 661 768	33 858 001
Meziroční růst [%]	1,17	3,66	3,66	3,66
Průměrný růst [%]	3,04			
Logaritmický trend	27 193 686	27 454 720	27 694 848	27 917 172
Meziroční růst [%]	-9,48	0,96	0,87	0,80
Průměrný růst [%]	-1,71			
Kvadratický trend	29 518 520	31 199 348	33 016 094	34 968 758
Meziroční růst [%]	-1,75	5,69	5,82	5,91
Průměrný růst [%]	3,92			

Tab. 25 – Prognózané tržby 2016 – 2019 (Vlastní zpracování)

Podle indexu determinace lze za nejpřesněji vystihující budoucnost považovat kvadratický trend, a proto budeme uvažovat do následujících výpočtů právě tento trend.

Prognóza tržeb podniku

Predikovaný výsledek pro tržby podniku v jednotlivých letech dostaneme pomocí vzorce:

$$\text{Tržby podniku } x = \text{Tržby podniku } x-1 * (1 + \text{Tempo růstu tržeb})$$

kde x označuje rok, pro který výši tržeb počítáme. Tempo růstu tržeb spočítáme podle následujícího vzorce:

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

kde index růstu trhu a index změny tržního podílu jsou vypočteny v následujících tabulkách.

	2015	2016	2017	2018	2019
Tržní podíl podniku	0,53	0,55	0,57	0,59	0,61
Index změny trž. podílu	1,04				
Index růstu trhu	1,04	0,98	1,06	1,06	1,06

Tab. 26 – Index růstu trhu a index změny tržního podílu (Vlastní zpracování)

V následující tabulce jsou poté dopočítány předpokládané tržby podniku v letech 2016 až 2019.

	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby podniku	160 627	163 394	178 795	195 887	214 797
Tempo růstu tržeb [%]	9,34	1,72	9,43	9,56	9,65

Tab. 27 – Předpokládané tržby podniku v období 2016 – 2019 (Vlastní zpracování)

5.2.2 Prognóza ziskové marže

Dalším počítaným generátorem hodnoty je výpočet ziskové marže. Ta bude spočítána shora i zdola. Vypočtené hodnoty obou metod by se měly alespoň přibližně rovnat.

Prognóza ziskové marže shora

Ta se spočítá jako podíl korigovaného provozního zisku před odpisy a tržbami za vlastní výrobky a služby podniku.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Korigovaný provozní zisk před odpisy	24 248	21 605	12 291	14 278	15 158	16 018	18 635	29 265	42 372	44 466
Zisková marže (z KPZ před odpisy)	28,22	26,08	14,36	17,00	19,10	18,68	17,43	20,82	29,84	27,91
Průměrná zisková marže	21,94									

Tab. 28 – Zisková marže shora za sledované období (Vlastní zpracování)

Ve sledovaném období byla průměrná zisková marže 22%. Od roku 2012 do roku 2014 však vystoupala o více než 10% a v roce 2014 a 2015 dosahovala hodnoty 29% a 28%, proto ziskovou marži pro predikci období 2016 - 2019 se bude tedy uvažovat výše ziskové marže (s přihlédnutím k výši ziskové marže zdola dále) na úrovni 26,13 %.

	2016	2017	2018	2019
Korigovaný provozní zisk před odpisy	42 691	46 715	51 180	56 121
Zisková marže (z KPHV před odpisy)	26,13			

Tab. 29 – Prognóza ziskové marže shora (Vlastní zpracování)

Prognóza ziskové marže zdola

Při tomto způsobu výpočtu jsou hodnoty stanoveny podílem na tržbách. U jednotlivých položek se vychází z hodnot v minulých letech, které byly poté zprůměrovány, a tato vypočtená hodnota se použije jako jeden z ukazatelů pro predikci budoucích položek. Dále bude přihlédnuto i k vývoji jednotlivých položek v čase a tento trend poskytne další ukazatel pro predikci budoucích hodnot.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Obchodní marže [tis. Kč]	1 194	1 136	1 161	987	1 058	977	1 094	1 082	929	812
Podíl z tržeb [%]	1,39	1,38	1,37	1,21	1,34	1,13	1,04	0,81	0,63	0,51
Roční tempo růstu [%]		-4,86	2,20	-14,99	7,19	-7,66	11,98	-1,10	-14,14	-12,59
Průměrné tempo růstu [%]	-3,77									
Výkony [tis. Kč]	85 917	82 834	85 573	83 969	79 346	85 766	106 917	140 570	142 011	159 323
Podíl z tržeb [%]	100,31	100,42	101,30	103,15	100,30	99,10	101,93	105,04	96,66	99,19
Roční tempo růstu [%]		-3,59	3,31	-1,87	-5,51	8,09	24,66	31,48	1,03	12,19
Průměrné tempo růstu [%]	7,75									
Přidaná hodnota	26,66	34,04	22,25	24,59	26,36	25,35	24,56	34,00	38,30	40,48
Výkonová spotřeba [tis. Kč]	64 272	55 894	65 937	64 942	59 550	64 807	82 249	96 149	86 677	95 770
Podíl z tržeb [%]	75,04	67,76	78,06	79,78	75,28	74,88	78,41	71,84	59,00	59,62
Roční tempo růstu [%]		-13,04	17,97	-1,51	-8,30	8,83	26,91	16,90	-9,85	10,49
Průměrné tempo růstu	5,38									
Osobní náklady [tis. Kč]	5 911	6 264	5 616	5 405	5 193	5 184	6 038	9 842	12 512	13 974
Podíl z tržeb [%]	6,90	7,59	6,65	6,64	6,56	5,99	5,76	7,35	8,52	8,70
Roční tempo růstu [%]		5,97	-10,34	-3,76	-3,92	-0,17	16,47	63,00	27,13	11,68
Průměrné tempo růstu [%]	11,78									
Daně a poplatky [%]	0,22	0,28	0,52	0,25	0,30	0,59	0,87	4,61	0,58	0,81
Ostatní provozní položky [%]	-8,89	-0,16	-0,88	-0,39	-0,25	-0,26	-0,16	-0,17	-0,36	-3,29
Korig. provozní zisk před odpisy	24 360	21 713	15 481	14 722	15 618	16 466	18 979	29 707	43 426	54 388
Ziskový marže z KPZ dopočítaná	28,44	26,32	18,33	18,09	19,74	19,03	18,09	22,20	29,56	33,86

Tab. 30 – Zisková marže zdola za sledované období (Vlastní zpracování)

Obchodní marže má klesající tendenci v podílu na celkových tržbách, průměrně měla v minulosti hodnotu 1 %, v roce 2015 byl podíl z tržeb 0,51 %, a tudíž se do budoucna uvažuje s hodnotou a to ve výši 0,55 %.

Průměrná výše položky výkony byla 101 %. V roce 2014 a 2015 však dosahovala nižších hodnot, a to 97 % respektive 99 %. Proto se do budoucna bude uvažovat hodnota mírně nižší, než je vypočtená průměrná, a to ve výši 99 %.

Výše průměrné výkonové spotřeby ve sledovaném období dosahuje 72 %. Má však klesající tendenci a tudíž do budoucna, v roce 2014 a 2015 byla na úrovni pouhých 59 % a proto do budoucna budeme uvažovat výkonovou spotřebu na úrovni 65 %.

Průměrná výše osobních nákladů je 7 %, avšak má naopak rostoucí tendenci, v roce 2014 a 2015 byla na úrovni 8,5 %, a proto se do budoucna uvažuje mírně navýšená hodnota na úrovni 9 %.

Výše položek daně a poplatky a ostatní provozní náklady se uvažují do budoucna jako průměrná hodnota z minulého období.

	2016	2017	2018	2019
Obchodní marže [tis. Kč]	899	983	1 077	1 181
Podíl z tržeb [%]	0,55	0,55	0,55	0,55
Roční tempo růstu [%]	10,67	9,43	9,56	9,65
Průměrné tempo růstu [%]	9,83			
Výkony [tis. Kč]	161 760	177 007	193 928	212 649
Podíl z tržeb [%]	99,00	99,00	99,00	99,00
Roční tempo růstu [%]	1,53	9,43	9,56	9,65
Průměrné tempo růstu [%]	7,54			
Přidaná hodnota	34,55	34,55	34,55	34,55
Výkonová spotřeba [tis. Kč]	106 206	116 217	127 326	139 618
Podíl z tržeb [%]	65,00	65,00	65,00	65,00
Roční tempo růstu [%]	10,90	9,43	9,56	9,65
Průměrné tempo růstu	9,88			
Osobní náklady [tis. Kč]	14 705	16 092	17 630	19 332
Podíl z tržeb [%]	9,00	9,00	9,00	9,00
Roční tempo růstu [%]	5,23	9,43	9,56	9,65
Průměrné tempo růstu [%]	8,47			
Daně a poplatky [%]	0,90	0,90	0,90	0,90
Ostatní provozní položky [%]	-1,48	-1,48	-1,48	-1,48
Korig. provozní zisk před odpisy	42 691	46 715	51 180	56 121
Ziskový marže z KPZ dopočítaná	26,13	26,13	26,13	26,13

Tab. 31 – Prognóza ziskové marže zdola (Vlastní zpracování)

5.2.3 Pracovní kapitál

Zde budou stanoveny jednotlivé položky pracovního kapitálu. Jako první krok bude spočítána doba obratu zásob, doba obratu pohledávek a doba obratu krátkodobých závazků vztahených k tržbám. Uvažujeme, že rok má 365 dnů. Průměrné doby obratu za sledované období jsou uvedeny v prvním sloupci následující tabulky. Predikce pro budoucí vývoj avšak vychází nejen z těchto hodnot, ale i z trendu posledních let.

