



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ  
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



ÚSTAV SOUDNÍHO INŽENÝRSTVÍ  
INSTITUTE OF FORENSIC ENGINEERING

# OCENĚNÍ PODNIKU S PROMÍTNUTÍM RIZIKA DO DISKONTNÍ SAZBY

COMPANY VALUE ESTIMATION WITH REFLECT OF RISK IN THE DISCOUNT RATE

DIPLOMOVÁ PRÁCE  
DIPLOMA THESIS

AUTOR PRÁCE  
AUTHOR

Bc. ANETA BOUCHALÍKOVÁ

VEDOUCÍ PRÁCE  
SUPERVISOR

Ing. LUCIE KOLEŇÁKOVÁ, Ph.D.

BRNO 2014

Vysoké učení technické v Brně, Ústav soudního inženýrství

Ústav soudního inženýrství  
Akademický rok: 2013/2014

## **ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE**

student(ka): Bc. Aneta Bouchalíková

který/která studuje v **magisterském navazujícím studijním programu**

obor: **Řízení rizik firem a institucí (3901T048)**

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č.111/1998 o vysokých školách a se Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně určuje následující téma diplomové práce:

### **Ocenění podniku s promítnutím rizika do diskontní sazby**

v anglickém jazyce:

#### **Company Value Estimation with Reflect of Risk in the Discount Rate**

Stručná charakteristika problematiky úkolu:

Výběr podniku pro ocenění.

Analýza dostupné české a zahraniční literatury.

Ocenění vybraného podniku zvolenou metodou.

Cíle diplomové práce:

Analýza dostupné české a zahraniční literatury v uvedené problematice.

Aplikace základního postupu ocenění na vybraný podnik - analýza současné situace, finanční a strategická analýza, sestavení finančního plánu, stanovení diskontní míry, aplikace metod pro ocenění.

Seznam odborné literatury:

FOTR, J. Strategické finanční plánování. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 1999. 149 s. ISBN 80 - 7169 - 694 - 3

KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku – 2. přepracované a doplněné vydání, 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001, 367 s. ISBN 80 - 7179 - 529 - 1.

MAŘÍK, M.; MAŘÍKOVÁ, P. Moderní metody hodnocení výkonnosti podniku. 2.vyd. Praha: Ekopress, 2005. 165 s. ISBN 80-8611 -61-0

MAŘÍKOVÁ, P.; MAŘÍK, M. Diskontní míra v oceňování. 1. vyd. Praha: Vysoká škola ekonomická a Praze, Institut oceňování majetku, 2001. 101 s. ISBN 80 - 245 - 0228 - 3.

Vedoucí diplomové práce: Ing. Lucie Kolečáková, Ph.D.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2013/2014.

V Brně, dne 26.10.2013

L.S.

---

doc. Ing. Aleš Vémola, Ph.D.  
Ředitel vysokoškolského ústavu

## **Abstrakt**

Diplomová práce se zabývá oceněním podniku ZELTR Agro a. s. V první části práce jsou definována teoretická východiska potřebná pro ocenění podniku. Praktická část práce obsahuje strategickou analýzu, finanční analýzu a finanční plán. Následně je aplikována vybraná metoda ocenění a na závěr je uvedena hodnota společnosti k datu 1.1.2013.

## **Abstract**

Diplom's thesis deals with the valuation of the company Zeltr Agro a. s. The first part of the thesis are defined theoretical bases required for the valuation of the company. The practical part contains strategic analysis, financial analysis and financial plan. Subsequently the method of valuation is applied. In conclusion the value of the company is determined to 1.1.2013.

## **Klíčová slova**

Metody oceňování, strategická analýza, finanční analýza, finanční plán, diskontované cash flow, průměrné vážené náklady na kapitál.

## **Keywords**

Methods of valuation, strategic analysis, financial analysis, financial planning, discounted cash flow, weighted average cost of capital.

### **Bibliografická citace**

BOUCHALÍKOVÁ, A. *Ocenění podniku s promítnutím rizika do diskontní sazby*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Ústav soudního inženýrství, 2014. 93 s. Vedoucí diplomové práce Ing. Lucie Kolečáková, Ph.D..

### **Čestné prohlášení**

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

V Brně dne .....

.....

podpis

### **Poděkování**

Dovoluji si tímto poděkovat paní Ing. Lucii Koleňákové, Ph.D. za odbornou pomoc a cenné připomínky při zpracování této diplomové práce a panu Ing. Miroslavu Mlčochovi za poskytnuté informace.

# OBSAH

ÚVOD.....	10
CÍLE DIPLOMOVÉ PRÁCE.....	11
1 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE.....	12
1.1 Podnik jako předmět ocenění .....	12
1.2 Hodnota podniku .....	12
1.2.1 Hladiny hodnoty podniku .....	13
1.2.2 Kategorie hodnoty .....	13
1.3 Důvody pro ocenění podniku .....	14
1.4 Přehled metod pro finanční ocenění podniku .....	15
1.5 Faktor času a rizika.....	16
1.6 Postup při ocenění podniku .....	17
1.6.1 Sběr vstupních dat .....	17
1.6.2 Analýza dat.....	19
1.6.3 Sestavení finančního plánu.....	28
1.6.4 Ocenění na základě analýzy výnosů .....	29
2 ANALÝZA SOUČASNÉHO STAVU SPOLEČNOSTI .....	38
2.1 Základní údaje o firmě.....	38
2.2 Strategická analýza.....	40
2.2.1 Analýza relevantního trhu a jeho prognóza .....	40
Analýza atraktivity trhu.....	41
Prognóza vývoje relevantního trhu.....	47
2.2.2 Analýza konkurence a vnitřního potenciálu .....	48
Porterův pětifaktorový model.....	49
Analýza 7S .....	51
2.3 SWOT analýza.....	53
2.4 Finanční analýza.....	53



2.4.1	Stavové ukazatele .....	53
2.4.2	Rozdílové ukazatele.....	57
2.4.3	Poměrové ukazatele.....	57
2.4.4	Souhrnné ukazatelé.....	61
2.5	Rozdělení aktiv na provozně nutná a provozně nenutná .....	62
2.6	Finanční plán .....	64
2.6.1	Optimistická varianta.....	64
2.6.2	Finanční analýza pro optimistickou variantu.....	67
2.6.3	Pesimistická varianta .....	69
2.6.4	Finanční analýza pro pesimistickou variantu .....	72
3	OCENĚNÍ PODNIKU .....	75
3.1	Ocenění optimistické varianty .....	77
3.2	Ocenění pesimistické varianty .....	81
	ZÁVĚR.....	85
	SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ.....	87
	SEZNAM OBRÁZKŮ .....	90
	SEZNAM TABULEK .....	90
	SEZNAM GRAFŮ .....	91
	SEZNAM PŘÍLOH .....	93

## ÚVOD

Potřeba oceňování se v České republice objevila v souvislosti s privatizací, především při transformaci ekonomiky a vlastnických vztahů. V současné době je pro většinu podniků hlavním cílem maximalizovat tržní hodnotu podniku, která je nezbytným nástrojem pro vlastníky, investory a věřitele. Vývoj ve světové ekonomice vyvolává potřebu efektivního umístění volného kapitálu.

Ocenění podniku je nepostradatelnou součástí při přeměnách společnosti, při koupi a prodeji podniku nebo při vstupu nových společníků. Určit správnou hodnotu podniku je obtížné, neboť je závislá na účelu ocenění, subjektu, který ocenění zpracovává, na odvětví trhu na kterém se podnik nachází a na dalších faktorech.

Předpokladem dobrého znalce je všeobecný rozhled. Nejen o ekonomice, ale také odvětví, na kterém podnik působí. Důležitou podstatou ocenění je podrobná analýza vnějšího okolí, hospodaření firmy a také predikce pro budoucí rozvoj nejen trhu, ale i podniku. Při výpočtu hodnoty podniku je nutné počítat i s rizikem, které se často promítá do diskontní míry.

V současné době existuje řada metod pro ocenění, pro účely této diplomové práce se předpokládá použití jedné z výnosových metod.

## CÍLE DIPLOMOVÉ PRÁCE

Cílem diplomové práce je stanovit hodnotu podniku ZELTR Agro, a. s. pomocí zvolené metody ocenění k datu 1. 1. 2013.

Diplomová práce je rozdělena na část teoretickou a praktickou. V rámci teoretické části jsou stanovena východiska pro ocenění, která jsou čerpána z odborné literatury. Definují se zde základní pojmy potřebné pro oceňování, přehled metod ocenění a jejich jednotlivé kroky, které na sebe navzájem navazují a dávají potřebné informace pro ocenění.

Prvním krokem je sběr potřebných dat. Pro seznámení s oceňovaným podnikem je důležitý sběr primárních dat, jejichž zdroji jsou interní informace o zákaznících, dodavatelích, odběratelích, zaměstnancích a tak dále. Pro specifikaci trhu, na kterém podnik působí, slouží zdroje sekundárních informací, jako jsou například mezinárodní a národní statistické úřady, ministerstva a další orgány státní správy (BLAŽKOVÁ, 2007).

Tyto informace jsou využity pro sestavení strategické analýzy, jejímž úkolem je vymezit relevantní trh a jeho atraktivitu, konkurenční síly a predikci budoucího vývoje trhu. K tomu jsou použity metody porovnání, komparace a statistická metoda regresní analýzy. Výsledkem strategické analýzy je SWOT analýza, která definuje silné a slabé stránky a příležitosti a hrozby. Další použitou analytickou metodou je finanční analýza, která rozebírá účetní výkazy za období 2008 – 2012 pomocí stavových, rozdílových, poměrových a souhrnných ukazatelů. Finanční analýza slouží jako základ pro sestavení finančního plánu na následujících 5 let, pro který je použita metoda procentního podílu na tržbách.

Po provedených analýzách již následuje samotné ocenění podniku. Předpokládá se aplikace jedné z nejčastěji užívaných výnosových metod. Ocenění bude provedeno pro variantu optimistickou a pesimistickou. V závěru budou shrnuty nejdůležitější poznatky a stanovena hodnota podniku pro každou variantu.

V práci jsou použity následující metody. Analyticko-syntetická metoda, která rozkládá celek na části a hledá vzájemné souvislosti mezi částmi. Historická metoda, zkoumající vývoj jevu a logicko-systematická metoda, zkoumající výchozí situaci (JANÍČEK, 2013).

# 1 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE

Účelem oceňování podniku je stanovení jeho hodnoty, zabývá se podnikem jako zbožím, které je určeno ke směně. Ocenění je výsledkem procesu oceňování, tedy přiřazení hodnoty podniku. Podnik sám o sobě nemá žádnou objektivní, věcně zdůvodnitelnou, zdokumentovanou a na okolnostech a podmínkách nezávislou hodnotu. Z toho plyne, že neexistuje jediné, obecně platné a správné univerzální ocenění. Výsledek procesu oceňování je závislý na mnoha faktorech například na účelu ocenění, na zkušenostech odhadce i na množství a kvalitě dostupných informací.

Oceňování podniku je v České republice upraveno zákonem č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník ve znění pozdějších předpisů. Kromě výše uvedené právní úpravy, je nutno také zmínit zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku ve znění pozdějších předpisů, který upravuje způsoby oceňování ke zjištění administrativní, tzv. objektivizované hodnoty podniku (KISLINGEROVÁ, 2001).

## 1.1 PODNIK JAKO PŘEDMĚT OCENĚNÍ

Samotný pojem podnik je v literatuře vymezován různě. Pro oceňovatele má největší význam definice uvedená v obchodním zákoníku. „*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*“. (Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 5, odst. 1).

## 1.2 HODNOTA PODNIKU

Hodnota je dána očekávanými budoucími příjmy, buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku, tj. vlastníků i věřitelů, převedenými na jejich současnou hodnotu. Hodnota není objektivní vlastnost celku zvaného podnik, protože je založena na projekci budoucího vývoje. Jedná se o odhad, který je v zásadě názorem oceňovatele. Pokud není hodnota objektivní vlastnost, nelze sestavit jednoznačný algoritmus, který by umožňoval hledanou hodnotu určit. Hodnota bude závislá jednak na účelu ocenění a jednak na subjektu, z jehož hlediska je určována (MAŘÍK, 2011).

### 1.2.1 Hladiny hodnoty podniku

- Hodnota brutto – jedná se o hodnotu podniku jako celku. Zahrnuje hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Obchodní zákoník označuje hodnotu brutto jako obchodní jmění a definuje ji v § 6, odst 2): *„Jměním podnikatele, který je právnickou osobou, je soubor jeho veškerého majetku a závazků.“* (§6 odst. (2) Zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník)
- Hodnota netto – jedná se o hodnotu ocenění na úrovni vlastníků podniku. Oceňujeme tedy vlastní kapitál. Hodnotu netto upravuje obchodní zákoník v § 6, odst. 3), kde se vymezuje čistý obchodní majetek (ČOM). *„Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou.“*

V § 6 odst. 4) obchodního zákoníku je vymezen pojem vlastní kapitál: *„Vlastní kapitál tvoří vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele a v rozvaze se vykazují na straně pasiv.“* (§6 odst. 4) Zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník)

### 1.2.2 Kategorie hodnoty

#### *Tržní hodnota*

Předpokladem pro vznik tržní ceny je, že existuje trh s podniky, na kterém existuje více kupujících a více prodávajících. Tržní hodnota se stanoví prostřednictvím oceňovacích modelů, které jsou odrazem druhu majetku, který je předmětem ocenění a dále okolností, za kterých by daný majetek mohl být prodán na volném trhu (MAŘÍK, 2011, KISLINGEROVÁ, 2001).