	2006-2015	2016	2017	2018	2019
Doba obratu zásob	46,23	42,00			
Doba obratu pohledávek	13,35	13,35			
Doba obratu krátkodobých závazků	75,41	85,00			

Tab. 32 – Doba obratu ve dnech (Vlastní zpracování)

Doba obratu zásob byla nejvyšší mezi lety 2009 a 2013, od té doby má klesající tendenci, v posledním roce se pohybovala na úrovni 38 dní, a proto bude pro budoucí vývoj průměrná hodnota z minulých let (46,23) mírně ponížena na 42 dní. Doba obratu

pohledávek má až na výjimku v roce 2013 (kdy byla 22 dnů) taktéž ustálený charakter, a proto bude opět ponechána průměrná hodnota. Doba obratu krátkodobých závazků byla velmi nízká v letech 2008 - 2012, kdy dosahovala hodnoty 57 dnů. Od té doby má stoupající tendenci, která vyvrcholila v roce 2013, kdy byla 105 dnů. V posledních 4 letech je to průměrně 89,9 dnů s mírně klesající tendencí, a proto budeme do budoucna počítat s upravenou hodnotou ve výši 85 dnů.

Dále bude dopočítán pracovní kapitál. Ten se spočítá jako denní tržby vynásobené dobou jejich obratu ve dnech z tabulky výše. Výše provozně nutných peněz se spočítá jako 15% z hodnoty krátkodobých závazků pro daný rok, jak je již popsáno v kapitolách výše.

	2016	2017	2018	2019
Zásoby [tis. Kč]	18 802	20 574	22 540	24 716
Krátkodobé pohledávky [tis. Kč]	5 975	6 539	7 164	7 855
Peníze provozně nutné [tis. Kč]	5 708	6 246	6 843	7 503
Ostatní aktiva (časové rozlišení) [tis. Kč]	142	142	142	142
Krátkodobé závazky [tis. Kč]	38 051	41 637	45 617	50 021
Ostatní pasiva (časové rozlišení) [tis. Kč]	3 267	3 267	3 267	3 267
Upravený pracovní kapitál [tis. Kč]	-10 691	-11 404	-12 196	-13 072
Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu [%]	-4,63			

Tab. 33 – Upravený prognózovaný pracovní kapitál (Vlastní zpracování)

Prognózovaný pracovní kapitál vychází v záporných hodnotách. Je to z toho důvodu, že se výrazně liší výše pohledávek a výše krátkodobých závazků, kde výše krátkodobých pohledávek je nižší než krátkodobé závazky.

5.2.4 Dlouhodobý majetek a investice

Dalším generátorem hodnoty jsou investice do dlouhodobého majetku. Předpokládaná investiční náročnost pro období 2016 – 2019 bude předpovězena i pomocí investiční náročnosti z minulých let. Tudíž se nejprve stanoví koeficient investiční náročnosti za minulost a poté se odhadnou budoucí investice. Pro stanovení hodnoty odpisů jednotlivých složek (které obsahují nehmotný majetek, stavby a samostatné movité věci) byla celková částka odpisů úměrně rozdělena podle výše odpisových základů mezi tyto jednotlivé složky. Investiční náročnost růstu tržeb se poté spočítá jako podíl

sumy netto investic do provozně nutného majetku a nárůstu tržeb za počítané období. Podmínkou u tohoto ukazatele je, aby vycházel v kladných hodnotách, což je u všech složek splněno.

Stavby [tis. Kč]	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Stav majetku ke konci roku	18 379	25 247	25 676	24 542	34 791	35 708	34 885	35 448	53 212	61 264
Odpisy		3 068	3 075	3 294	3 716	5 369	4 535	5 117	5 786	8 827
Investice netto		6 868	429	-1 134	10 249	917	-823	563	17 764	8 052
Investice brutto (odpis + netto)		9 936	3 504	2 160	13 965	6 286	3 712	5 680	23 550	16 879
Investiční náročnost růstu tržeb [%]	57,20									

Tab. 34 – Investiční náročnost do staveb (Vlastní zpracování)

Samostatné movité věci [tis. Kč]	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Stav majetku ke konci roku	15 713	34 665	29 106	25 395	26 381	35 976	42 172	44 959	42 709	40 509
Odpisy		2 623	4 221	3 734	3 846	4 071	4 569	6 186	7 338	7 085
Zůstatková cena prodaného zařízení		176	0	400	0	64	1 071	834	831	154
Investice netto		18 952	-5 559	-3 711	986	9 595	6 196	2 787	-2 250	-2 200
Investice brutto (odpis + netto)		19 128	-5 559	-3 311	986	9 659	7 267	3 621	-1 419	-2 046
Investiční náročnost růstu tržeb [%]	33,07									

Tab. 35 – Investiční náročnost do samostatných movitých věcí (Vlastní zpracování)

Nehmotný majetek [tis. Kč]	2013	2014	2015
Stav majetku ke konci roku	68	89	107
Odpisy		11	15
Investice netto		21	18
Investice brutto (odpis + netto)		32	33
Investiční náročnost růstu tržeb [%]	0,15		

Tab. 36 – Investiční náročnost do nehmotného majetku (Vlastní zpracování)

V tabulkách můžeme tedy vidět, že investiční náročnost do staveb je za sledované období 57,20 %, do samostatných movitých věcí je 33,07 % a do nehmotného majetku (v tomto případě se jedná pouze o software) je 0,15 %. Investiční náročnost do nehmotného majetku je počítána pouze od roku 2013, jelikož v celém předchozím období byla tato položka nulová. Pro předpověď budoucího vývoje by se tedy mělo vycházet z hodnoty těchto koeficientů. Nicméně po konzultaci s vedením a jeho plány do budoucna je zřejmé, že hodnoty takto spočítaných investice nejsou reálné a musí být upraveny. Vedení předpokládá investice do staveb ve třetinové výši a do samostatných movitých věcí ve čtvrtinové výši. Tudíž je třeba dopočítat předpokládanou výši investic do jednotlivých složek už pomocí upravených hodnot, a to tak, že se přírůstek tržeb mezi lety 2016 a 2019 vynásobí jednotlivými složkami generátorů hodnoty.

Majetek [%]	Investiční náročnost za minulost [%]	Odhad netto investic pro růst tržeb 2016 - 2019 [tis. Kč]
Stavby	19,06	9 797
Samostatné movité věci	8,27	4 251
Nehmotný majetek	0,15	75
Celkové investice	27,48	14 123

Tab. 37 – Výpočet budoucí výše investic do provozně nutného majetku (Vlastní zpracování)

V tabulce vidíme odhad růstu investic netto pro předpokládaný růst tržeb. Tyto hodnoty se následně rozdělí rovnoměrně do jednotlivých predikovaných let. Poté se sestaví plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů. Jeho hodnota se sleduje v jeho původní podobě k datu ocenění a poté se pokračuje v jeho dalším odepisování. Dále se přidá hodnota nového predikovaného majetku, které se rovněž postupně odepisují v závislosti na jejich odpisové skupině.

Stavby [tis. Kč]	2015	2016	2017	2018	2019
Původní - odpisy	8 827	8 827	8 827	8 827	8 827
- zůstatková hodnota	61 264	52 437	43 609	34 782	25 955
Nový - investice netto		2 449	2 449	2 449	2 449
- investice brutto		11 277	11 653	11 665	11 665
- pořizovací hodnota k 31.12.		11 277	22 929	34 594	46 260
- odpisy (1/30 z poř. h. k 1.1.)		0	376	388	389
Celkem - odpisy		8 827	9 203	9 216	9 216
- zůstatková hodnota	61 264	63 713	66 163	68 612	71 061

Tab. 38 – Výpočet budoucí výše investic pro stavby (Vlastní zpracování)

Samostatné movité věci [tis. Kč]	2015	2016	2017	2018	2019
Původní - odpisy	7 085	7 085	7 085	7 085	7 085
- zůstatková hodnota	40 509	33 424	26 339	19 254	12 169
Nový - investice netto		1 063	1 063	1 063	1 063
- investice brutto		8 148	9 506	9 732	9 770
- pořizovací hodnota k 31.12.		8 148	17 653	27 385	37 155
- odpisy (1/6 z poř. h. k 1.1.)		0	1 358	1 584	1 622
Celkem - odpisy		7 085	8 443	8 669	8 707
- zůstatková hodnota	40 509	41 572	42 635	43 697	44 760

Tab. 39 – Výpočet budoucí výše investic pro samostatné movité věci (Vlastní zpracování)

Nehmotný majetek [tis. Kč]	2015	2016	2017	2018	2019
Původní - odpisy	15	15	15	15	15
- zůstatková hodnota	107	92	77	63	48
Nový - investice netto		19	19	19	19
- investice brutto		33	42	44	44
- pořizovací hodnota k 31.12.		33	75	119	164
- odpisy (1/4 z poř. h. k 1.1.)		0	8	10	11
Celkem - odpisy		48	90	134	178
- zůstatková hodnota	107	126	144	163	182

Tab. 40 – Výpočet budoucí výše investic pro nehmotný majetek (Vlastní zpracování)

V následující tabulce je poté uvedena suma celkových hodnot investic do dlouhodobého majetku za predikované období.