Definice tržní hodnoty (IVS, 2007):

*„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku“.*

#### *Subjektivní (investiční) hodnota*

Na podnik jako celek je třeba pohlížet jako na jedinečné a méně likvidní aktivum. Investiční hodnota je dána subjektivními názory, představami a konkrétními podmínkami účastníka transakce, z jehož hlediska je sestavena (MAŘÍK, 2011).

Definice subjektivní hodnoty (IVS, 2007):

*„Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“*

### **Objektivizovaná hodnota**

Subjektivní ocenění neposkytuje profesionálním odhadcům mnoho prostoru k výkonu jejich povolání. Pro odhadce je výhodnější vycházet z objektivní představy nebo objektivizovanější hodnoty (MAŘÍK, 2011).

Definice objektivizované hodnoty (IWD S1):

*„Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.“*

### **Kolínská škola**

Kolínská škola je založena na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků. Obecnými funkcemi se rozumí funkce poradenská, rozhodčí, argumentační, komunikační, daňovou (MAŘÍK, 2011).

## **1.3 DŮVODY PRO OCENĚNÍ PODNIKU**

Podle Doc. Kislíngerové jsou důvody pro ocenění následující:

- koupě a prodej podniku jako celku, případně jeho částí,
- zvýšení (snížení) základního kapitálu společnosti přijetím, vstupem či vystoupením společníka, akcionáře, likvidací, konkurzem, atd.
- splynutí, sloučení nebo rozdělení obchodních společností,
- vklad podniku nebo jeho části do obchodní společnosti dosavadní nebo nově zakládané,
- transformace obchodní společnosti,
- restrukturalizace podniku,

- rozhodování o sanaci nebo likvidaci podniku,
- uvádění společnosti na kapitálový trh,
- poskytování a přijetí úvěru či jiných forem cizího kapitálu,
- vnitřní nebo vnější potřeba hodnocení výsledků práce managementu v kontextu plnění základního cíle, zvyšování tržní hodnoty podniku, pro vlastníky podniku,
- pojištění podniku,
- privatizace podniku nebo jeho části, náhrada za vyvlastnění podniku nebo jeho části,
- placení různých daní.

## **1.4 PŘEHLED METOD PRO FINANČNÍ OCENĚNÍ PODNIKU**

Zjištění výsledné hodnoty podniku se většinou opírá o použití více oceňovacích metod. Podle prof. Maříka existují tři okruhy oceňovacích metod:

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

## 1.5 FAKTOR ČASU A RIZIKA

Faktor času a rizika se do oceňování promítají prostřednictvím diskontní míry.

### Faktor času

Hodnota aktiva se vymezuje jako současná hodnota budoucích čistých příjmů, které z tohoto aktiva plynou držiteli tohoto aktiva. Podle této definice oceňovatel postupuje při ocenění podniku výnosovými metodami. Čas je jedna z nejdůležitějších skutečností, která ovlivňuje vývoj celkové hodnoty peněz. Hovoří se tzv. časové hodnotě peněz. Příjem získaný dříve má větší význam, než později získaný příjem, protože příjemce může tyto prostředky dříve investovat a dosáhnout tak většího výnosu. V důsledku toho se musí nejdříve všechny budoucí příjmy přepočítat k datu ocenění a zjistit tak jejich současnou hodnotu. (MAŘÍK, 2011, NÝVLTOVÁ, 2010).

### Faktor rizika

Riziko v oblasti oceňování je chápáno jako míra přesnosti, díky které jsem schopni předvídat výsledky hospodaření podniku. Hodnota aktiva bude vyšší, jestliže jsou očekávané příjmy poměrně jisté a naopak. Riziko je tím větší, čím více se může skutečný výsledek lišit od očekávaného. Mírou rizika je očekávaná volatilita výsledků hospodaření vyjádřená odpovídajícími statistickými charakteristikami (MAŘÍK, 2011, MAŘÍKOVÁ, 2008).

Členění rizika potřebné pro kalkulaci diskontní míry (MAŘÍK, 2011):

- Riziko obchodní a finanční.
- Riziko systematické a nesystematické.

Mezi systematická rizika, která jsou podnikem neovlivnitelná, se řadí rizika politická, přírodní, geografická. Nesystematická rizika, která může podnik částečně minimalizovat, jsou riziko zadluženosti, kurzové a úrokové riziko (NÝVLTOVÁ, 2010).

Riziko finanční ukazuje míru zapojení cizích zdrojů ve financování podniku. Toto riziko je závislé na velikosti fixních finančních nákladů, které tvoří především nákladové úroky. Každé zvýšení podílu cizích zdrojů na celkových zdrojích vede ke zvýšení finančního rizika akcionářů (KISLINGEROVÁ, 2001, MAŘÍKOVÁ, 2008). Finanční riziko se měří dvěma způsoby (MAŘÍKOVÁ, 2008):

a) Prostřednictvím stupně finanční páky:

$$\text{Finanční riziko} = \frac{\% \text{ změna VH z běžné činnosti}}{\% \text{ změna provozního VH (nebo EBIT)}}$$



- b) Prostřednictvím ukazatelů zadluženosti a likvidity, které budou objasněny v následující kapitole

Riziko obchodní se měří proměnlivostí čistých výnosů, která je způsobena buď proměnlivostí prodeje (prodejní riziko) nebo úrovní fixních provozních nákladů, které se označuje jako provozní riziko (MAŘÍKOVÁ, 2008).

## **1.6 POSTUP PŘI OCENĚNÍ PODNIKU**

Postup ocenění podniku je důležité upravit podle konkrétních podmínek, tedy podle konkrétního účelu ocenění, kategorie zjišťované hodnoty, zvolených metod atd. Prof. Mařík doporučuje následující obecný postup (MAŘÍK, 2011):

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

### **1.6.1 Sběr vstupních dat**

Východiskem pro sběr dat je vždy účel ocenění a hledaná kategorie hodnoty. Vstupní data můžeme rozdělit do následujících skupin (MAŘÍK, 2011):

- 1) Základní data o podniku
  - data identifikující podnik,
  - název, právní forma, IČ,
  - předmět podnikání,
  - rozdělení majetkových podílů,
  - základní řídicí struktura podniku.
- 2) Ekonomická data

- účetní výkazy za posledních 5 let,
  - výroční zprávy,
  - zprávy auditorů,
  - podnikové plány.
- 3) Relevantní trh
- vymezení trhu, na kterém se oceňovaný podnik pohybuje, velikost, vývoj trhu,
  - segmentace trhu,
  - faktory atraktivity relevantního trhu,
  - faktory vývoje trhu.
- 4) Konkurenční struktura relevantního trhu
- hlavní přímí konkurenti a data o nich,
  - možné substituty výrobků nebo produktů,
  - bariéry vstupu do odvětví,
  - poměr sil oceňovaného podniku k dodavatelům a odběratelům.
- 5) Odbyt a marketing
- data o struktuře odbytu v časových řadách z hlediska struktury výrobků, odběratelů a územní struktury,
  - hlavní produkty, jejich hodnocení, srovnání s konkurencí,
  - ceny, cenová politika, porovnání cen s konkurencí,
  - hlavní odbytové cesty a jejich hodnocení,
  - reklama, velikost a struktura výdajů, srovnání výdajů na reklamu s konkurencí,
  - výzkum a vývoj, hlavní výsledky, výdaje na výzkum a vývoj, srovnání s konkurencí.
- 6) Výroba a dodavatelé
- řízení kvality, certifikáty kvality,
  - charakter výroby, úroveň technologie,
  - kapacity a jejich využití,
  - stav dlouhodobého majetku včetně všech druhů nehmotného majetku, investice prováděné v minulosti a investiční plány do budoucnosti s důrazem na dlouhodobé výhledy,
  - struktura dodavatelů a dodávek, míra závislosti oceňovaného podniku na dodavatelích, logistika a její úroveň, stav a struktura zásob.
- 7) Pracovníci
- struktura pracovníků, nároky provozu podniku na kvalifikaci pracovníků,

- situace na trhu práce,
- atmosféra na pracovištích, nálady mezi zaměstnanci,
- fluktuace pracovníků,
- produktivita práce a její srovnání s konkurencí,
- personální náklady, jejich úroveň podle jednotlivých kategorií pracovníků.

### **1.6.2 Analýza dat**

Na fázi shromažďování dat navazuje fáze analytická, která zpravidla obsahuje strategickou analýzu, finanční analýzu, rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná, analýzy a prognózy generátorů hodnoty a orientačního ocenění na základě generátorů hodnoty.

#### **Strategická analýza**

Strategická analýza je důležitým východiskem pro analýzu finančních výkazů. Analýza umožňuje analytikovi zkoumat potenciál firmy a jeho rizikové oblasti. Získané informace jsou potřebné k posouzení udržitelnosti současné výkonnosti firmy a prognózy budoucího vývoje (PALEPU, 2007).

Obsahem strategické analýzy jsou různé analytické techniky sloužící pro identifikaci vztahů mezi okolím podniku a zdrojovým potenciálem podniku. Cílem strategické analýzy je identifikovat, analyzovat a ohodnotit všechny relevantní faktory, u kterých předpokládáme, že budou mít vliv na konečnou volbu cílů a strategie podniku a posoudit vzájemné vztahy a souvislosti mezi těmito faktory. Pro strategickou analýzu je důležité analyzovat existující trendy, získávat informace umožňující odhalit základy budoucího vývoje a oddělit krátkodobé jevy od dlouhodobých. (SEDLÁČKOVÁ, 2006).

Postup strategické analýzy se může sestávat z následujících kroků (MAŘÍK, 2011):

1. Analýza vnějšího potenciálu.
2. Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku.
3. Prognóza tržeb oceňovaného podniku.

#### ***Analýza vnějšího potenciálu***

Na začátku strategické analýzy by měl být jednoznačně vymezen relevantní trh oceňovaného podniku z hlediska věcného (z hlediska produktu), území, zákazníků a konkurentů. Volba

relevantního trhu by měla umožnit získat základní data o tomto trhu a posoudit jeho atraktivitu, aby bylo možné následně zpracovat prognózu dalšího vývoje tohoto trhu.

K základním datům o trhu patří odhad velikosti relevantního trhu vyjádřený v hmotných a hodnotových jednotkách na základě velikosti poptávky, vývoj trhu v čase a případná segmentace trhu (MAŘÍK, 2011).

Bez přesné definice trhu oceňovaného podniku není možné správně zvolit kategorii hodnoty, nelze vybrat vhodná vstupní data a parametry oceňovacích metod a nelze interpretovat výsledky oceňovací expertízy ve vztahu k zadání a účelu ocenění. Pro srovnatelná data čerpaná z relevantního trhu, je potřeba vycházet z identické či alespoň srovnatelné regulativní formy trhu jako prostředí, ve kterém probíhají transakce. Zkoumání trhů a rovnovážných procesů je potřebné k pochopení rovnovážné ceně a možnostem jejího odhadu (KRABEC, 2009).

Po získání základních dat o relevantním trhu by měl oceňovatel přistoupit k detailnímu kvalitativnímu hodnocení daného trhu. Analýza atraktivity trhu by měla pomoci k lepšímu poznání šancí a rizik spojených s daným trhem a poskytnout podklady pro určení rizikové přírážky pro diskontní míru (MAŘÍK, 2011).

Prvním krokem v analýze atraktivity trhu je vymezit hlavní faktory, které jsou důležité z hlediska poptávky a možností prodeje. Kritéria atraktivity mohou být (MAŘÍK, 2011):

- Růst trhu – poskytuje větší příležitosti pro podnikový růst. Rychlý růst trhu může snižovat sílu konkurence oproti menšímu růstu trhu. Růstové trhy přinášejí větší rizika.
- Velikost trhu – větší trh se zpravidla považuje za výhodnější.
- Intenzita přímé konkurence – čím silnější konkurence, tím menší šance pro přežití menších podniku.
- Průměrná rentabilita, substitute, bariéry vstupu – atraktivní trhy umožňují dosáhnout dostatečné výnosnosti. Průměrná rentabilita bude tím vyšší, čím větší jsou bariéry vstupu a nižší možnost substitute. Tím roste atraktivita trhu z pohledu oceňovatele.
- Citlivost trhu na konjunkturu – považujeme za faktor snižující atraktivitu trhu.
- Struktura a charakter zákazníků – za výhodný stav se považuje více zákazníků v daném odvětví a jejich menší citlivost na ceny.

Na předešlé analýzy navazuje prognóza vývoje trhu. Při sestavení prognózy je nutné postup upravit podle typu ocenění (MAŘÍK, 2011):

- Subjektivní ocenění – prognóza bude vycházet z individuálního názoru oceňovatele.

- Objektivizované ocenění – prognóza vývoje trhu bude vycházet ze současného stavu.
- Tržní ocenění – prognóza by měla vycházet z názorů, které zastává odborná veřejnost.

### ***Analýza konkurence a vnitřního potenciálu trhu***

Cílem analýzy konkurenční síly je odhadnout vývoj tržních podílů oceňovaného podniku do budoucnosti. Postup této analýzy lze rozčlenit do následujících kroků (MAŘÍK, 2011):

1. Stanovení dosavadních tržních podílů oceňovaného podniku – doporučuje se stanovit jej jak na úrovni fyzických jednotek, tak na úrovni korunového vyjádření a sestavit vývojovou řadu tržních podílů.
2. Identifikace hlavních konkurentů – shromažďování důležitých údajů o jejich hospodaření a určení nebo odhad jejich tržního podílu.
3. Analýza vnitřního potenciálu podniku a hlavních faktorů jeho konkurenční síly – úkolem je posoudit do jaké míry je podnik schopen využít šance plynoucí z rozvoje trhu a jak je schopen čelit konkurenci a možným hrozbám. Výsledkem by mělo být hodnocení konkurenční síly oceňovaného podniku vůči hlavním konkurentům.
4. Prognóza tržních podílů.

### ***Prognóza tržeb***

Prognóza tržeb vychází z výsledků analýzy a prognózy relevantního trhu, analýzy konkurence a vnitřního potenciálu trhu a z výsledků analýzy časových řad tržeb oceňované firmy z minulosti (MAŘÍK, 2011).

### **SWOT analýza**

Cílem této analýzy je najít silné a slabé stránky podniku a odhalit příležitosti a hrozby v okolí podniku. K tomu použije závěry předchozích analýz. Postup realizace SWOT analýzy (DEDOUCHOVÁ, 2001, SEDLÁČKOVÁ, 2006):

1. Identifikace hlavních změn v okolí podniku, které vyplývají z předešlých analýz.
2. Identifikace silných a slabých stránek podniku.
3. Posouzení vzájemných vztahů jednotlivých silných a slabých stránek a hlavních změn v okolí podniku.

### **Finanční analýza pro zjištění finančního zdraví podniku**

Dalším krokem v postupu ocenění je analýza finančního zdraví podniku, která patří k nejdůležitějším nástrojům finančního řízení, jejímž úkolem je v oblasti oceňování prověřit

finanční zdraví podniku a vytvořit podklady pro finanční plánování, ze kterého je vyvozována výnosová metoda (MAŘÍK, 2011).

Finanční analýza je metoda, která vzájemně porovnává získané údaje a rozšiřuje jejich vypovídací schopnost. Hodnotí finanční zdraví účetní jednotky za minulost, současnost a předpokládanou budoucnost (MÁČE, 2006).

Zdroje finanční analýzy:

Výběr zdrojů informací je závislý na účelu finanční analýzy a vybrané metodě. Vstupní data můžeme rozdělit do tří skupin (KONEČNÝ, 2007) :

- 1) Účetní data podniku – účetní výkazy finančního účetnictví, vnitropodnikové účetnictví, výroční zprávy atd.
- 2) Ostatní data o podniku – podnikové statistiky, vnitřní směrnice atd.
- 3) Externí data – údaje státní statistiky, ministerstev, zprávy odborného tisku, odhady analytiků atd.

Postup finanční analýzy (MAŘÍK, 2011):

- 1) Prověření správnosti a úplnosti vstupních údajů
- 2) Analýza účetních výkazů (stavové ukazatele) - Účetní výkazy představují model účetního systému, který popisuje reprodukční proces firmy. Výkazy jsou soustavou informací o minulosti a současnosti (MÁČE, 2006).
- 3) Analýza poměrových ukazatelů
- 4) Souhrnné zhodnocení dosažených výsledků

Metody finanční analýzy:

**1) Analýza stavových ukazatelů** (MÁČE, 2006):

*a. Horizontální analýza*

Při horizontální analýze zjišťujeme změnu určité položky v účetním výkazu oproti předchozímu roku a to jak v absolutní, tak v procentuální výši. Porovnávání položek se provádí po řádcích. Relativní změny ukazatele vyjádříme:

$$I = \frac{\text{ukazatel}_{t+1} - \text{ukazatel}_t}{\text{ukazatel}_t}$$

Vynásobíme-li výsledek 100, dostaneme výsledek v procentech.

## *b. Vertikální analýza*

Smysl vertikální analýzy spočívá v rozboru účetních položek v jednotlivých letech od shora dolů. Srovnává výkazy daného roku s výkazy z let minulých. Zjišťuje procentní strukturu položek uvedených ve výkazech. Základem (100%) bývá bilanční suma, výkony nebo tržby (HOLEČKOVÁ, 2007).

### **2) Analýza poměrových ukazatelů:**

#### *a. Ukazatelé rentability*

Ukazatelé rentability měří výdělečnou schopnost, míru zhodnocení vynaložených aktiv, kapitálu nebo jiných hodnot v peněžních jednotkách. Poměrují tedy zisk s výší zdrojů, které byly vynaloženy na jeho vytvoření. Vychází z rozvahy i výkazu zisku a ztráty. Ukazatelé rentability se od sebe odlišují druhem zisku v čitateli a vloženým kapitálem ve jmenovateli (NÝVLTOVÁ, 2010, MÁČE, 2006).

Rentabilita celkového kapitálu (ROA – Return On Assets) – poměruje zisk s celkovými aktivy bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou aktiva financována. Hodnota ukazatele udává, kolik korun vynesla každá koruna investovaného kapitálu.

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE – Return On Equity) – vyjadřuje míru zhodnocení vlastního kapitálu, který do podniku vložili akcionáři. Tímto ukazatelem zjišťují, zda jejich kapitál přináší dostatečný výnos.

Rentabilita tržeb (ROS – Return On Sales) – poměruje čistý zisk s celkovými tržbami. Výsledek ukazuje, kolik korun zisku přinesla účetní jednotce koruna tržeb (NÝVLTOVÁ, 2010, MÁČE, 2006).

Tabulka 1: Výpočet rentability

<b>Rentabilita</b>	
ROA	$\frac{\text{EBIT}}{\text{aktiva}}$
ROE	$\frac{\text{čistý zisk}}{\text{vlastní kapitál}}$
ROS	$\frac{\text{čistý zisk}}{\text{tržby}}$

Zdroj: MÁČE, 2006

### b. Ukazatelé likvidity

Likvidita vyjadřuje schopnost podniku hradit své splatné závazky. Podnik je likvidní tehdy, má-li k určitému datu k dispozici dostatečné množství prostředků k úhradě svých splatných závazků. Aby byla účetní jednotka solventní, musí mít určitou část svých aktiv ve vysoce likvidní formě. Likvidita je v rozporu s rentabilitou účetní jednotky. (LANDA, 2007, MÁČE, 2006).

Běžná likvidita udává, kolikrát jsou krátkodobé závazky kryty oběžnými aktivy. Doporučená hodnota běžné likvidity se pohybuje v rozmezí 2 – 3 pro finančně zdravý podnik (MÁČE, 2006, KONEČNÝ, 2007).

Pohotová likvidita – z oběžných aktiv eliminuje zásoby, které jsou nejméně likvidním oběžným aktivem. Standardní hodnoty se pohybují v rozmezí 1 – 1,5 (KONEČNÝ, 2007).

Okamžitá likvidita měří schopnost účetní jednotky uhradit okamžitě splatné závazky. Doporučená hodnota okamžité likvidity se pohybuje od 0,2 do 0,5. Žádoucí je dosáhnout výsledku větší jak 1, což by znamenalo, že podnik je schopen okamžitě splatit své krátkodobé závazky.

Tabulka 2: Výpočet likvidity

Likvidita	
Běžná	$\frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}}$
Pohotová	$\frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}}$
Okamžitá	$\frac{\text{finanční majetek}}{\text{krátkodobé závazky}}$

Zdroj: MÁČE, 2006

### c. Ukazatelé aktivity

Ukazatelé aktivity ukazují, jak efektivně hospodaří jednotka se svými aktivy. Má-li účetní jednotka aktiv více než je potřeba, vznikají zbytečné náklady. Má-li aktiv málo, přichází o potenciální tržby. Ukazatelé počtu obrátek informují o tom, kolikrát se za časový interval obrátí určitý druh majetku a ukazatelé doby obratu představují dobu, po kterou je majetek v určité formě vázán (MÁČE, 2006).

Obrat celkových aktiv měří celkové využití majetku podniku. Hodnota ukazatele se doporučuje větší jak 1,5 (KONEČNÝ, 2007).



Doba obratu zásob vyjadřuje počet dnů, po které jsou oběžná aktiva vázána ve formě zásob. Ideální je postupné snižování hodnoty.

Doba obratu závazků zobrazuje dobu, která uplyne mezi nákupem zásob a platbou za tento nákup. Pro zajištění likvidity by tato doba neměla být kratší než doba obratu pohledávek.

Doba obratu pohledávek vyjadřuje dobu mezi vystavením faktury odběratelům a příjmem peněžních prostředků. Představuje, za jak dlouhé období jsou pohledávky v průměru spláceny. Doporučuje se co nejkratší doba inkasa (MÁČE, 2006).

Tabulka 3: Výpočet aktivity

Aktivita	
Obrat celkových aktiv	$\frac{\text{tržby}}{\text{aktiva celkem}}$
Doba obratu zásob	$\frac{\text{průměrné zásoby}}{\frac{\text{tržby}}{360}}$
Doba obratu závazků	$\frac{\text{závazky}}{\frac{\text{náklady na prodané zboží} + \text{výkonová spotřeba}}{360}}$
Doba obratu pohledávek	$\frac{\text{pohledávky}}{\frac{\text{tržby}}{360}}$

Zdroj: MÁČE, 2006

#### d. Ukazatelé zadluženosti

Ukazatelé zadluženosti představují míru financování aktiv z vlastních i cizích zdrojů.

Celková zadluženost vyjadřuje, z kolika procent jsou celková aktiva financována cizím kapitálem. Zadluženost vlastního kapitálu ukazuje, jaký je poměr mezi vlastním a cizím kapitálem. Úrokové krytí zobrazuje, do jaké míry jsou úroky kryty ziskem (MÁČE, 2006).

Tabulka 4: Výpočet míry zadluženosti

Zadluženost	
Celková zadluženost	$\frac{\text{cizí zdroje}}{\text{aktiva celkem}}$
Koef. Samofinancování	$\frac{\text{cizí zdroje}}{\text{vlastní kapitál}}$
Úrokové krytí	$\frac{\text{EBIT}}{\text{nákladové úroky}}$

Zdroj: MÁČE, 2006

### 3) Altmanův index

Vychází z propočtu indexů celkového hodnocení.

$$Z = 0,717 * \frac{\text{čistý pracovní kapitál}}{\text{aktiva}} + 0,847 * \frac{\text{nerozdělený zisk min. let}}{\text{aktiva}} + 3,107 * \frac{\text{EBIT}}{\text{aktiva}} + 0,42 * \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{cizí zdroje}} + 0,998 * \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}}$$

Hraniční hodnoty Altmanova indexu (RŮČKOVÁ, 2011):

- Pásmo bankrotu – hodnoty nižší než 1,2
- Pásmo šedé zóny – hodnoty od 1,2 do 2,9
- Pásmo prosperity – nad 2,9

#### **Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná**

Při oceňování se vychází z předpokladu, že podnik má jedno základní zaměření, pro které byl zřízen. Pokud má podnik více podnikatelských aktivit, měl by být oceňován jako souhrn podnikatelských jednotek, kde by měla být každá z nich oceňována zvlášť. Podnik potřebuje pro své základní zaměření aktiva v určité velikosti a struktuře včetně přiměřených kapacitních rezerv. Tyto aktiva se označují jako provozně nutná. Ostatní aktiva označíme provozně nenutná (MAŘÍK, 2011).

Důvody pro rozčlenění:

- část majetku není využívána, nebo z něj neplynou žádné nebo jen malé příjmy,
- vyčlenění aktiv nesouvisejících s provozem, protože rizika s nimi spojené, mohou být odlišná od hlavního provozu podniku,
- rozdílný přístup k oceňování obou skupin aktiv. Provozně potřebná aktiva zůstávají součástí podniku a oceňují se například na základě výnosů, které z nich plynou a provozně nepotřebná by měla být oceňována samostatně.

#### **Provozně nepotřebná aktiva:**

- Krátkodobý finanční majetek – platí, že základem této položky jsou cenné papíry a podíly, které nejsou považovány za dlouhodobé uložení peněz a mohou být v brzké době prodány, aniž by to ovlivnilo provozní činnost podniku. Další důležitou složkou jsou peněžní prostředky, které by měly být udržovány v potřebné výši k zajištění svého provozu (MAŘÍK, 2011).
- Dlouhodobý finanční majetek – součástí dlouhodobého finančního majetku jsou především cenné papíry a vklady držené déle než 1 rok. Za provozně nutný majetek

považujeme účasti, které jsou spojené s hlavní činností. Pokud mají finanční investice portfoliový charakter a nemají přímou vazbu k základní činnosti podniku, pak by měly být z provozně nutných aktiv vyčleněny (MAŘÍK, 2011).

- Ostatní provozně nepotřebná aktiva – nemovitosti nesloužící k základní činnosti podniku, pohledávky nesouvisející s hlavním účelem podniku, nadbytečné zásoby, nedobytné pohledávky atd. (MAŘÍK, 2011).