	2016	2017	2018	2019
Odpisy [tis. Kč]	15 960	17 736	18 019	18 102
Zůstatková hodnota [tis. Kč]	105 411	108 942	112 472	116 003
Celkové netto investice [tis. Kč]	3 531	3 531	3 531	3 531
Celkové brutto investice [tis. Kč]	19 491	21 267	21 550	21 632

Tab. 41 – Celková hodnota investic do dlouhodobého hmotného majetku (Vlastní zpracování)

5.2.5 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

Pomocí výše určených generátorů hodnoty lze odhadnout předběžnou hodnotu oceňovaného podniku. Pro tento účel slouží následující vzorec:

$$H_b = \frac{X_{t-1} * (1 + g) * r_{ZPx} * (1 - d) - X_{t-1} * g * (k_{WC} + k_{DMn})}{i_k - g}$$

kde „X“ je velikost tržeb za vlastní výrobky a služby, „g“ je tempo růstu tržeb, „r_{ZPx}“ je provozní zisková marže propočtená z korigovaného výsledku hospodaření, „d“ je sazba daně, „k_{WC}“ je koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu, „k_{DMn}“ je koeficient náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku, „t“ je rok a „i_k“ je kalkulovaná úroková míra.

Tempo růstu tržeb, koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu a na růst dlouhodobého majetku jsou převzaty z minulých kapitol. Úroková míra je odhadnuta na 8 %. Za velikost tržeb za vlastní výrobky a služby jsou dosazeny tržby k datu ocenění. Zisková marže po odpisech a dani je spočítána v následující tabulce:

	2016	2017	2018	2019
Zisková marže před odpisy [%]	26,13	26,13	26,13	26,13
Podíl odpisů na tržbách [%]	0,10	0,10	0,09	0,08
Zisková marže po odpisech [%]	26,03	26,03	26,04	26,04
Zisková marže po dani [%]	21,08	26,03	26,04	26,04
Průměrná zisková marže po dani [%]	24,80			

Tab. 42 – Určení ziskové marže po dani (Vlastní zpracování)

V následující tabulce jsou všechny určené hodnoty shrnuty a podle vzorce výše dopočítána hodnota podniku.

Tempo růstu tržeb „g“ [%]	3,92
Zisková marže po odpisech a dani „rZPx“ [%]	24,80
Náročnost růstu tržeb:	
- na růst pracovního kapitálu „kWC“ [%]	-4,63
- na růst dlouhodobého majetku „kDMn“ [%]	27,48
- na investice netto celkem [%]	22,84
Kalkulovaná úroková míra „k“ [%]	8,00
Hodnota podniku brutto [tis. Kč]	786 767
Neprovozní majetek [tis. Kč]	53 681
Hodnota podniku netto [tis. Kč]	840 448

Tab. 43 – Výpočet předběžné hodnoty podniku (Vlastní zpracování)

Po dosazení do vzorce vyšlo předběžné ocenění podniku pomocí generátorů hodnoty na 840 448 tis. Kč.

5.3 Finanční plán

Následující kapitola se zabývá sestavením finančního plánu, který obsahuje plán výkazu zisku a ztráty, plán peněžních toků a plán rozvahy. Finanční plán je sestaven pro období mezi lety 2016 – 2019. Jednotlivé výkazy obsahují některé dříve zjištěné hodnoty z předchozích kapitol.

5.3.1 Plán výkaz zisku a ztráty

Plán výkazu zisku a ztrát [tis. Kč]	2015	2016	2017	2018	2019
Obchodní marže	812	899	983	1 077	1 181
Výkony	159 323	161 760	177 007	193 928	212 649
<i>Tržby za prodej vlastních výrobků a služ.</i>	<i>160 627</i>	<i>163 394</i>	<i>178 795</i>	<i>195 887</i>	<i>214 797</i>
Výkonová spotřeba	95 770	106 206	116 217	127 326	139 618
Přidaná hodnota	65 025	56 453	61 774	67 679	74 212
Osobní náklady	13 974	14 705	16 092	17 630	19 332
Daně a poplatky	1 294	1 476	1 616	1 770	1 941
Odpisy dlouh. nehmot. a hmot. majetku	15 927	15 960	17 736	18 019	18 102
Ostatní provozní položky	-5 291	-2 420	-2 648	-2 901	-3 181
Korigovaný provoz. výsl. hospodaření	38 461	26 730	28 978	33 161	38 019
Nákladové úroky	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	56	298	363	469	592
Výsledek hospod. z neprovoz. majetku	56	298	363	469	592
Celkový výsledek hospodaření před daní	38 517	27 028	29 341	33 630	38 612
Daň	7 318	5 135	5 575	6 390	7 336
Výsledek hospodaření za úč. období	31 199	21 893	23 766	27 240	31 275

Tab. 44 – Plánovaný výkaz zisků a ztrát (Vlastní zpracování)

Položky obchodní marže, výkony a výkonová spotřeba jsou převzaté z výpočtu ziskové marže. Tržby za prodej zboží a služeb jsou prognózované tržby. Přidaná hodnota je součtem obchodní marže a výkonů ponížena o výkonovou spotřebu. Daně a poplatky a ostatní provozní položky jsou spočítány z poměru k tržbám z výpočtu ziskové marže. Položka odpisy je převzatá z výpočtu dlouhodobého majetku. Nákladové úroky se předpokládají v nulové výši, stejně jako v minulosti. Výnosové úroky jsou spočítány jako 0,5% z hodnoty finančního majetku na začátku období. Daň je počítána ve výši 19 % pro celé plánované období.

5.3.2 Plán peněžních toků

Plánový výkaz peněžních toků [tis. Kč]	2016	2017	2018	2019
Stav peněžních prostředků na počátku období	59 611	72 556	93 749	118 467
<i>Korigovaný provozní výsledek hospodaření</i>	<i>26 730</i>	<i>28 978</i>	<i>33 161</i>	<i>38 019</i>
<i>Daň připadající na korig. výsledek hosp.</i>	<i>5 079</i>	<i>5 506</i>	<i>6 301</i>	<i>7 224</i>
Korigovaný výsledek hospodaření po zdanění	21 651	23 472	26 861	30 796
Úpravy o nepeněžní operace	15 960	17 736	18 019	18 102
Úpravy provozně nutných aktiv	-5 175	1 251	1 388	1 536
- změna stavu pohledávek	-1 675	-563	-625	-692
- změna stavu krátkodobých závazků	-1 482	3 587	3 980	4 404
- změna stavu zásob	-2 018	-1 772	-1 967	-2 176
Peněžní tok z provozní činnosti celkem	32 437	42 460	46 268	50 433
<i>Nabytí provozně nutného dlouhodobého maj.</i>	<i>-19 491</i>	<i>-21 267</i>	<i>-21 550</i>	<i>-21 632</i>
Peněžní tok z investiční činnosti celkem	-19 491	-21 267	-21 550	-21 632
Peněžní tok z provozního maj. celkem	12 945	21 193	24 718	28 801
Platba nákladových úroků	0	0	0	0
Příjmy z neprovoz. maj. a mimořádné příjmy	241	294	380	480
- výnosové úroky	298	363	469	592
- difference v platbě oproti dani z KPVH	-57	-69	-89	-113
Peněžní tok z neprovozního majetku celkem	241	294	380	480
Změna stavu dlouhodobých závazků	0	0	0	0
Peněžní tok z finanční činnosti celkem	0	0	0	0
Peněžní tok celkem	12 945	21 193	24 718	28 801
Stav peněžních prostředků na konci období	72 556	93 749	118 467	147 269

Tab. 45 – Plán peněžních toků (Vlastní zpracování)

Výše korigovaného výsledku hospodaření je převzata z plánu výkazu zisku a ztráty. Daň je ve výši 19 %. Úpravy o nepeněžní operace jsou odpisy majetku z plánu výkazu zisku a ztráty. Úpravy provozně nutných oběžných aktiv vychází z meziročních změn u jednotlivých položek z kapitoly „Pracovní kapitál“. Nabytí provozně nutného majetku je záporná položka „celkové brutto investice“ z výpočtu dlouhodobého majetku. Peněžní tok z provozního majetku celkem je součet peněžního toku z provozní a investiční činnosti celkem. Výnosové úroky jsou převzaty z výkazu zisku a ztráty a difference v platbě oproti dani z KPVH je rozdíl daně připadající na korigovaný výsledek hospodaření a na celkový výsledek hospodaření z výkazu zisku a ztráty. Peněžní tok z finanční činnosti se uvažuje nulový. Součtem položek jednotlivých peněžních toků se dostane celkový peněžní tok.

5.3.3 Plán rozvahy

Plán aktiv [tis. Kč]	2015	2016	2017	2018	2019
CELKOVÁ AKTIVA	196 079	216 489	243 842	275 062	310 742
<i>Dlouhodobý majetek</i>	<i>115 242</i>	<i>118 773</i>	<i>122 304</i>	<i>125 834</i>	<i>129 365</i>
Dlouhodobý nehmotný majetek	107	126	144	163	182
Dlouhodobý hmotný majetek	111 465	114 977	118 489	122 001	125 513
<i>Pozemky</i>	<i>3 785</i>	<i>3 785</i>	<i>3 785</i>	<i>3 785</i>	<i>3 785</i>
<i>Stavby</i>	<i>61 264</i>	<i>63 713</i>	<i>66 163</i>	<i>68 612</i>	<i>71 061</i>
<i>Samostatné movité věci</i>	<i>40 509</i>	<i>41 572</i>	<i>42 635</i>	<i>43 697</i>	<i>44 760</i>
<i>Nedokončený dlouhodobý hmotný maj.</i>	<i>5 524</i>	<i>5 524</i>	<i>5 524</i>	<i>5 524</i>	<i>5 524</i>
<i>Poskytnuté zálohy na dlouhod. maj</i>	<i>383</i>	<i>383</i>	<i>383</i>	<i>383</i>	<i>383</i>
Dlouhodobý finanční majetek	3 670	3 670	3 670	3 670	3 670
Oběžná aktiva	80 695	97 575	121 396	149 086	181 235
Zásoby	16 784	18 802	20 574	22 540	24 716
Krátkodobé pohledávky	4 300	5 975	6 539	7 164	7 855
Krátkodobý finanční majetek	59 611	72 798	94 284	119 382	148 663
- provozně potřebný	5 930	5 744	6 326	6 980	7 712
- provozně nepotřebný	53 681	67 054	87 958	112 402	140 951
Časové rozlišení	142	142	142	142	142

Tab. 46 – Plán aktiv (Vlastní zpracování)

Položky dlouhodobého majetku byly převzaty z výpočtu dlouhodobého majetku a položky aktiv z prognózy pracovního kapitálu (krátkodobé pohledávky a krátkodobý finanční majetek) a z plánu peněžních toků (krátkodobý finanční majetek). Provozně potřebný finanční majetek byl převzat z prognózy pracovního kapitálu. Ostatní položky jsou uvažovány ve stejné výši, jako v posledním známém roce 2015.

Plán pasiv [tis. Kč]	2015	2016	2017	2018	2019
CELKOVÁ PASIVA	196 079	216 489	243 842	275 062	310 742
<i>Vlastí kapitál</i>	<i>148 871</i>	<i>170 764</i>	<i>194 530</i>	<i>221 770</i>	<i>253 046</i>
Základní kapitál	8 064	8 064	8 064	8 064	8 064
Kapitálové fondy	2 470	2 470	2 470	2 470	2 470
Fondy ze zisku	0	0	0	0	0
Výsledek hosp. z minulých let	115 438	138 337	160 230	183 996	211 236
Výsledek hosp. běž. úč. období	22 899	21 893	23 766	27 240	31 275
<i>Cizí zdroje</i>	<i>43 941</i>	<i>42 459</i>	<i>46 045</i>	<i>50 025</i>	<i>54 429</i>
<i>Rezervy</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Dlouhodobé závazky	4 408	4 408	4 408	4 408	4 408
Krátkodobé závazky	39 533	38 051	41 637	45 617	50 021
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0
<i>Časové rozlišení</i>	<i>3 267</i>	<i>3 267</i>	<i>3 267</i>	<i>3 267</i>	<i>3 267</i>

Tab. 47 – Plán pasiv (Vlastní zpracování)

Základní kapitál, kapitálové fondy, fondy ze zisku a dlouhodobé závazky se předpokládají ve stejné výši jako v roce 2015. Výsledek hospodaření je převzat z plánovaného výkazu zisku a ztráty. Výše krátkodobých závazků je převzata z pracovního kapitálu. Podnik nepočítá v budoucnu s potřebou bankovních úvěrů a výpomocí, proto je tato položka nulová.

5.4 Stanovení hodnoty podniku

5.4.1 Ocenění metodou DCF entity

Při ocenění metodou DCF entity je určena výsledná hodnota podniku jako suma budoucích peněžních toků od data ocenění do neurčita. Výpočet pomocí této metody je dvoufázový. První fáze zahrnuje to období, pro které máme dostupné relevantní údaje (v tomto případě roky 2016 – 2019). Druhá fáze poté začíná na konci první fáze a pokračuje do nekonečna.

5.4.1.1 Současná hodnota první fáze

Korigovaný provozní výsledek hospodaření je převzat z plánovaného výkazu zisku a ztrát, poté je od něho odečtena daň ve výši 19 %. Plánované odpisy jsou brány také odtud. Investice do provozně nutného majetku je převzat z plánovaného peněžního toku a investice do provozně nutného pracovního kapitálu z upraveného prognózovaného

pracovního kapitálu. Výsledné volné peněžní toky (FCFF) jsou poté součet KPVH po zdanění a odpisů ponížené o investice do provozně nutného majetku a pracovního kapitálu. Poté se výsledná částka poníží vynásobením o odúročitel, který se spočítá podle vzorce $\frac{1}{(1+WACC)^{\text{počet let}}}$. Výše WACC je určena v následující podkapitole „Náklady kapitálu“.

	2016	2017	2018	2019
Korigovaný provozní výsledek hospodaření [tis. Kč]	26 730	28 978	33 161	38 019
Upravená daň [tis. Kč]	5 079	5 506	6 301	7 224
KPVH po dani [tis. Kč]	21 651	23 472	26 861	30 796
Odpisy [tis. Kč]	15 960	17 736	18 019	18 102
Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv) [tis. Kč]	0	0	0	0
Investice do provozně nutného dlouh. majetku [tis. Kč]	-19 491	-21 267	-21 550	-21 632
Investice do provozně nutného prac. kapitálu [tis. Kč]	-4 953	713	791	876
Free cash to firm (FCFF) [tis. Kč]	13 168	20 655	24 121	28 141
Odúročitel pro diskontní míru (WACC = 6,50 %) [%]	93,89	88,16	82,78	77,73
Diskontované FCFF k 31.12.2016 [tis. Kč]	12 364	18 210	19 967	21 872
Současná hodnota první fáze [tis. Kč]	72 414			

Tab. 48 – Výpočet současné hodnoty první fáze (Vlastní zpracování)

Současná hodnota první fáze (vyjádřena součtem diskontovaných volných peněžních toků) tedy činí 72 414 tis. Kč.

Náklady kapitálu

Pro odvození nákladů vlastního kapitálu se použije model CAPM. Tento model určuje tyto náklady s pomocí údajů o výnosnosti kapitálově vyspělých trhů (v tomto případě se jedná o USA). Využije se modifikace podle profesora Damodarana, který k bezrizikové výnosnosti na americkém trhu přidává hodnoty rizika té země, pro kterou je model použit (Česká republika). Pro tento model je třeba určit a zjistit hodnoty bezrizikové výnosnosti, rizikové prémie trhu a koeficientu beta.

Bezriziková výnosnost

Jako bezriziková úroková míra je použita výnosnost desetiletých dluhopisů USA, která k 30.12.2016 činí 2,45 %. (Treasury.gov, 2017)

Riziková prémie země

Riziková prémie kapitálového trhu USA je stanovena na základě historických dat od roku 1928, a to ve výši 4,54 % (People.stern.nyu.edu). Tuto prémii je třeba upravit o riziko selhání země, která je ve výši 0,88 (Pages.stern.nyu.edu, 2017). Dále je zde použit koeficient 1,5, který udává rozdíl volatility trhu akcií a dluhopisů. Poté je třeba tuto přírážku opravit o rozdíl predikované inflace obou zemí, viz. následující tabulka:

	2016	2017	2018	2019	Průměr
ČR [%]	0,70	1,40	1,80	1,90	1,45
USA [%]	0,82	1,54	2,37	2,49	1,81
Rozdíl [%]	-0,12	-0,14	-0,57	-0,59	-0,36

Tab. 49 – Prognóza inflace v České republice a v USA (Vlastní zpracování; Statista.com, 2017)

Koeficient Beta

Koeficient beta nezadlužené je pro podnik vyrábějící alkoholové nápoje na území Evropy 0,68 (Stern.nyu.edu, 2017). Vzhledem k tomu, že podnik nečerpá žádné bankovní úvěry a výpomoci, bude se rovnat beta zadlužené právě této hodnotě bez nutnosti přepočtu.