#### ***Provozně nutný investovaný kapitál:***

Kapitál investovaný do provozně potřebných aktiv se označuje jako provozně nutný investovaný kapitál. Vyčíslení za minulé roky pomůže oceňovateli kvantifikovat potřebná a nepotřebná aktiva a také bude nejdůležitějším východiskem pro další propočty při oceňování podniku. Při propočtu provozně nutného investovaného kapitálu se vychází z rozvahy, která je upravena o aktiva provozně nepotřebná a o závazky, u kterých nejsme schopni přesně vyčíslit jejich náklady. Provozně nutný investovaný kapitál pak získáme jako součet provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu (MAŘÍK, 2011).

#### ***Korigovaný provozní výsledek hospodaření:***

Pokud jsme v podniku našli provozně nepotřebná aktiva, měli bychom zjistit, zda jsou s nimi spojené nějaké náklady či výnosy vykazované ve výsledovce. Pokud ano, je nutné tyto položky vyloučit z výsledků hospodaření, se kterými budeme dále pracovat.

Mezi typické položky, které se vyčlení z provozního výsledku hospodaření, jsou tržby a zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a odpisy budov nebo zařízení, které neslouží k hlavnímu podnikání. Takto upravený výsledek hospodaření je označován jako korigovaný provozní výsledek hospodaření (MAŘÍK, 2011).

Provozní výsledek hospodaření (z výsledovky)
- Provozní výnosy jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ Provozní náklady jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ Výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného majetku
- Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem
= Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Obrázek 1: Výpočet korigovaného provozního VH (Zdroj: Mařík, 2011)

## **Analýza a prognóza generátorů hodnoty**

Za generátor hodnoty se rozumí soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku. Generátory hodnoty se obvykle vyvozují v návaznosti na konkrétní přístup k ocenění podniku. Nejčastěji se s nimi pracuje ve výnosových metodách. Principem této analýzy a prognózy je soustředit se na veličiny, které ovlivňují hodnotu podniku, získat zasvěcenější pohled na minulost podniku a vytvořit kostru finančního plánu, který by měl pouze rozvést projekce generátorů hodnoty (MARŠÍK, 2011).

Mezi generátory hodnot se řadí (MARŠÍK, 2011):

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

### **1.6.3 Sestavení finančního plánu**

Kompletní finanční plán pro oceňovaný podnik se sestaví, jestliže si oceňovatel vybral pro ocenění některou z výnosových metod. Tento plán se skládá z následujících hlavních finančních výkazů:

- výsledovka,
- rozvaha,
- výkaz peněžních toků.

V souvislosti se strategickým plánováním financí podniku vznikají dva základní typy dlouhodobých rozhodovacích situací (HOLEČKOVÁ, 2007):

- Jaká má být velikost a struktura dlouhodobého majetku, potřebného k dosažení strategického cíle (tržby).
- Jaká má být struktura dlouhodobého kapitálu vzhledem k optimalizaci kapitálových nákladů a minimalizaci finančních rizik.

Dlouhodobý finanční plán je součástí podnikového strategického plánu. Finanční plán prověřuje proveditelnost a obchodní úspěšnost podnikového plánu a navazuje na podnikové cíle a strategie (HOLEČKOVÁ, 2007).

Dlouhodobý finanční plán se skládá z (HOLEČKOVÁ, 2007):

1. Analýza výchozího stavu podnikových financí.
2. Plán peněžních toků za plánované období.
3. Plánovaná rozvaha za jednotlivé roky.
4. Plán tržeb.
5. Plán investic.
6. Rozpočet volných peněžních toků.

Metody finančního plánování (HOLEČKOVÁ, 2007):

- Metoda procentního podílu na tržbách – vychází z předpokladu, že se podíl závisle proměnných na tržbách v plánu peněžních toků nemění. V plánovaných výpočtech se použije procentní podíl jednotlivých položek na tržbách, který byl zjištěn v účetních výkazech za běžné období. Tato metoda se použije v případě, že sestavení plánu peněžních toků předchází před vypracováním plánové rozvahy.
- Metoda úměrnosti podle vývoje tržeb – předpokládá se, že se závisle proměnné vyvíjejí přímo úměrně podle vývoje tržeb. Využije se při plánování pořízení dlouhodobého hmotného majetku a pracovního kapitálu.

#### **1.6.4 Ocenění na základě analýzy výnosů**

##### ***Metoda diskontovaného cash flow***

Metoda diskontovaných peněžních toků se považuje za teoreticky nejsprávnější metodu z řad metod určené pro výnosové ocenění podniku. Vyznačuje se následujícími rysy:

- Staví na peněžních tocích, ne na běžných účetních výnosech a nákladech.
- Zaměřuje se na budoucí příjmy a výdaje.
- Peněžní toky jsou odvozovány především z účetních výkazů.

Metoda DCF má více variant, které se rozlišují podle (MAREK, 2009):

- propočítávání peněžních toků,
- způsob stanovení úrokové míry pro výpočet současné hodnoty,
- počtu kroků výpočtu hodnoty podniku,
- práce s peněžními toky před nebo po zdanění.

Základní techniky pro výpočet výnosové hodnoty metodou DCF (MAŘÍK, 2011):

- metoda „entity“ (hodnota podniku jako celku),

- metoda „equity“ (hodnota vlastního kapitálu),
- metoda „APV“ (upravená současná hodnota).

Cílem těchto tří metod je zjistit hodnotu „čistého obchodního majetku“.

Výpočet **metodou DCF entity** probíhá ve dvou krocích. Prvním krokem je zjištění hodnoty podniku jako celku ( $H_b$ , tj. hodnota brutto) pomocí peněžních toků, které by byly k dispozici pro vlastníky a věřitele. Ve druhém kroku od této hodnoty odečteme hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění a získáme tak hodnotu vlastního kapitálu ( $H_n$ , tj. hodnota netto).

Při použití **metody DCF equity** se vychází z peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům podniku a jejich diskontováním získáme hodnotu vlastního kapitálu ( $H_n$ ).

**Metoda APV** vychází ze dvou kroků jako metoda DCF entity. Nejdříve se zjišťuje hodnota podniku jako celku ( $H_b$ ) a to součtem dvou položek – hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. V následujícím kroku se odečte cizí kapitál a výsledkem je hodnota netto (MAŘÍK, 2011).

### Diskontní míra pro metodu DCF

Diskontní míra je nástroj pro promítání faktoru rizika a času do hodnoty podniku. Diskontní míra se určuje na základě výnosnosti, kterou investor bude očekávat s přihlédnutím k riziku (MAŘÍK, 2011).

Pro stanovení diskontní sazby jsou využívány různé způsoby, které závisí na zvolené metodě ocenění. Při stanovení hodnoty podniku brutto je diskontní sazba určena pomocí vážených průměrných nákladů kapitálu (WACC). Při stanovení hodnoty podniku netto se využívají náklady na vlastní kapitál (HÁLEK, 2009).

Diskontní míra pro metodu DCF entity

Vychází se z peněžních toků do firmy a diskontní míra se stanoví na úrovni průměrných nákladů kapitálu (WACC). Obecný vzorec pro průměrné vážené náklady kapitálu (MAŘÍK, 2011):

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

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

$d$  = sazba daně z příjmu platná pro oceňovací objekt

$CK$  = tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku

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

VK = tržní hodnota vlastního kapitálu

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

Postup při výpočtu celkového kapitálu (MAŘÍK, 2011):

### 1. Váhy jednotlivých složek kapitálu

Nejdříve se určí váhy jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu. Pro stanovení kapitálových zdrojů se musí zohlednit:

- Mění se kapitálová struktura v průběhu dalšího vývoje.
- Potřeba, aby kapitálová struktura oceňovaného podniku byla na základě tržních hodnot, tedy včetně tržní hodnoty vlastního kapitálu.

### 2. Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál se vypočtou jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které platíme z nejrůznějších forem cizího kapitálu.

### 3. Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál jsou chápány jako výnosové očekávání příslušných investorů. Pro výpočet těchto nákladů se uplatňuje metoda CAPM – model oceňování kapitálových aktiv.

Východiskem CAPM je rozdělení celkového rizika na jedinečné a systematické. Riziko systematické je relevantním rizikem pro individuální investice, protože jedinečné riziko lze eliminovat diverzifikací. Metoda CAPM představuje prozatím jediný teoreticky podložený a celosvětově uznávaný způsob, jak kalkulovat diskontní míru pro tržní ocenění (NÝVLTOVÁ, 2010, MAŘÍK, 2011). Platí (MAŘÍK, 2011):

$$n_{VK} = r_f + \beta * RPT + RPZ + R$$

Kde:  $n_{VK}$  = odhad nákladů vlastního kapitálu

$r_f$  = aktuální výnosnost dlouhodobých vládních dluhopisů

$\beta$  = koeficient beta

RPT = riziková premie kapitálového trhu

RPZ = riziková prémie země (doporučuje se postup založený na odlišnostech ve výnosnosti státních a podnikových dluhopisů)

R = další rizikové přírážky

### Peněžní toky pro metodu DCF

Běžný finanční plán obsahuje prognózy cash flow na úrovni (MAŘÍK, 2010):

- cash flow provozního,
- cash flow investičního,
- cash flow finančního,
- cash flow celkového.

V případě oceňování je potřeba určit, kolik peněz můžeme z podniku vzít, aniž by byl narušen jeho předpokládaný vývoj. Proto není žádná z těchto variant přímo použitelná. Východiskem je provozní peněžní tok, tedy produkce peněz v podniku. Je potřeba odečíst investice, které jsou podmínkou dosažení určité výše peněžních toků v budoucnosti. Výsledkem je volný peněžní tok (FCF), jehož výpočet je uveden v následujícím schématu.

Tabulka 5: Výpočet volného cash flow

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

Zdroj: MAŘÍK, 2011

Východiskem metody DCF je vždy volný peněžní tok. U metody DCF entity se volným peněžním tokem rozumí tvorba peněžních prostředků, které jsou k dispozici vlastníkům, tedy především na dividendy, a věřitelům v podobě splátek úvěrů a úroků. Používá se označení



FCFF – peněžní toky do firmy (konkrétní varianta pro metodu DCF entity) nebo označení peněžní toky pro vlastníky a věřitele (MAŘÍK, 2011).

#### *Investice pro výpočet FCFF*

Investice uvedené v předešlém schématu jsou myšleny jako investice brutto, tedy veškeré investiční výdaje bez ohledu na to, zda mají nahradit stávající majetek nebo se jedná o rozšíření. Část rozšiřovací se označuje jako investice netto. Výše odpisů v daném roce se použije jako technické dělícího těchto dvou částí investic. Jako obnova se označí velikost ročních investic do výše odpisů v daném roce a zbývající část se označí jako investice netto.

$$\text{Investice brutto} = \text{Odpisy} + \text{Investice netto}$$

Investice potřebné pro výpočet FCFF (volného peněžního toku) se zjistí z velikosti provozně nutného investovaného kapitálu v jednotlivých letech. Investovaný kapitál znázorňuje velikost provozně nutného majetku vyjádřenou ke konci roku a v zůstatkových hodnotách majetku. Můžeme proto použít tyto vztahy (MAŘÍK, 2011):

$$I_{\text{netto } t} = K_t - K_{t-1}$$

$$I_{\text{brutto } t} = K_t - K_{t-1} + O_t$$

Kde:  $I_{\text{netto } t}$ ,  $I_{\text{brutto } t}$  = investice do provozně nutného investovaného kapitálu v roce  $t$

$K_t$  = provozně nutný investovaný kapitál ke konci roku  $t$

$O_t$  = odpisy v roce  $t$

### **Technika propočtu hodnoty podniku a volba časového horizontu**

Jak již bylo zmíněno, propočet metodou DCF entity probíhá obvykle ve dvou krocích.

#### **1. Určení celkové hodnoty podniku**

Celkovou hodnotou se rozumí výnosová hodnota investovaného kapitálu. Tato hodnota je získána diskontováním peněžních toků, které plynou z hlavního provozu podniku, tedy z peněžních toků, které neberou v úvahu investice do provozně nenutného majetku a ani výnosy a náklady s nimi spojené. Zjištěné ocenění bude hodnotou provozně nutného investovaného kapitálu – tedy hodnotou „provozu“ podniku (MAŘÍK, 2011).

## 2. Výpočet výnosové hodnoty vlastního kapitálu

Celkovou hodnotu provozu podniku snížíme o hodnotu úročených dluhů k datu ocenění, protože metoda DCF entity počítá s plným financováním pomocí vlastních zdrojů. Na závěr ocenění se připočte k provozní hodnotě vlastního kapitálu hodnota neprovozních aktiv k datu ocenění. Uvedené vztahy jsou znázorněny na obrázku č. (MAŘÍK, 2011).



Obrázek 2: Postup výpočtu hodnoty metodou DCF entity (Zdroj: MAŘÍK, 2011)

Hodnotu podniku jako celku ( $H_b$ ) se určí pomocí:

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

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

$i_k$  = kalkulovaná úroková míra (tj. diskontní míra)

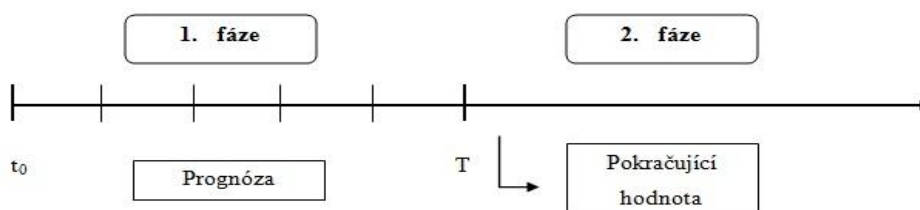
$n$  = počet let předpokládané existence podniku

V praxi se pracuje s předpokladem „going concern“, což znamená nekonečně dlouhou existenci podniku. Pro takové dlouhé období je zpravidla nemožné plánovat cash flow pro jednotlivé roky. Tento problém se řeší:

- Standardní dvoufázovou metodou.
- Metodami založenými na odhadu průměrných temp růstu.

## Dvoufázová metoda

Standardní dvoufázová metoda vychází z předpokladu, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. První fáze obsahuje období, pro které je schopen oceňovatel sestavit prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze zahrnuje období od konce první fáze do nekonečna. Hodnota podniku v druhé fázi se bude označovat jako pokračující hodnota.



Obrázek 3: Dvoufázová metoda (Zdroj: MAŘÍK, 2011)

Hodnota podniku podle dvoufázové metody se stanoví jako:

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

Kde:  $T$  = délka první fáze v letech

$PH$  = pokračující hodnota

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

Možnosti výpočtu pokračující hodnoty (MAŘÍK, 2011):

a) Gordonův vzorec

$$T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g} \text{ kdy } FCFF_{T+1} = FCFF_T * (1 + g)$$

Kde:  $T$  = poslední rok prognózovaného období

$i_k$  = průměrné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra

$g$  = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, tj. do nekonečna

$FCFF$  = volný peněžní tok do firmy

b) Vzorec založený na faktorech tvorby hodnoty (parametrický vzorec)

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{KPVH_{T+1} (1 - \frac{g}{r_1})}{i_k - g}$$

Kde:  $KPVH_{T+1}$  = korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy

### ***Metoda kapitalizovaných čistých výnosů***

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je oceňovací postup, který je používán v německy mluvících zemích. Je založen na metodě „netto“, což znamená, že výnosová hodnota je počítána z výnosů pouze pro vlastníky vlastního kapitálu a výsledkem je tedy přímo hodnota vlastního kapitálu. Rozlišují se dvě základní varianty metody kapitalizovaných čistých výnosů:

1. Čistý výnos podniku má být určen na základě rozdílů mezi příjmy a výdaji, tedy peněžních toků.
2. Čistý výnos je odvozován z upravených výsledků hospodaření, tedy z rozdílu výnosů a nákladů.

Postup (MAŘÍK, 2011):

1. Analýza a úprava dosavadních výsledků podniku.
2. Prognóza budoucích čistých výnosů.
3. Odhad kalkulované úrokové míry.
4. Vlastní výpočet výnosové hodnoty buď analytickou, nebo paušální metodou.

### ***Kombinované výnosové metody***

Jedná se o metody, jejichž snahou je kombinace majetkového a výnosového ocenění.

**Metoda střední hodnoty** je vytvořená praxí a často používaná v Německu. Hodnota podniku se vypočte jako průměr výnosové a substanční hodnoty založené na reprodukčních cenách. Výnosová hodnota zde bývá vypočtena pomocí metody kapitalizovaných čistých výnosů. Substance je uváděna v hodnotě netto, to znamená, že se jedná o hodnotu vlastního jmění (MAŘÍK, 2011, KISLINGEROVÁ, 2001).

**Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů** je další kombinovanou metodou užívanou v německy mluvících zemích. Celková hodnota podniku se skládá z hodnoty substance a hodnoty „firmy“. Hodnota firmy je určena jako rozdíl mezi výnosovou hodnotou a substanční hodnotou (MAŘÍK, 2011).

### ***Metoda ekonomické přidané hodnoty***

Metoda pracuje s ukazatelem EVA, což je nástroj finanční analýzy. Základním principem ekonomické přidané hodnoty je měření ekonomického zisku, kterého podnik dosahuje úhradou nejen běžných nákladů, ale i nákladů kapitálu (MARŤÍK, 2011). Obecná podoba vzorce výpočtu EVA (KISLINGEROVÁ, 2001):

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C$$

Kde: NOPAT = provozní výsledek hospodaření po zdanění

WACC = vážené kapitálové náklady

C = investovaný kapitál

Výpočet hodnoty podniku (MARŤÍK, 2011):

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

Kde:  $H_n$  = hodnota vlastního kapitálu podniku

$EVA_t$  = EVA v roce t

$NOA_0$  = čistá operační aktiva k datu ocenění

T = počet let explicitně plánovaných EVA

WACC = průměrné vážené náklady kapitálu

$D_0$  = hodnota úročených dluhů k datu ocenění

$A_0$  = ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění

## 2 ANALÝZA SOUČASNÉHO STAVU SPOLEČNOSTI

### 2.1 Základní údaje o firmě

<b>Obchodní firma:</b>	ZELTR AGRO, a. s.
<b>Právní forma:</b>	Akciová společnost
<b>IČ:</b>	25541439
<b>Sídlo:</b>	Roketská 790/23, 751 02 Troubky
<b>Základní kapitál:</b>	10 589 000,- Kč.
<b>CZ – NACE:</b>	01 – „Produkty a služby zemědělství, lesnictví a rybářství“ <sup>1</sup> : 0113 – Pěstování zeleniny a melounů, kořenů a hlíz

#### **Předmět podnikání:**

- Zemědělství včetně prodeje nezpracovaných zemědělských výrobků za účelem zpracování nebo dalšího prodeje.
- Silniční motorová doprava nákladní.
- Nákup zboží za účelem jeho dalšího prodeje.
- Prodej mimo zboží uvedené v příloze 1 - 3 živnostenského zákona<sup>2</sup>.

#### **Historie**

Společnost ZELTR AGRO, a. s. vznikla dne 8. Října 1998, kdy byla založena Ing. Miroslavem Mlčochem a zapsána do obchodního rejstříku Krajského soudu v Ostravě. Cílem společnosti bylo stát se velkým pěstitelem ovoce a zeleniny na Střední Moravě.

Společnost ZELTR AGRO, a. s. se vyvinula z někdejší firmy ZELTR spol. s r. o., která je jejím akcionářem a která přebrala pěstování zeleniny. Na dlouholetou tradici pěstování ovoce

---

<sup>1</sup> Klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE). *Český statistický úřad* [online]. 15.7. 2011 [cit. 2014-01-24]. Dostupné z: [http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/klasifikace\\_ekonomickyh\\_cinnosti\\_\(cz\\_nace\)](http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/klasifikace_ekonomickyh_cinnosti_(cz_nace))

<sup>2</sup> Výpis z obchodního rejstříku. *Veřejný rejstřík a Sbirka listin - Ministerstvo spravedlnosti České republiky* [online]. © 2012-2014 [cit. 2014-01-24]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-vypis?subjektId=isor%3a332582&typ=actual&klic=0efn9t>

a zeleniny v lokalitě Troubky navázala v roce 1996 společnost ZELTR spol. s r. o. Původně měla společnost čtyři společníky a dva jednatele.

Firma původně pěstovala zeleninu na 65 ha a vyvíjela obchodní činnost. Ovoce a zeleninu nakupovala tak, aby mohla zásobovat školní jídelny, obchody, restaurace a vlastní prodejny. V letech 2000 – 2008 disponovala šesti prodejny s ovocem a zeleninou.

Od roku 2009 vlastní tři prodejny a dodává do několika supermarketů a hypermarketů. Postupem času se specializovala na pěstování zeleniny a melounů, kořenů a hlíz. Své služby také rozšířila o nákladní silniční dopravu.

Společnost se také pravidelně účastní různých soutěží. V roce 2008 společnost obsadila druhé místo v soutěži „Nejlepší expozice v oboru zelinářství“ a ve stejném roce vyhrála první místo ve skupině „Košťálová zelenina“ s produktem květák bodilis.

V roce 2011 získala ocenění na podzimní zahradnické výstavě Flora Olomouc v soutěži o nejlepší výpěstek košťálová zelenina – brokolice odrůda „Ironmen“.

## **Současnost**

Společnost ZELTR AGRO, a. s. je jedním z největších pěstitelů a dodavatelů ovoce a zeleniny na Střední Moravě. Firma je členem družstva ZELTR odbytové družstvo, člen koncernu. V současné době hospodaří celkem na 150 ha orné půdy a zaměstnává 25 – 49 zaměstnanců (BOUCHALÍKOVÁ, 2012).

## 2.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Strategická analýza je nejdůležitější částí potřebnou pro ocenění podniku. V následující části práce bude provedena analýza trhu, konkurence, interního prostředí podniku a odhad prognózy tržeb. Výsledkem těchto analýz bude vypracování SWOT matice.

### 2.2.1 Analýza relevantního trhu a jeho prognóza

Jako část strategické analýzy byla vybrána analýza relevantního trhu. V této části bude vymezen relevantní trh a jeho velikost, dále atraktivita a prognóza tohoto trhu. Pro větší přesnost vymezení trhu jsem použila metodu PESTE pro analýzu vnějšího prostředí podniku.

#### Vymezení relevantního trhu

**Věcné hledisko:** Hlavní činností zemědělského družstva je pěstování ovoce, zeleniny a obilovin.

**Územní hledisko:** Za relevantní trh bude považován trh České republiky.

**Hledisko zákazníků:** Zákazníky jsou především obchodní řetězce AHOLD, Kaufland a Makro. Dále zpracovna ovoce Beskyd Fryčovice, Hamé Babice a také běžní nakupující v menších potravinových prodejnách.

**Hledisko konkurence:** Konkurencí jsou zemědělské podniky na území České republiky, které se zabývají pěstováním stejných či podobných produktů, které dodávají do stejných řetězců.

#### Odhad velikosti trhu

Velikost relevantního trhu je stanovena pomocí tržeb zemědělského odvětví (CZ-NACE 1), kdy je průměrná spotřeba obyvatelstva vynásobena počtem obyvatel ČR. Data jsou získána ze statistik o peněžním vydání domácností a o vývoji obyvatelstva.<sup>34</sup> Odhad velikosti trhu je uveden v následující tabulce.

---

<sup>3</sup> Peněžní vydání domácností podle čistého peněžního příjmu na osobu. ČSÚ [online]. 2014 [cit. 2014-05-15]. Dostupné z: [http://vdb.czso.cz/vdbvo/tabparam.jsp?voa=tabulka&cislotab=ZUR0050UU&&kapitola\\_id=14](http://vdb.czso.cz/vdbvo/tabparam.jsp?voa=tabulka&cislotab=ZUR0050UU&&kapitola_id=14)

<sup>4</sup>Obyvatelstvo - roční časové řady. ČSÚ [online]. 2014 [cit. 2014-05-15]. Dostupné z:[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/obyvatelstvo\\_hu](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/obyvatelstvo_hu)



Tabulka 6: Odhad velikosti relevantního trhu

Rok	Průměrná spotřeba (Kč/os)	Počet obyvatel	Relevantní trh (mil. Kč)	Tempo růstu
2005	10 053,86	10 234 092	102 892,10	x
2006	9 960,93	10 266 646	102 265,39	- 0,61
2007	11 632,31	10 322 689	120 076,74	17,42
2008	11 484,14	10 429 692	119 776,09	- 0,25
2009	9 323,32	10 491 492	97 815,53	-18,33
2010	9 762,41	10 517 247	102 673,68	4,97
2011	11 324,15	10 496 672	118 865,94	15,77
2012	11 644,37	10 509 286	122 373,98	2,95

Zdroj: ČSÚ, 2014

### Analýza atraktivity trhu

V následující tabulce jsou uvedeny kritéria pro hodnocení atraktivity trhu. Jde o faktory, které jsou důležité z hlediska poptávky a možností prodeje na daném trhu.

Tabulka 7: Atraktivita trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váha x Body
		Negativní		Průměr			Pozitivní			
		0	1	2	3	4	5	6		
Růst trhu	2			x					2	4
Velikost trhu	2					x			4	8
Intenzita konkurence	3			x					2	6
Průměrná rentabilita	2			x					2	4
Bariéry vstupu	1			x					2	2
Možnosti substituce	1			x					2	2
Citlivost na konjunkturu	1						x		5	5
Struktura zákazníků	2					x			4	8
Vlivy prostředí	1				x				3	3
<b>Celkem</b>	<b>15</b>									<b>42</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle MAŘÍK, 2011

Maximálně dosažený počet bodů je 90. Oceňovaný podnik získal 42 bodů, což je 47% z celkového hodnocení. Závěrem lze konstatovat, že atraktivita analyzovaného podniku se

pohybuje kolem průměru. Růst trhu se pohybuje na stejné úrovni, nelze předpokládat větší spotřebu obyvatel. Velikost trhu je také na stejné úrovni, avšak problémem je velký objem dovážených potravin ze zahraničí a tlak na cenovou politiku. Struktura zákazníků se poslední dobou mění, čím dál více lidí má zájem o české produkty pěstované bez chemických látek a hnojiv.