Poměr cizího a vlastního kapitálu a riziková přírážka za velikost podniku

Jelikož podnik nečerpá žádné krátkodobá ani dlouhodobé úvěry, tak poměr cizího a vlastního kapitálu není třeba počítat. Rizikové přírážka za velikost podniku bude 0, jelikož velikost úplatných zdrojů (součet vlastního kapitálu, úvěrů a dluhopisů) je menší než 3 mld. Kč (Mpo.cz, 2017)

V následující tabulce jsou dosazeny všechny spočítané hodnoty výše a poté z nich dopočítány náklady vlastního kapitálu.

r_f (aktuální výnos 10-ti letých dluhopisů USA) [%]	2,45
Beta nezadlužené pro "Beverage (Alcoholic)" [%]	0,68
Riziková prémie kapitálového trhu USA (1928 - 2014) [%]	4,54
Rating České republiky	A1
Riziko selhání země (prémie USA dluhopisů A1 oproti AAA)	0,88
Odhad poměru rizikové prémie u akcií oproti dluhopisům	1,50
Riziková prémie země	1,32
Riziková prémie země opravená o rozdíl v inflaci	0,97
Riziková přírážka za velikost podniku	0,00
Poměr cizího a vlastního kapitálu u oceňovaného podniku	0,00
Daňová sazba	19,00
Beta zadlužené	0,68
Náklady vlastního kapitálu	6,50

Tab. 50 – Výpočet nákladů vlastního kapitálu (Vlastní zpracování)

Vzhledem k tomu, že podnik nečerpá žádné krátkodobé ani dlouhodobé bankovní úvěry, tak vážené náklady kapitálu WACC se rovnají vypočtené hodnotě v tabulce, a to ve výši 6,50 %.

5.4.1.2 Pokračující hodnota druhé fáze

Pokračující hodnota druhé fáze bude určena na základě Gordonova a parametrického vzorce. Oba výsledky by si měly být při správném výpočtu rovny. Hodnoty potřebné pro výpočet jsou určeny níže.

Gordonův vzorec se vypočítá jako:

$$PH = \frac{FCFF_{2020}}{i_k - g}$$

kde „ g “ je tempo růstu tržeb, a „ i_k “ je diskontní míra. Diskontní míra by měla být větší než tempo růstu. Po dosazení dostaneme následující výpočet:

$$PH = \frac{29\,048}{0,065 - 0,0214} = 665\,249 \text{ tis. Kč}$$

Parametrický vzorec má následující tvar:

$$PH = \frac{KPVH_{2020} * \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_k - g}$$

kde „ g “ je tempo růstu tržeb, „ r_I “ je rentabilita investic netto a „ i_k “ je diskontní míra.

Po dosazení dostaneme následující výpočet:

$$PH = \frac{31\,453 * \left(1 - \frac{0,0214}{0,2793}\right)}{0,065 - 0,0214} = 665\,249 \text{ tis. Kč}$$

Pro oba výpočty bylo nutné určit tempo růstu. Průměrné tempo růstu za minulost mezi lety 2006 – 2015 je 4,52 % a za predikované roky 2016 – 2018 je to 3,92 % ročně. Omezení pro stanovení tempa růstu jsou tyto: tempo růstu nesmí být nižší než inflace a zároveň nesmí přesáhnout hodnotu tempa růstu reálného HDP. Jelikož průměrné tempo přesahuje maximální hodnotu, bude tempo růstu bráno jako tempo růstu HDP. Tato hodnota se určí jako průměrný růst mezi lety 2006 – 2019, což je 2,14 %.

Diskontní míra je rovna váženým nákladům na kapitál WACC.

Pro parametrický vzorec je třeba dále znát KPVH v roce 2020. Ten se vypočte jako součin KPVH v roce 2019 a 1 + tempo růstu tržeb. Výsledná hodnota je 31 453 tis. Kč.

Míra investic do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu se spočítá podle následujícího vzorce:

$$\frac{(1 + g) * \text{investovaný kapitál}_{2019} - \text{investovaný kapitál}_{2019}}{(1 + g) * KPVH_{2019}}$$

Investovaný kapitál je součet provozně nutného dlouhodobého majetku a upraveného pracovního kapitálu. Po dosazení dostaneme následující výpočet a výsledek:

$$\frac{(1 + 0,0214) * 112\,624 - 112\,624}{(1 + 0,0214) * 30\,796} = 0,0765$$

Dále určíme rentabilitu investic netto, což je podíl tempa růstu tržeb a míra investic do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu. Výsledek je 7,65 %.

Poté již je možné určit volné peněžní toky FCFF pro rok 2020. Ty jsou spočítány následovně:

$$(1 + g) * KPVH_{2019} - [(1 + g) * \text{investovaný kap.}_{2019} - \text{investovaný kap.}_{2019}] = \\ = (1 + 0,0214) * 30\,796 - [(1 + 0,014) * 112\,624 - 112\,624] = 29\,048 \text{ tis. Kč}$$

Všechny potřebné hodnoty jsou shrnuty v následující tabulce:

Tempo růstu [%]	2,14
Odúročitel pro diskontní míru WACC [%]	6,50
KPVH 2020 [tis. Kč]	31 453
Míra investic netto do DM a PK [%]	7,65
Rentabilita investic netto [%]	27,93
FCFF 2020 [tis. Kč]	29 048

Tab. 51 – Hodnoty pro výpočet druhé fáze podniku (Vlastní zpracování)

Pokračující hodnota druhé fáze je podle Gordonova i parametrického vzorce shodná, tedy 665 249 tis. Kč. Pro konečnou současnou hodnotu druhé fáze je však třeba tuto hodnotu odúročit na současnou hodnotu pomocí následujícího vzorce:

$$\text{současná PH} = \frac{PH}{(1 + i_k)^t} = \frac{665\,249}{(1 + 0,065)^4} = 517\,071 \text{ tis. Kč}$$

kde „t“ je počet let v první fázi. Výsledná současná hodnota pokračující druhé fáze je tedy 517 071 tis. Kč.

5.4.1.3 Výsledné ocenění podle metody DCF entity

Součet současných hodnot první a druhé fáze udává provozní hodnotu brutto. Odečtením úročeného cizího kapitálu dostaneme hodnotu netto. Jelikož ale podnik nemá a neplánuje výpomoci cizími zdroji, v tomto případě se hodnota brutto a netto bude rovnat. Poté je třeba přičíst hodnotu neprovozního majetku k datu ocenění a tím se získá výsledná hodnota. Vše je shrnuto v následující tabulce:

Současná hodnota první fáze [tis. Kč]	72 414
Současná hodnota druhé fáze [tis. Kč]	517 071
Provozní hodnota brutto [tis. Kč]	589 485
Úročený cizí kapitál [tis. Kč]	0
Provozní hodnota netto [tis. Kč]	589 485
Neprovozní majetek k datu ocenění [tis. Kč]	53 681
Výsledná hodnota vlastního kapitálu [tis. Kč]	643 166

Tab. 52 – Výsledná hodnota podniku oceněného pomocí metody DCF entity (Vlastní zpracování)

Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku Měšťanský pivovar v Poličce, a.s. je podle metody DCF entity 643 166 tis. Kč.

5.4.2 Ocenění metodou EVA entity

Metoda ekonomické přidané hodnoty je založena na tvorbě ekonomického zisku. Stejně jako u předchozí metody je výpočet celkové hodnoty rozdělen na dvě fáze. V první fázi je stanovena současná hodnota sumy diskontovaných hodnot EVA a ve druhé je stanovena pokračující hodnota.