## **PESTE analýza**

Pro analýzu vnějšího prostředí byla vybrána PESTE analýza, která specifikuje aspekty, které ovlivňují relevantní trh, na kterém působí oceňovaný podnik. Jsou zde popsány politické a legislativní aspekty platící v ČR, ekologické aspekty, sociální a technologické aspekty a ekonomické aspekty. Výsledkem PESTE analýzy je zhodnocení podmínek trhu, ovlivňující ekonomickou činnost podniku.

### **P – politické a legislativní aspekty**

Oceňovaný podnik se nachází v zemědělském odvětví, které je upraveno mnoha zákony a vyhláškami. Nejdůležitějším zákonem je Zákon o zemědělství, ve znění pozdějších předpisů č. 291/2009 Sb., Dalšími důležitými legislativními předpisy jsou např.: Nařízení vlády č. 335/2009 Sb., o stanovení druhů krajinných prvků, zákon č. 114/1992 Sb., o ochraně přírody a krajiny, zákon č. 256/2000 Sb., o Státním zemědělském intervenčním fondu, zákon č. 552/1991 Sb., o státní kontrole, Zákona č. 54/2012 Sb., kterým se mění zákon č. 219/2003 Sb., o uvádění do oběhu osiva a sadby pěstovaných rostlin, kterým se nově podle předpisu EU upravuje uvádění na trh směsí osiv pícnin určených k uchování přirozeného životního prostředí.<sup>5</sup>

Nejvýznamnější právní úpravou v roce 2012 v oblasti agrárního sektoru bylo přijetí zákona č. 503/2012 Sb., o Státním pozemkovém úřadu. Tímto zákonem se ukončila činnosti Pozemkového fondu České republiky od 1. 1. 2013. Jeho majetek byl převeden na vzniklý Státní pozemkový úřad, který je nově správním úřadem s celostátní působností ve věcech pozemkových úprav a restitucí.<sup>6</sup>

K zajištění trvale udržitelného rozvoje venkova slouží Státní zemědělský intervenční fond, který rozhoduje na základě právních předpisů z EU a ČR o poskytnutí dotace, kontroluje

---

<sup>5</sup> Legislativa. *Ministerstvo zemědělství* [online]. © 2009-2013 [cit. 2014-01-24]. Dostupné z: <http://eagri.cz/public/web/mze/ministerstvo-zemedelstvi/legislativa/>

<sup>6</sup> Zelená zpráva 2012. *eAGRI* [online]. © 2009-2013 [cit. 2014-01-24]. Dostupné z: [http://eagri.cz/public/web/file/291876/Zprava\\_o\\_stavu\\_zemedelstvi\\_CR\\_za\\_rok\\_2012.pdf](http://eagri.cz/public/web/file/291876/Zprava_o_stavu_zemedelstvi_CR_za_rok_2012.pdf)

plnění dodržování podmínek a provádí intervenční nákupy a prodeje zemědělských produktů. Je upraven zákonem č. 256/2000 Sb., o Státním zemědělském intervenčním fondu.<sup>7</sup>

V zemědělství je také důležité životní prostředí, které zákony a vyhláškami upravuje Ministerstvo životního prostředí, které se specializuje na ochranu přírody, krajiny, vody a nakládání s odpady. Tyto aspekty upravuje např.: zákon č. 185/2001 Sb., o odpadech, zákon č. 114/1992 Sb., o ochraně přírody a krajiny, č. 254/2001 Sb., o vodách.<sup>8</sup>

#### Dotace

Od roku 2004, kdy se stala ČR součástí Evropské unie, jsou zemědělcům nabízeny evropské dotační programy. Nejčastěji jsou dotace poskytovány tzv. přímou platbou. Jedná se o jednotnou platbu na plochu zemědělské půdy. O tuto platbu se žádá prostřednictvím jednotné žádosti podávané každoročně k 15.5. Evropské dotační programy jsou většinou spolufinancované z národních zdrojů. Tyto platby vyplácí Státní zemědělský intervenční fond. Dalším dotačním nástrojem je Program rozvoje venkova, který je vyplácen z Evropského fondu pro rozvoj venkova pro období 2007-2013. Podpory jsou buď investiční, nebo plošné.<sup>9</sup>

#### **E – ekologické aspekty**

Současným trendem je pěstování potravin ekologickým způsobem, což znamená pěstování bez použití jakýchkoliv chemických a průmyslových prostředků, které mají nepříznivý dopad na životní prostředí. V takovém organickém hospodářství se používají organická hnojiva jako je hnůj a kompost. Ke konci roku 2012 hospodařilo v ČR 3 934 ekologických zemědělců, jedná se o nepatrný nárůst oproti předchozímu roku. Na konci roku 2011 bylo v ČR registrováno 422 výrobců biopotravin. V České republice funguje systém IPZ, což znamená integrovaná produkce zeleniny. Systém je označován jako střední cesta mezi ekologickým a konvenčním zemědělstvím, kvůli tomu, že dovoluje používat vybrané chemické prostředky a hnojiva v přiměřené míře, které jsou šetrné k přírodnímu prostředí. Dodržování tohoto

---

<sup>7</sup> SZIF [online]. © 2000-2014 [cit. 2014-01-24]. Dostupné z: <https://www.szif.cz/irj/portal/anonymous/onas/co-je-szif>

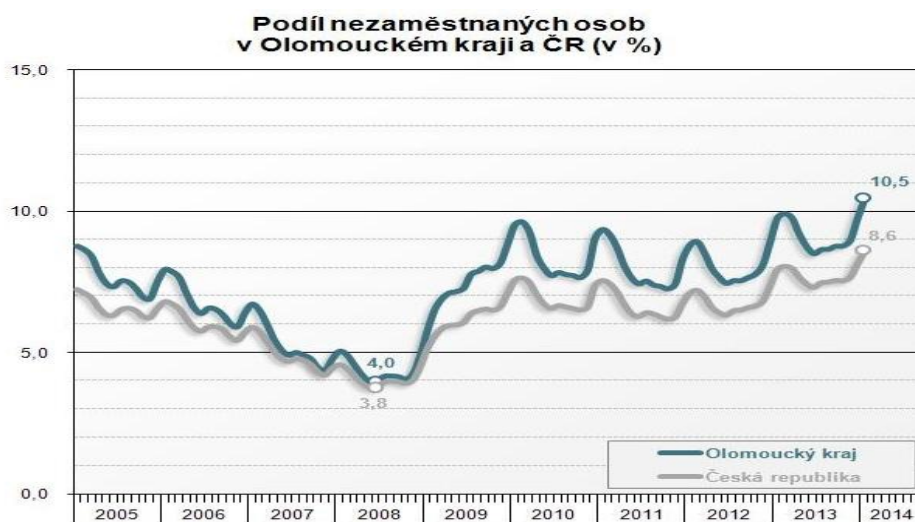
<sup>8</sup> Legislativa. Ministerstvo životního prostředí [online]. © 2008 - 2012 [cit. 2014-01-24]. Dostupné z: <http://www.mzp.cz/cz/legislativa>

<sup>9</sup> Struktura dotačních zdrojů. eAGRI [online]. © 2009-2013 [cit. 2014-01-24]. Dostupné z: <http://eagri.cz/public/web/mze/dotace/>

systemu kontroluje Zelinářská unie. Při intenzivním zemědělství jsou často používána chemikálie a hnojiva, která mohou prosakovat do spodních vod.<sup>10 11</sup>

### S – sociální aspekty

Počet obyvatel České republiky každoročně roste. Dle ČSÚ se věk zaměstnanců pracujících v zemědělství se pohybuje v intervalu 45 – 59 let. Meziroční úbytek pracovníků v zemědělských podnicích činil 3,8 % při celkovém počtu pracovníků 105,4 tis. v roce 2012. Průměrná mzda v zemědělství v roce 2012 vzrostla o 4,8 % a dosáhla 19 950 Kč. Dalším sociálním problémem je nízká mzda pracovníků v zemědělství, a také od toho se odvíjí nízký počet zaměstnanců ochotných pracovat v tomto oboru. V následujícím grafu je uveden podíl nezaměstnaných v Olomouckém kraji od roku 2005 – 2013.<sup>12</sup>



Obrázek 4: Podíl nezaměstnanosti v Olomouckém kraji  
(Zdroj: ČSÚ, 2014)

### T – technologie

Moderní technologie zvyšují produktivitu výroby. V zemědělství se technologie pěstování moc nemění, záleží spíše na modernizaci sklízecích strojů, kdy stroje mají uzpůsobený

<sup>10</sup> Jak začít podnikat v zemědělství. eAGRI [online]. 2013 [cit. 2014-01-24]. Dostupné z: [http://eagri.cz/public/web/file/261965/Jak\\_zacit\\_podnikat\\_v\\_zemedelstvi.pdf](http://eagri.cz/public/web/file/261965/Jak_zacit_podnikat_v_zemedelstvi.pdf)

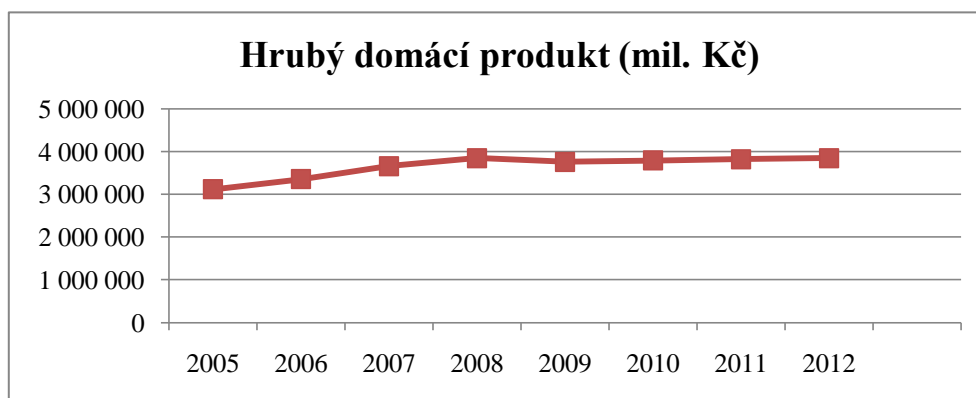
<sup>11</sup> Zelená zpráva 2012. eAGRI [online]. © 2009-2013 [cit. 2014-01-24]. Dostupné z: [http://eagri.cz/public/web/file/291876/Zprava\\_o\\_stavu\\_zemedelstvi\\_CR\\_za\\_rok\\_2012.pdf](http://eagri.cz/public/web/file/291876/Zprava_o_stavu_zemedelstvi_CR_za_rok_2012.pdf)

<sup>12</sup> Zelená zpráva 2012. eAGRI [online]. © 2009-2013 [cit. 2014-01-24]. Dostupné z: [http://eagri.cz/public/web/file/291876/Zprava\\_o\\_stavu\\_zemedelstvi\\_CR\\_za\\_rok\\_2012.pdf](http://eagri.cz/public/web/file/291876/Zprava_o_stavu_zemedelstvi_CR_za_rok_2012.pdf)

podvozek a kola, aby neporušili úrodu. Dále se stále rozvíjejí možnosti skladovacích prostor nebo třeba vyhřívaných skleníků pro produkci mimo sezónu. Výstavbu těchto skladů, balících linek a zpracoven produktů podporuje stát. Na modernizaci technologií jsou poskytovány dotace. Mezi technologie se také řadí způsob nakládání s odpady a kompostování a také technologie pro chov zvířat. (BOUCHALÍKOVÁ, 2012)

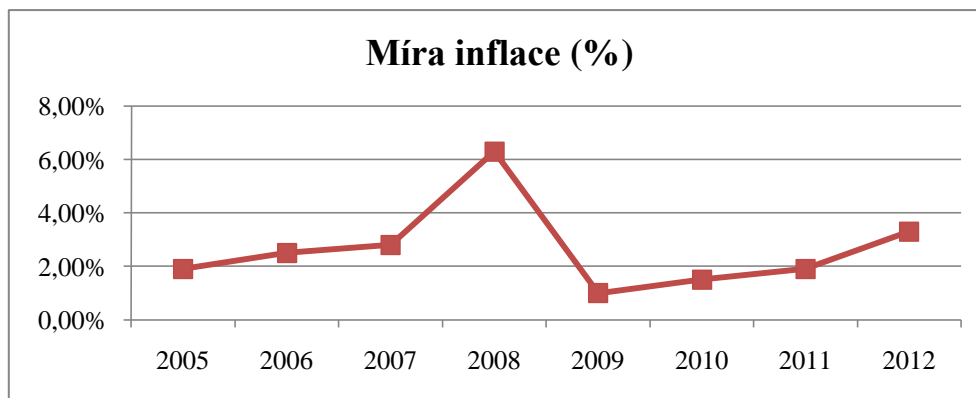
### **E – ekonomické aspekty**

Mezi ekonomické aspekty, ovlivňující oceňovaný podnik, patří vývoj hospodářského cyklu, HDP, míra inflace, úroková míra a nezaměstnanost. Vývoj hrubého domácího produktu je uveden v grafu č. 1. Do roku 2008 lze vidět rostoucí trend. Pokles v roce 2009 je zapříčiněn ekonomickou recesí. V roce 2012 došlo v ČR k poklesu HDP, který meziročně ve stálých cenách činil 1,2 % a vystřídal mírný růst v roce 2011. Podíl zemědělství na HDP ve sledovaných letech vykazuje klesající trend.



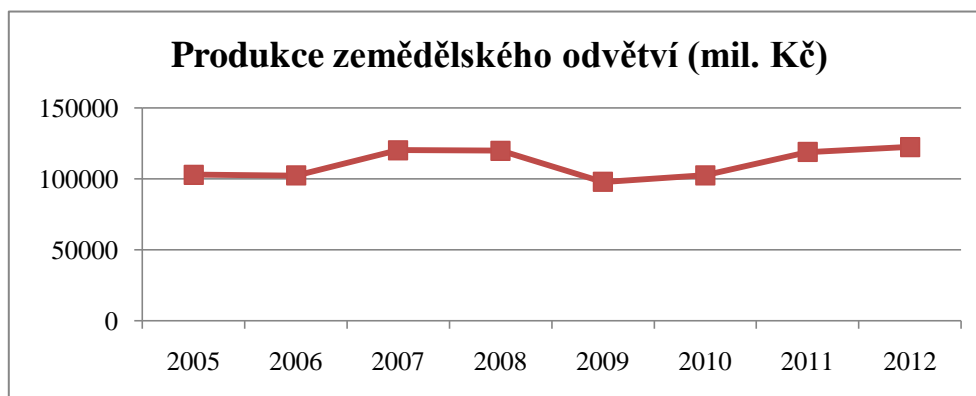
Graf 1: Hrubý domácí produkt (Zdroj: ČSÚ, 2014)

Dalším důležitým makroekonomickým ukazatelem je inflace. Růst inflace se v roce 2012 zvýšil na 3,3 % a koruna oslabila vůči euru i vůči dolaru. V grafu č. 2 je v roce 2008 viditelný výrazný nárůst, který byl zapříčiněn zrychleným růstem cen potravin a ropy ve světě. V roce 2009 došlo poklesu na nejnižší sledovanou hodnotu a to 1,00%. Vývoj míry inflace je pro podnik významný v případě rozhodování o možnosti financování úvěrem, neboť inflace ovlivňuje výši úrokových sazeb.



Graf 2: Míra inflace (Zdroj: ČSÚ, 2014)

Podle Zelené zprávy 2012 vydané Ministerstvem zemědělství došlo v roce 2012 k meziročnímu zvýšení cen zemědělských výrobců o 4,1 %. Na zvýšení cen se nejvíce podílely z rostlinných komodit cukrová řepa, zelenina a květiny, ze živočišných komodit k němu nejvýznamněji přispěly vejce a jatečná prasata. Hodnota zemědělské produkce se v roce 2012 oproti předchozímu roku mírně zvýšila o 2,5 %. Zvýšení hodnoty produkce bylo způsobeno růstem cen zemědělské produkce, které vyrovnaly objemový pokles většiny komodit. Agrární vývoz se v roce 2012 zvýšil proti roku 2011 o více než 22 % a agrární dovoz narostl téměř o 10 %. Zemědělství je nadále charakterizováno mzdovou disparitou a zaostává v úrovni průměrných mezd za průměrem ČR. V roce 2012 se toto zaostávání zmírnilo na úroveň 78 %.<sup>13</sup>



Graf 3: Produkce zemědělského odvětví (Zdroj: ČSÚ, 2014)

<sup>13</sup> Zelená zpráva 2012. eAGRI [online]. © 2009-2013 [cit. 2014-01-24]. Dostupné z: [http://eagri.cz/public/web/file/291876/Zprava\\_o\\_stavu\\_zemedelstvi\\_CR\\_za\\_rok\\_2012.pdf](http://eagri.cz/public/web/file/291876/Zprava_o_stavu_zemedelstvi_CR_za_rok_2012.pdf)

## Prognóza vývoje relevantního trhu

Důležitou součástí strategické analýzy je prognóza vývoje relevantního trhu. Vstupní informace použité pro vymezení relevantního trhu byly čerpány ze Souhrnného zemědělského účtu ČR za roky 2005 – 2012.

V následující tabulce jsou zpracovány makroekonomické ukazatele. Posuzovaný relevantní trh zaznamenal v daném období značné výkyvy. V roce 2008 a 2009 byl zaznamenán pokles z důvodu ekonomické recese, kdy došlo k poklesu výkupních cen komodit, což se projevilo poklesem tržeb v daném odvětví. Tyto roky se také nevydařily klimatické podmínky. Od roku 2010 dosahuje zemědělství příznivé rostoucí tempo růstu.

Prognózování relevantního trhu bylo provedeno pomocí regresní analýzy. Ze statistických údajů zveřejněných ČSÚ byl převzat budoucí vývoj HDP a od něj proveden odhad průměrné spotřeby obyvatelstva. Vynásobením průměrné spotřeby s předpokládaným počtem obyvatel byla získána hodnota předpokládaného vývoje relevantního trhu.

Tabulka 8: Prognóza vývoje relevantního trhu

Rok	Průměrná spotřeba (Kč/os)	Počet obyvatel	Relevantní trh (mil. Kč)	Tempo růstu trhu (%)	HDP (mld. Kč)	Tempo růstu HDP (%)
2005	10 053,86	10 234 092	102 892,10	x	3 116,1	x
2006	9 960,93	10 266 646	102 265,39	- 0,61	3 352,6	7,59
2007	11 632,31	10 322 689	120 076,74	17,42	3 662,6	9,25
2008	11 484,14	10 429 692	119 776,09	- 0,25	3 848,4	5,07
2009	9 323,32	10 491 492	97 815,53	-18,33	3 759,0	- 2,32
2010	9 762,41	10 517 247	102 673,68	4,97	3 790,9	0,85
2011	11 324,15	10 496 672	118 865,94	15,77	3 823,4	0,86
2012	11 644,37	10 509 286	122 373,98	2,95	3 845,9	0,59
2013	10 847,83	10 510 400	114 015,05	-6,83%	3 803,6	-1,1
2014	10 920,53	10 516 900	114 850,12	0,73%	3 834,0	0,8
2015	11 058,63	10 528 281	116 428,40	1,37%	3 891,5	1,5
2016	11 237,60	10 531 671	118 350,74	1,65%	3 961,6	1,8

Zdroj: ČSÚ, 2014

## 2.2.2 Analýza konkurence a vnitřního potenciálu

Další částí strategické analýzy je analýza konkurence a vnitřního prostředí podniku. Tyto analýzy jsou doplněny o Porterův pětifaktorový model a analýzu 7S. Výsledkem analýzy vnitřního prostředí bude stanovena konkurenční síla podniku na trhu.

### Tržní podíl podniku

Tabulka 9: Tržní podíl podniku

Rok	Tržby CZ-NACE 1(mil. Kč)	Tempo růstu (%)	Tržby Zeltr Agro, a. s.	Tržní podíl Zeltr Agro, a. s. (%)
2005	102 892,10	x	17,515	0,017
2006	102 265,39	- 0,61	17,948	0,018
2007	120 076,74	17,42	22,346	0,019
2008	119 776,09	- 0,25	17,219	0,014
2009	978 15,53	-18,33	17,077	0,017
2010	102 673,68	4,97	14,298	0,014
2011	118 865,94	15,77	16,635	0,014
2012	122 373,98	2,95	17,144	0,014

Zdroj: Vlastní zpracování dle ČSÚ a účetních výkazů, 2014

Tržní podíl společnosti se ve sledovaném období pohyboval okolo 0,016%. Nejvýznamnější byl v roce 2007 a od té doby se tržní podíl pohybuje na přibližně stejném procentu.

Tabulka 10: Hodnocení konkurenční síly

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria konkurenční síly								Body	Váha x body	
		Negativní		Průměr		Pozitivní						
		0	1	2	3	4	5	6				
Přímé faktory	1	Kvalita zboží	3						x		5	15
	2	Šíře sortimentu	2				x				3	6
	3	Cenová úroveň	2			x					2	4
	4	Běžná dostupnost	2					x			4	8
	5	Počet odběratelů	2				x				3	6
	6	Pozice na trhu	1				x				3	3
	7	Image firmy	2				x				3	6
Nepřímé faktory	8	Kvalita managementu	3						x		5	15
	9	Výkonný personál	3						x		5	15
	10	Majetek a investice	2				x				3	6
	11	Finanční situace	2				x				5	10
<b>Celkem</b>			<b>24</b>									<b>94</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle MAŘÍK, 2011



Podnik dosáhl 94 bodů z celkových 144, což odpovídá 65% z celkových bodů. Závěrem lze usuzovat, že konkurenční síla podniku je mírně nad průměrem než ostatní podniky. Konkurenčními výhodami jsem shledala kvalitní výrobky, běžnou dostupnost produktů, kvalitní management a výkonný personál. Negativně ohodnocena byla cenová úroveň produktů.

### **Porterův pětifaktorový model**

Pro vymezení konkurenční síly a pozice na trhu byl použit Porterův pětifaktorový model, který analyzuje stávající konkurenci, hlavní konkurenty oceňovaného podniku, bariéry vstupu nové konkurence, vyjednávací sílu odběratelů a dodavatelů a hrozbu substitutů. Výsledkem Porterova modelu je specifikace síly podniku vůči konkurenci na trhu.

### **Stávající konkurence**

V České republice se nachází celkem 22 739 zemědělských subjektů, z toho 3 067 právnických osob. Nejvyšší podíl velkých zemědělských podniků je v Olomouckém kraji. Zemědělský podnik Zeltr Agro, a. s. můžeme označit za největšího pěstitele na střední Moravě podle rozlohy půdy. Nejvíce zemědělských podniků malé ekonomické velikosti se nachází v Jihomoravském kraji, kde hospodaří 2 263 podniků.

### **Identifikace hlavních konkurentů**

Mezi hlavní konkurenty podniku ZELTR Agro, a. s. můžeme označit odbytovou organizaci Družstvo BRAMKO CZ se sídlem v Semčicích – oblast Polabí. Společnost hospodaří na výměře 2400 ha. Specializuje se na pěstování brambor, cibulí, kedluben, mrkve a petržele, salátů, zelí a ředkviček. Společnost má 50 zaměstnanců a je největším dodavatelem ředkviček do všech obchodních řetězců v ČR.<sup>14</sup>

Společnost ZVO spol s r. o. hospodaří na 300 ha zemědělské půdy a pěstuje především brambory a polní zeleninu. Podnik se řadí mezi nejvýznamnější pěstitele zeleniny v ČR.<sup>15</sup>

Společnost JURIGA, s. r. o. sídlí v Troskotovicích, Brno – venkov. Zaměřuje se zejména na pěstování a prodej okurek a brambor. Hospodaří na 150 ha půdy.

---

<sup>14</sup> BRAMKO Semice [online]. © 2008-2012 [cit. 2014-01-24]. Dostupné z: <http://www.bramko.cz/cs/index.html>

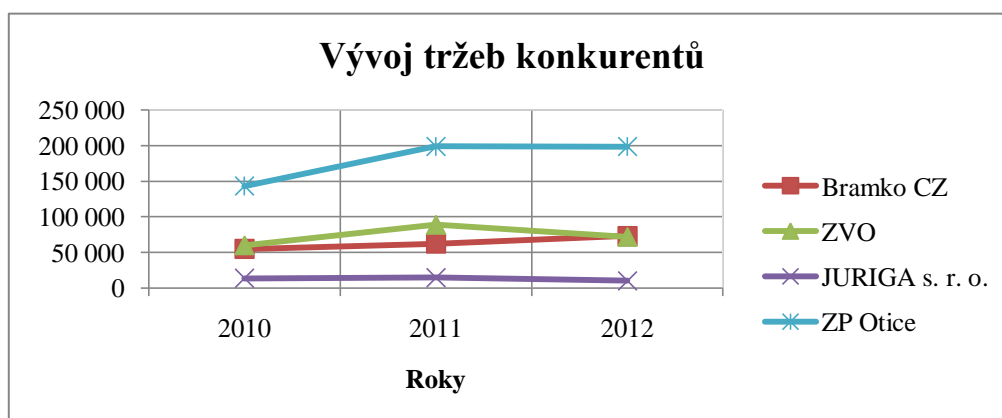
<sup>15</sup> ZVO [online]. [2010] [cit. 2014-01-24]. Dostupné z: <http://www.zvo.cz/index.php?pgid=1>

Dalším velkým konkurentem je moderní zemědělský podnik ZP Otice, a. s., který se zaměřuje na rostlinnou a živočišnou výrobu. V pěstování zeleniny se soustředí na bílé a červené zelí, kapustu, celer, červenou řepu a brambory. V současnosti pěstují zeleninu na 150 ha.<sup>16</sup>

Tabulka 11: Tržby hlavních konkurentů

Tržby hlavních konkurentů	2010	2011	2012
<b>Bramko CZ</b>	54 989	62 430	73 199
<b>ZVO</b>	60 003	89 022	71 950
<b>JURIGA s. r. o.</b>	13 622	14 908	10 478
<b>ZP Otice</b>	143 032	198 799	198 367

Zdroj: Vlastní zpracování, 2014



Graf 4: Vývoj tržeb konkurentů

(Zdroj: Vlastní zpracování, 2014)

### Vstup nových konkurentů na trh

Vstup na trh není nijak legislativně omezen, proto je tato hrozba vysoká. Tento trh je však specifický tím, že velmi závisí na kvalitní zemědělské půdě a především na vhodných klimatických podmínkách. Zemědělskou výrobu lze rozdělit na rostlinnou a živočišnou výrobu. U rostlinné výroby jsou stanoveny výrobní oblasti pro ČR, které se liší členitostí krajiny a rozdílností klimatu. V současné době převládá trend ekologického zemědělství, které je specifické tím, že omezuje použití průmyslových hnojiv a chemických látek a jeho záměrem je udržitelnost krajiny. Protipólem je konvenční zemědělství, jehož cílem je vyrábět maximální množství produkce s co nejnižšími náklady.