5.4.2.1 Současná hodnota první fáze

V tabulce jsou uvedeny všechny hodnoty potřebné pro určení diskontovaných hodnot EVA. Čistý provozní zisk NOPAT odpovídá korigovanému provoznímu výsledku hospodaření po zdanění a aktiva sloužící k provozní činnosti podniku NOA odpovídají provozně nutnému investovanému kapitálu.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
NOPAT [tis. Kč]	31 153	21 651	23 472	26 861	30 796	31 453
NOA (ke konci období) [tis. Kč]	99 598	108 082	110 899	113 639	112 624	115 029
WACC * NOA _{t-1} [tis. Kč]		6 476	7 028	7 211	7 389	7 323
EVA [tis. Kč]		15 175	16 445	19 650	23 407	24 130
Odúročitel pro diskontní míru WACC [%]		93,89	88,16	82,78	77,73	
EVA diskontovaná [tis. Kč]		14 249	14 498	16 266	18 193	
Současná hodnota první fáze		63 206				

Tab. 53 – Výpočet EVA pro období 2016 - 2020 (Vlastní zpracování)

Ekonomická přidaná hodnota se poté spočítala jako rozdíl NOPAT a součinu NOA a WACC. Vážený průměr nákladů a odúročitel pro diskontní míru je stejný, jako v předchozí kapitole. Pro potřeby výpočtu pokračující fáze je přidán i rok 2020, kde byly hodnoty NOPAT a NOE spočítány pomocí navýšení hodnot z roku 2019 o předpokládané tempo růstu. Výsledná hodnota EVA diskontovaná je součin EVA a odúročitele diskontované míry WACC. Součtem všech diskontovaných ekonomických hodnot EVA dostaneme současnou hodnotu v první fázi, která činí 63 206 tis. Kč.

5.4.2.2 Pokračující hodnota druhé fáze

Pro výpočet hodnoty druhé fáze se použije Gordonův vzorec v následujícím tvaru:

$$PH = \frac{EVA_{2020}}{i_k - g} = \frac{24\,130}{0,065 - 0,0214} = 552\,626 \text{ tis. Kč}$$

Diskontováním pokračující hodnoty je poté získána hodnota současná:

$$\text{současná PH} = \frac{PH}{(1 + i_k)^t} = \frac{552\,626}{(1 + 0,065)^4} = 426\,681 \text{ tis. Kč}$$

Výsledná současná hodnota pokračující druhé fáze je tedy 426 681 tis. Kč.

5.4.2.3 Výsledné ocenění podle metody EVA entity

Sečtením první a druhé fáze se získá tržní přidanou hodnotu MVA. K této hodnotě se přičtou aktiva sloužící k provozní činnosti NOA k datu ocenění a tím se získá hodnota

brutto. Úročený cizí kapitál je nulový, tudíž hodnota brutto bude stejná jako netto. Poté je třeba přičíst hodnotu neprovozního majetku k datu ocenění a tím se získá výsledná hodnota (viz. následující tabulka).

Současná hodnota první fáze [tis. Kč]	63 206
Současná hodnota druhé fáze [tis. Kč]	426 681
MVA [tis. Kč]	489 887
NOA k datu ocenění [tis. Kč]	99 598
Provozní hodnota brutto [tis. Kč]	589 485
Úročený cizí kapitál [tis. Kč]	0
Provozní hodnota netto [tis. Kč]	589 485
Neprovozní majetek k datu ocenění [tis. Kč]	53 681
Výsledná hodnota vlastního kapitálu [tis. Kč]	643 166

Tab. 54 – Výsledná hodnota podniku oceněného pomocí metody EVA (Vlastní zpracování)

Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku Měšťanský pivovar v Poličce, a.s. je podle metody EVA 643 166 tis. Kč. Výsledek je tedy stejný jako u metody DCF entity.

5.5 Celkové zhodnocení návrhové části

Pro predikci tržeb do budoucnosti byl vybrán kvadratický trend časové řady, protože vysvětluje nejvíce dat z období minulého. Průměrný růst trhu by měl dle tohoto trendu být 3,92 % ročně. Z tohoto byly poté odvozeny i tržby oceňovaného podniku.

Dále byla prognózována zisková marže, která po sladění zdola a shora má hodnotu 26,13 %. Podle minulosti a konzultace s vedením podniku byla také předpovězena investiční náročnost do provozně nutného majetku, která činí pro období 2016 – 2019 27,48 %. Poté byl podnik předběžně oceněn na základě generátorů hodnoty, kde hodnota podniku dosáhla hodnoty 643 166 tis. Kč.

Následně byl na základě hodnot z generátorů hodnoty vytvořen finanční plán, který obsahuje plán rozvahy, peněžních toků a výkazů zisku a ztráty.

Na tomto základě bylo poté provedeno samotné ocenění pomocí metody DCF entity a EVA entity. Výsledná hodnota podniku, oceněného pomocí metody DCF entity je k 31.12.2016 643 166 tis. Kč. Totožná hodnota vyšla i při použití metody ekonomické přidané hodnoty EVA.

6 ZÁVĚR

Primárním cílem této diplomové práce bylo stanovení hodnoty podniku Měšťanský pivovar v Poličce, a.s. K tomu byly využity výnosové metody DCF entity a EVA entity. Ocenění probíhalo k datu 31.12.2016.

Prvním krokem bylo zpracování strategické analýzy. Jejím výstupem byla prognóza tržeb trhu, tržního podílu oceňovaného podniku včetně jeho plánovaných tržeb.

Dále byla zpracována finanční analýza podniku, ze které vyplynulo, že podnik je ve velmi dobrém finančním stavu. Tržby podniku jsou od roku 2010 rostoucí, stejně jako výsledek hospodaření, a tento trend by měl pokračovat i do budoucnosti.

Poté následovala návrhová část. Zde bylo nejprve nutné rozdělit majetek na provozně potřebný a nepotřebný. Dále byla provedena analýza a prognóza generátorů hodnoty na období 2016 - 2019. Na jejím základě byl poté vypracován finanční plán, který obsahuje plánovanou rozvahu, plán finančních toků a plán výkazu zisku a ztráty.

Poté bylo možné přistoupit k samotnému ocenění podniku výnosovými metodami. Jako první byl podnik oceněn metodou DCF, kdy byla zjištěna hodnota podniku 643 166 tis. Kč. Při použití metody EVA entity byl výsledek shodný, a to 643 166 tis. Kč. To svědčí o správném postupu výpočtu.

SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

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

Business.center.cz. *Businesscenter.cz* [online]. [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obchzak/cast1.aspx>

Managementmania.com. *Managementmania.com* [online]. [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: <https://managementmania.com/cs/financni-analyza>

Kurzysprint.cz. *Kurzysprint.cz* [online]. [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: <http://www.kurzysprint.cz/horizontalni-vertikalni-analyza-vykazu/>

Managementmania.com. *Managementmania.com* [online]. [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: <https://managementmania.com/cs/ukazatele-likvidity>

Managementmania.com. *Managementmania.com* [online]. [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: <https://managementmania.com/cs/ukazatele-rentability>

Managementmania.com. *Managementmania.com* [online]. [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: <https://managementmania.com/cs/ukazatele-aktivity>

Financni-analyza.webnode.cz. *Financni-analyza.webnode.cz* [online]. [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: <http://financni-analyza.webnode.cz/ukazatele-zadluzenosti/>

Rejstrik-firem.kurzy.cz. *Rejstrik-firem.kurzy.cz* [online]. [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: <http://rejstrik-firem.kurzy.cz/60112344/mestansky-pivovar-v-policke-as/>

Pivovar-policka.cz. *Pivovar-policka.cz* [online]. [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: <http://www.pivovar-policka.cz/index2.htm>

Finance.cz. *Finance.cz* [online]. [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: <http://www.finance.cz/makrodata-eu/hdp/statistiky/vyvoj-hdp/>

Mfcr.cz. *Mfcr.cz* [online]. [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/fiskalni-vyhled/2016/fiskalni-vyhled-cr-listopad-2016-26623>

Amadeus. *Amadeus-bvdinfo-com* [online]. [cit. 2017-04-05]. Dostupné z: <https://amadeus-bvdinfo-com.ezproxy.lib.vutbr.cz>

Finexpert.e15.cz. *Finexpert.e15.cz* [online]. [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: <http://finexpert.e15.cz/prumerna-mira-inflace-v-roce-2008-dosahla-63->

Czso.cz. *Czso.cz* [online]. [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace

Justice.cz. *Justice.cz* [online]. [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: <http://portal.justice.cz/Justice2/Uvod/uvod.aspx>

Managementmania.com. *Managementmania.com* [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: <https://managementmania.com/cs/pohotova-likvidita>

Managementmania.com. *Managementmania.com* [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: <https://managementmania.com/cs/bezna-likvidita>

Managementmania.com. *Managementmania.com* [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: <https://managementmania.com/cs/okamzita-likvidita>

Treasury.gov. *Treasury.gov* [online]. [cit. 2017-03-28]. Dostupné z: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2016>

Pages.stern.nyu.edu. *Pages.stern.nyu.edu* [online]. [cit. 2017-03-28]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Statista.com. *Statista.com* [online]. [cit. 2017-03-29]. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/244983/projected-inflation-rate-in-the-united-states/>

Stern.nyu.edu. *Stern.nyu.edu* [online]. [cit. 2017-03-29]. Dostupné z: www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/betaEurope14.xls

Mpo.cz. *Mpo.cz* [online]. [cit. 2017-03-29]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/infa-cznace-metodika.pdf>

People.stern.nyu.edu. *People.stern.nyu.edu* [online]. [cit. 2017-03-29]. Dostupné z: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html#discrete

SEZNAM TABULEK

Tab. 1 – Hrubý domácí produkt mezi lety 2006 – 2015

Tab. 2 – Predikce HDP mezi lety 2016 – 2019

Tab. 3 – Míra inflace mezi lety 2006 – 2015

Tab. 4 – Predikce míry inflace mezi lety 2016 – 2019

Tab. 5 – Tržby poličského pivovaru a jeho konkurentů

Tab. 6 – Tržby trhu a tempo jeho růstu

Tab. 7 – Tempo růstu tržeb podniku

Tab. 8 – Tempo růstu výstav piva v podniku

Tab. 9 – Tržní podíl společnosti

Tab. 10 – Horizontální analýza aktiv
Tab. 11 – Vertikální analýza aktiv
Tab. 12 – Horizontální analýza pasiv
Tab. 13 – Vertikální analýza pasiv
Tab. 14 – Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty
Tab. 15 – Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty
Obr. 16 – Vývoj vybraných ukazatelů výkazu zisku a ztráty v čase
Tab. 17 – Ukazatele rentability
Tab. 18 – Ukazatele likvidity
Tab. 19 – Ukazatele aktivity
Tab. 20 – Ukazatele zadluženosti
Tab. 21 – Provozně nutný majetek
Tab. 22 – Provozně nutná likvidita
Tab. 23 – Provozně nutné peníze
Tab. 24 – Provozně nutný investovaný kapitál
Tab. 25 – Korigovaný provozní výsledek hospodaření
Tab. 26 – Prognózované tržby 2016 – 2019
Tab. 27 – Index růstu trhu a index změny tržního podílu
Tab. 28 – Předpokládané tržby podniku v období 2016 – 2019
Tab. 29 – Zisková marže shora za sledované období
Tab. 30 – Prognóza ziskové marže shora
Tab. 31 – Zisková marže zdola za sledované období
Tab. 32 – Prognóza ziskové marže zdola
Tab. 33 – Doba obratu ve dnech
Tab. 34 – Upravený prognózovaný pracovní kapitál
Tab. 35 – Investiční náročnost do staveb
Tab. 36 – Investiční náročnost do samostatných movitých věcí
Tab. 37 – Investiční náročnost do nehmotného majetku
Tab. 38 – Výpočet budoucí výše investic do provozně nutného majetku
Tab. 39 – Výpočet budoucí výše investic pro samostatné movité věci
Tab. 40 – Výpočet budoucí výše investic pro nehmotný majetek
Tab. 41 – Celková hodnota investic do dlouhodobého hmotného majetku

- Tab. 42 – Určení ziskové marže po dani
- Tab. 43 – Výpočet předběžné hodnoty podniku
- Tab. 44 – Plánovaný výkaz zisků a ztrát
- Tab. 45 – Plán peněžních toků
- Tab. 46 – Plán aktiv
- Tab. 47 – Plán pasiv
- Tab. 48 – Výpočet současné hodnoty první fáze
- Tab. 49 – Prognóza inflace v České republice a v USA
- Tab. 50 – Výpočet nákladů vlastního kapitálu
- Tab. 51 – Hodnoty pro výpočet druhé fáze podniku
- Tab. 52 – Výsledná hodnota podniku oceněného pomocí metody DCF entity
- Tab. 53 – Výpočet EVA pro období 2016 - 2020
- Tab. 54 – Výsledná hodnota podniku oceněného pomocí metody EVA

SEZNAM OBRÁZKŮ

- Obr. 1 – Vývoj tržeb poličského pivovaru a jeho konkurentů
- Obr. 2 – Vývoj vybraných ukazatelů výkazu zisku a ztráty v čase
- Obr. 3 – Lineární trend časové
- Obr. 4 – Exponenciální trend časové řady
- Obr. 5 – Logaritmický trend časové řady
- Obr. 6 – Kvadratický trend časové řady

SEZNAM ZKRATEK

- CAPM - Model oceňování kapitálových aktiv
- DCF - diskontované peněžní toky
- EAT - čistý zisk
- EBT - zisk před zdaněním
- EBIT - zisk před zdaněním a úroky
- EVA - ekonomická přidaná hodnota
- FCF - volný peněžní tok
- FCFF - volné peněžní toky do firmy

HDP - hrubý domácí produkt
HV - hospodářský výsledek
KPVH - korigovaný provozní výsledek hospodaření
NOA - čistá operační aktiva
NOPAT - zisk z operační činnosti podniku po dani
ROA - rentabilita celkových aktiv
ROE - rentabilita vlastního kapitálu
ROS - rentabilita tržeb
WACC - průměrné vážené náklady kapitálu

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha 1 – Aktiva podniku mezi lety 2006 – 2015
Příloha 2 – Pasiva podniku mezi lety 2006 – 2015
Příloha 3 – Výkaz zisku a ztráty mezi lety 2006 – 2015

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
CELKOVÁ AKTIVA	73 417	81 410	80 367	91 986	98 737	105 299	119 250	150 650	171 231	196 079
<i>Pohledávky za upsaný základní kapitál</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý majetek	61 140	68 570	66 519	65 614	73 562	84 467	97 438	100 191	114 455	115 242
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	68	89	107
<i>Zřizovací výdaje</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Software</i>	0	0	0	0	0	0	0	60	89	107
<i>Ocenitelná práva</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Goodwill</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Jiný dlouhodobý nehmotný majetek</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Nedokončený jiný dlouhod. nehmot. maj.</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Poskyt. zál. na dlouhodob. maj.</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	60 607	67 944	65 005	63 918	71 716	82 235	94 881	97 175	111 081	111 465
<i>Pozemky</i>	3 201	3 270	3 535	3 496	3 665	3 665	3 665	3 764	3 785	3 785
<i>Stavby</i>	18 379	25 247	25 676	24 542	34 791	35 708	34 885	35 448	53 212	61 264
<i>Samost. hmot. mov. věci a soubory</i>	15 713	34 665	29 106	25 395	26 381	35 976	42 172	44 959	42 709	40 509
<i>Pěstitelské celky trvalých porostů</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Dospělá zvířata a jejich skupiny</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Jiný dlouhodobý hmotný majetek</i>	0	52	39	26	13	0	0	0	0	0
<i>Nedokončený dlouhodobý hmotný maj.</i>	23 314	4 710	6 599	10 434	6 866	5 178	6 855	9 653	5 735	5 524
<i>Poskytnuté zálohy na dlouhod. maj.</i>	0	0	50	25	0	1 708	7 304	3 351	5 640	383
<i>Oceňovací rozdíl k nabytému majetku</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý finanční majetek	533	626	1 514	1 696	1 846	2 232	2 557	2 948	3 285	3 670
<i>Podíly - ovládaná osoba</i>	399	492	614	796	946	1 332	1 657	2 048	2 385	2 770
<i>Podíly v úč. jedn. pod podst. vlivem</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Ost. dlouhodob. cenné papíry a podíly</i>	134	134	900	900	900	900	900	900	900	900
<i>Zápůjčky a úvěry - ovládaná osoba</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Jiný dlouhodobý finanční majetek</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Pořizovaný dlouhodobý fin. majetek</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Poskytnuté zálohy na dlouhod. fin. maj.</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	11 968	12 630	13 813	26 344	25 103	20 753	21 746	50 418	56 656	80 695
Zásoby	8 285	8 128	9 187	15 115	12 486	10 373	14 955	22 661	17 416	16 784
<i>Materiál</i>	4 994	4 493	6 464	9 894	7 102	4 851	6 504	7 552	7 374	8 131
<i>Nedokončená výroba a polotovary</i>	2 980	3 408	2 402	4 788	4 886	4 123	5 922	12 069	7 040	5 701
<i>Výrobky</i>	265	182	282	397	461	398	545	1 028	996	981
<i>Mladá a ostatní zvířata a skupiny</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Zboží</i>	46	45	39	36	37	1 001	2 024	2 012	2 006	1 971
<i>Poskytnuté zálohy na zásoby</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Pohledávky z obchodních vztahů</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Pohledávky - ovládaná nebo ovládaj. os.</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Pohledávky - podstatný vliv</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Pohledávky za společníky</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Dlouhodobé poskytnuté zálohy</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Dohadné účty aktivní</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Jiné pohledávky</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Odložené daňové pohledávky</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	2 465	2 961	2 395	2 079	2 691	4 947	3 154	8 288	6 924	4 300
<i>Podhledávky z obchodních vztahů</i>	2 424	2 736	1 779	1 633	1 929	2 043	2 543	3 113	3 184	3 773
<i>Pohledávky - ovládaná nebo ovládaj. os.</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Pohledávky - podstatný vliv</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Pohledávky za společníky</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Sociální a zdravotní pojištění</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Stát - daňové pohledávky</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Krátkodobé poskytnuté zálohy</i>	41	58	508	373	438	2 629	393	1 518	458	478
<i>Dohadné účty aktivní</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Jiné pohledávky</i>	0	167	108	73	324	275	218	3 657	3 282	49
Krátkodobý finanční majetek	1 218	1 541	2 231	9 150	9 926	5 433	3 597	19 469	32 316	59 611
<i>Peníze</i>	946	288	382	534	298	738	416	516	398	719
<i>Účty v bankách</i>	272	1 253	1 849	8 616	9 628	4 695	3 181	18 953	31 918	58 849
<i>Krátkodobé cenné papíry a podíly</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Pořiz. krátkodobý fin. majetek</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Časové rozlišení</i>	309	210	35	28	72	79	66	41	120	142
<i>Náklady příštích období</i>	309	225	51	43	107	115	102	78	142	179
<i>Komplexní náklady příštích období</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Příjmy příštích období</i>	0	-15	-16	-15	-35	-36	-36	-37	-22	-37

Příloha 1 – Aktiva podniku mezi lety 2006 – 2015

CELKOVÁ PASIVA	73 417	81 410	80 367	91 986	98 737	105 299	119 250	150 650	171 231	196 079
Vlastní kapitál	50 258	60 370	64 699	76 463	82 565	88 240	94 711	107 700	128 947	148 871
Základní kapitál	8 064	8 064	8 064	8 064	8 064	8 064	8 064	8 064	8 064	8 064
Základní kapitál	8 064	8 064	8 064	8 064	8 064	8 064	8 064	8 064	8 064	8 064
Vlastní akcie a obchodní podíly	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kapitálové fondy	99	192	314	496	646	1 032	1 357	1 748	2 085	2 470
Ážio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Oceňovací rozdíly z přecenění maj. a záv.	99	192	314	496	646	1 032	1 357	1 748	2 085	2 470
Oceň. rozd. z přecen. při přem. obch. org.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rozdíly z přeměn obchod. korporací	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rozd. z ocen. při přem. obchod. korp.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fondy ze zisku	1 613	1 613	1 613	1 613	1 613	1 613	1 613	1 613	0	0
Rezervní fond	1 613	1 613	1 613	1 613	1 613	1 613	1 613	1 613	0	0
Statutární a ostatní fondy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výsledek hosp. z minulých let	25 183	39 192	50 501	54 708	66 290	72 242	76 725	82 481	95 494	115 438
Nerozdělený zisk minulých let	25 183	39 192	50 501	54 708	66 290	72 242	76 725	82 481	95 464	115 438
Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Jiný výsledek hospodaření minulých let	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výsledek hosp. běž. úč. období	15 299	11 309	4 207	11 582	5 952	5 289	6 952	13 794	23 304	22 899
Rozhodn. o záloh. na výplatu pod. na zis.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Cizí zdroje	22 920	20 851	15 688	15 523	16 172	17 059	24 539	42 950	42 284	43 941
Rezervy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rezervy podle zvlášť. práv. předp	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rezerva na důch. a podobné závazky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rezerva na daň z příjmů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní rezervy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	2 220	2 299	2 512	2 512	2 568	2 773	3 190	3 684	4 076	4 408
Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Závazky - ovládaná nebo ovládající os.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Závazky ke společníkům	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Jiné závazky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Odložený daňový závazek	2 220	2 299	2 512	2 512	2 568	2 773	3 190	3 684	4 076	4 408
Krátkodobé závazky	20 700	18 552	13 156	13 011	13 604	14 286	21 349	39 266	38 208	39 533
Závazky z obchodních vztahů	15 339	11 257	7 167	5 759	4 946	3 381	7 890	3 330	3 661	5 080
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Závazky ke společníkům	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Závazky k zaměstnancům	344	366	384	397	348	302	407	560	476	736
Závazky ze sociálního a zdrav. pojištění	222	240	264	239	241	220	343	480	322	416
Stát - daňové závazky a dotace	4 685	1 160	-1 280	545	1 803	1 141	2 425	11 044	8 033	7 096
Krátkodobé přijaté zálohy	0	4 752	6 204	5 798	5 908	7 025	9 681	19 955	21 698	25 501
Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dohadné účty pasivní	110	26	417	273	358	2 217	603	3 869	4 001	670
Jiné závazky	0	751	0	0	0	0	0	28	17	34
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	239	189	0	0	0	0	0	0	0	3 267
Výdaje příštích období	239	189	0	0	0	0	0	0	0	3 267
Výnosy příštích období	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Příloha 2 – Pasiva podniku mezi lety 2006 – 2015

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby za prodej zboží	3 257	3 124	3 069	2 710	2 693	2 403	2 833	2 713	2 355	2 037
Náklady vynaložené na prodané zboží	2 063	1 988	1 908	1 723	1 635	1 426	1 739	1 631	1 426	1 225
Obchodní marže	1 194	1 136	1 161	987	1 058	977	1 094	1 082	929	812
Výkony	85 917	82 834	85 573	83 969	79 346	85 766	106 917	140 570	142 011	159 323
Tržby za prodej vlastních výrobků a služ.	85 654	82 489	84 475	81 402	79 107	86 544	104 896	133 829	146 911	160 627
Změna stavu zásob vlastní činnosti	263	345	-902	2 567	239	-778	2 021	6 741	-4 900	-1 304
Aktivace	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	64 272	55 894	65 937	64 942	59 550	64 807	82 249	96 149	86 677	95 770
Spotřeba materiálu a energie	27 738	30 343	32 911	32 759	30 897	32 159	49 659	52 717	48 880	55 606
Služby	36 534	25 551	33 026	32 183	28 653	32 648	32 590	43 432	37 797	39 504
Přidaná hodnota	22 839	28 076	18 797	20 014	20 854	21 936	25 762	45 503	56 263	65 025
Osobní náklady	5 911	6 264	5 616	5 405	5 193	5 184	6 038	9 842	12 512	13 974
Mzdové náklady	4 163	4 419	3 917	3 816	3 624	3 706	4 313	7 008	9 316	10 500
Odměny členům orgánů obchodní korp.	239	245	252	268	261	158	161	212	74	0
Náklady na sociální a zdravotní pojištění	1 456	1 545	1 393	1 276	1 254	1 270	1 515	2 582	3 091	3 443
Sociální náklady	53	55	54	45	54	50	49	40	31	31
Daně a poplatky	186	230	442	205	239	510	917	6 175	852	1 294
Odpisy dlouh. nehmot. a hmot. majetku	3 925	5 691	7 296	7 028	7 562	9 440	9 104	11 303	13 135	15 927
Tržby z prodeje dlouh. majetku a materiálu	13 696	13 589	12 389	12 539	9 777	9 836	10 171	10 465	11 191	10 601
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0	572	117	1 600	193	467	594	215	205	323
Tržby z prodeje materiálu	13 696	13 017	12 272	10 939	9 584	9 369	9 577	10 250	10 986	10 278
Zůstatková cena prod. dlouhod. maj. a mat.	13 378	12 829	12 043	11 030	9 490	9 372	10 544	10 789	11 001	10 273
Zůstatková cena prod. dlouhod. majetku	0	176	0	400	0	64	1 071	834	831	154
Prodaný materiál	13 378	12 653	12 043	10 630	9 490	9 308	9 473	9 955	10 170	10 119
Změna stavu rezerv a oprav. pol. v prov. obl.	-7 579	-77	-147	-96	34	0	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	1	12	0	23	1	6	23	15	51	11
Ostatní provozní náklady	40	66	595	245	231	230	195	236	578	5 302
Provozní výsledek hospodaření	20 641	16 674	5 341	8 759	7 883	7 042	9 158	17 638	29 427	28 867
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výnosy z přecenění cenn. papírů a derivátů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Náklady z přecenění cenných pap. a derivátů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a oprav. pol. ve fin. obl.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	1	4	30	377	1	4	0	1	27	56
Nákladové úroky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní finanční výnosy	3	0	38	2	0	0	0	0	0	0
Ostatní finanční náklady	496	438	389	416	381	411	441	423	505	576
Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
Finanční výsledek hospodaření	-492	-434	-321	-37	-380	-407	-441	-422	-478	-520
Daň z příjmů za běžnou činnost	4 914	4 931	1 195	-2 860	1 551	1 346	1 765	3 422	5 645	5 448
Splatná	4 688	4 852	982	-2 861	1 495	1 141	1 348	2 929	5 254	5 115
Odloužená	226	79	213	1	56	205	417	493	391	333
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	15 235	11 309	3 825	11 582	5 952	5 289	6 952	13 794	23 304	22 899
Mimořádné výnosy	65	0	382	0	0	0	0	0	0	0
Mimořádné náklady	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Mimořádný výsledek hospodaření	64	0	382	0	0	0	0	0	0	0
Převod podílu na výsl. hosp. společníkům	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření za úč. období	15 299	11 309	4 207	11 528	5 952	5 289	6 952	13 794	23 304	22 899
Výsledek hospodaření před zdaněním	20 213	16 240	5 402	8 722	7 503	6 635	8 717	17 216	28 949	28 347

Příloha 3 – Výkaz zisku a ztráty mezi lety 2006 – 2015