<sup>16</sup> ZP Otice [online]. © 2010-2013 [cit. 2014-01-24]. Dostupné z: <http://www.zpotice.cz/>

## **Dodavatelé**

Firma má dodavatele na osiva a hnojiva, bez kterých by nedokázala dosáhnout požadované kvality ovoce a zeleniny. S těmito dodavateli udržuje dlouhodobě dobré vztahy. Největším dodavatelem je REPROSAM, od kterého objednáva osiva a krycí textilie. Nyní také spolupracuje s českým dodavatelem SEMO Smržice. Největším dodavatelem hnojiva je společnost AGROFERT, který dodává listová hnojiva a postřiky.

## **Odběratelé**

Největšími odběrateli jsou obchodní řetězce jako jsou AHOLD, Kaufland a Makro. Dalšími odběrateli jsou zpracovny ovoce a zeleniny Beskyd Fryčovice a Hamé.

## **Hrozba substitutu**

Oceňovaný podnik má mnoho konkurentů, pěstuje obvyklé produkty pro území ČR, které nejsou nahraditelné. Substituty mohou být ovoce a zelenina dovážena z tropických oblastí.

## **Analýza 7S**

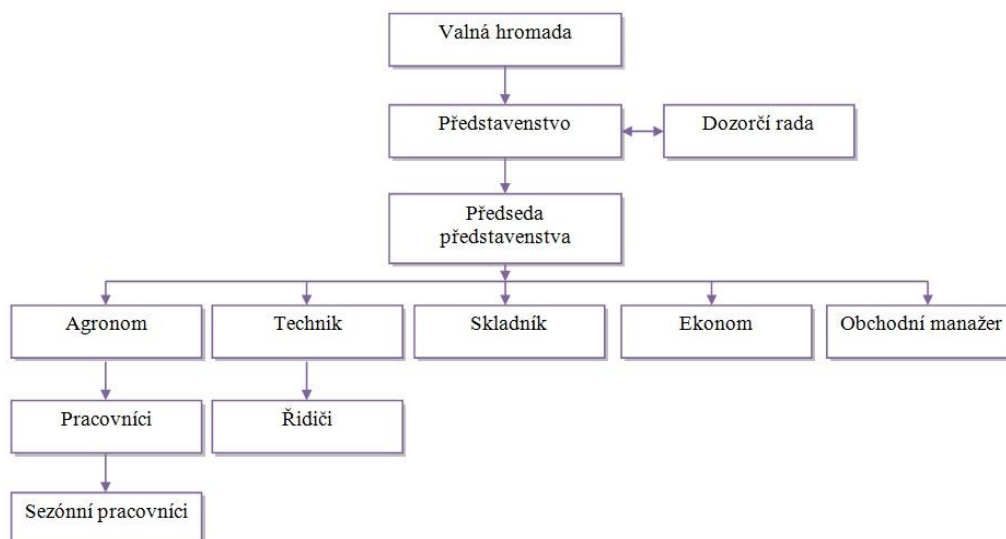
Pro analýzu interního prostředí byla použita analýza 7S, která popisuje používanou strategii podniku, organizační strukturu, používané informační systémy, styl řízení, spolupracovníky a jejich schopnosti a sdílené hodnoty. Výsledkem této analýzy bude vyhodnocení silných, slabých stránek podniku a příležitostí a hrozeb.

## **Strategie**

Podnik se zabývá pěstováním ovoce a zeleniny na Moravě. Vrcholový management by měl veškeré činnosti provádět tak, aby dosáhl stanovených podnikových cílů a také motivoval své zaměstnance.

## **Organizační struktura**

Oceňovaný podnik je akciová společnost. Má tři členy představenstva, kteří společnost řídí a jednají jejím jménem. Dozorčí rada má také tři členy a dohlíží na činnost představenstva a společnosti. V následujícím schématu je vyobrazena organizační struktura podniku.



Obrázek 5: Organizační struktura (Zdroj: interní materiály, 2014)

### Informační systémy

Podnik využívá informační systémy, které jsou potřebné k plánování její činnosti. Dále používají účetní systém Money. Komunikace také probíhá pomocí e-mailů, telefonů a hlavně prostřednictvím osobního setkání.

### Styl manažerské práce

Manažerskou práci provádějí členové představenstva, kteří podnik řídí a rozhodují o záležitostech týkajících se podniku.

### Spolupracovníci

V podniku vládne příjemná a přátelská atmosféra. Společnost zaměstnává v průměru 25 pracovníků, kteří pochází z Troubek či přilehlých vesnic, což znamená, že zaměstnanci se převážně mezi sebou znají a mají dobré vztahy.

### Schopnosti

Schopnosti pracovníků závisí na jejich pracovní pozici. Majitelé mají vysokoškolské vzdělání buď v oblasti zemědělství, nebo ekonomického zaměření. Zaměstnanci, kteří nakládají se stroji, musí být odborně způsobilí k této činnosti.

### Sdílené hodnoty

Sdílenými hodnotami zaměstnanců a akcionářů je dosahovat stanovených cílů, produkovat kvalitní výrobky, dodržovat dobré vazby s odběrateli a dodavateli.

## 2.3 SWOT ANALÝZA

Na základě provedených analýz byly definovány silné a slabé stránky, příležitosti a hrozby, které jsou zpracovány v následující tabulce.

Tabulka 12: SWOT matice

<b>INTERNÍ</b>	<p><b>SILNÉ STRÁNKY</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Vybudované dobré jméno společnosti.</li> <li>- Dlouhá tradice pěstování v Troubkách.</li> <li>- Široká škála výrobků.</li> <li>- Kvalitní produkty s min. množstvím chemikálií.</li> <li>- Stálí odběratelé.</li> <li>- Profesionální přístup managementu.</li> <li>- Moderní sklady a skleníky.</li> <li>- Finančně zdravý podnik.</li> </ul>	<p><b>SLABÉ STRÁNKY</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Omezená kapacita skladů.</li> <li>- Nedostatečná marketingová propagace.</li> <li>- Nedostatek veřejně dostupných informací na internetu.</li> </ul>
<b>EXTERNÍ</b>	<p><b>PŘÍLEŽITOSTI</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Získání nových odběratelů.</li> <li>- Vznik nových dotačních programů.</li> <li>- Zvyšování poptávky po českých produktech.</li> <li>- Rostoucí poptávka po ekologicky vypěstovaných produktech.</li> <li>- Možnost využití sezónních pracovníků.</li> </ul>	<p><b>HROZBY</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Velké množství konkurence poskytující stejné produkty.</li> <li>- Dovoz levných komodit ze zahraničí.</li> <li>- Nízká atraktivita odvětví.</li> <li>- Nízká rentabilita v zemědělském odvětví.</li> <li>- Živelné pohromy ničící úrodu.</li> <li>- Stárnutí pracovníků v zemědělství.</li> </ul>
<b>POZITIVNÍ</b>		<b>NEGATIVNÍ</b>

Zdroj: Vlastní zpracování, 2014

## 2.4 Finanční analýza

Důležitou součástí ocenění podniku je finanční analýza, jejímž úkolem je ověřit finanční situaci podniku. Pomocí finanční analýzy bude prováděn finanční plán do budoucna.

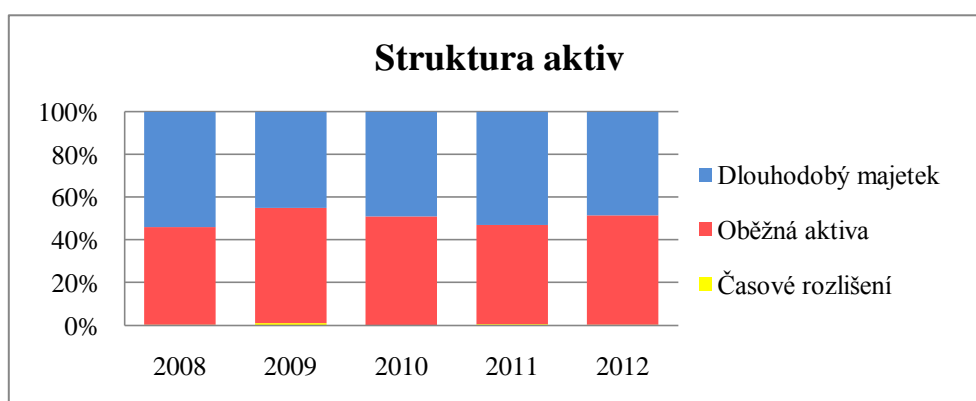
### 2.4.1 Stavové ukazatele

Mezi stavové ukazatele patří horizontální analýza a vertikální analýza rozvahy a výkazu zisků a ztrát. V následujících grafech jsou znázorněny výsledky z provedených analýz. Výpočty analýz jsou uvedeny v příloze č. 3 a 4.

## Rozvaha

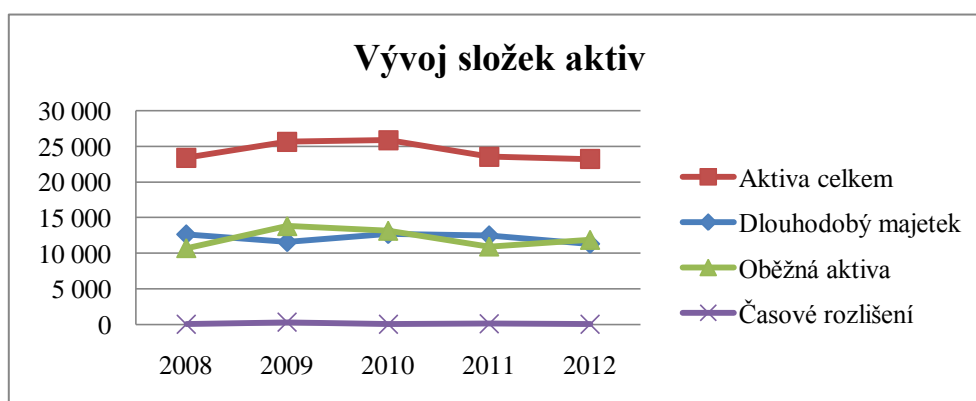
Provedená vertikální analýza specifikovala strukturu majetku podniku. Z grafu 5 je patrné, že rozložení majetku se pohybuje ve všech sledovaných letech na podobné úrovni. Dlouhodobý majetek tvoří z největší části stavby, samostatné movité věci a pozemky. Pořízení DHM a technické zhodnocení podnik financuje prostřednictvím přijatých dotací od státu. Tyto dotace jsou poskytovány od Svazu pro integrovaný systém produkce zeleniny, od Státního intervenčního fondu na plochu půdy a na pojištění. Dotace snižují pořizovací cenu majetku a tím snižují odpisovou základnu.

V oběžných aktivech zaujímají největší část krátkodobé pohledávky, které se pohybují ve sledovaných letech okolo 35% na celkových aktivech. Růst krátkodobých pohledávek může být způsoben problémy s odběrateli, kteří nejsou schopni splácet své závazky včas.



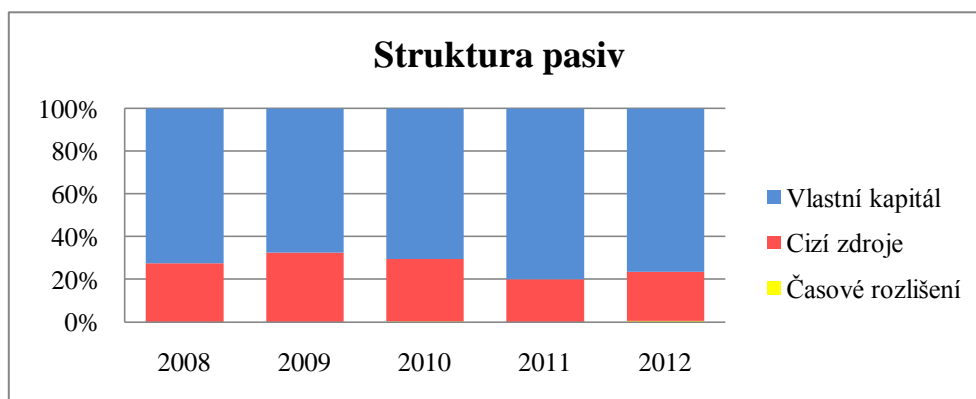
Graf 5: Struktura aktiv (Zdroj: Vlastní zpracování, 2014)

Z níže uvedeného grafu lze vidět podobný vývoj aktiv ve sledovaném období. K výraznému rozdílu došlo jen v letech 2009 a 2011, kdy se změnila složky dlouhodobý majetek a oběžná aktiva. Růst oběžných aktiv v roce 2009 zapříčinila přijatá dotace od státu, kdy se krátkodobý finanční majetek změnil o 85% oproti roku 2008.



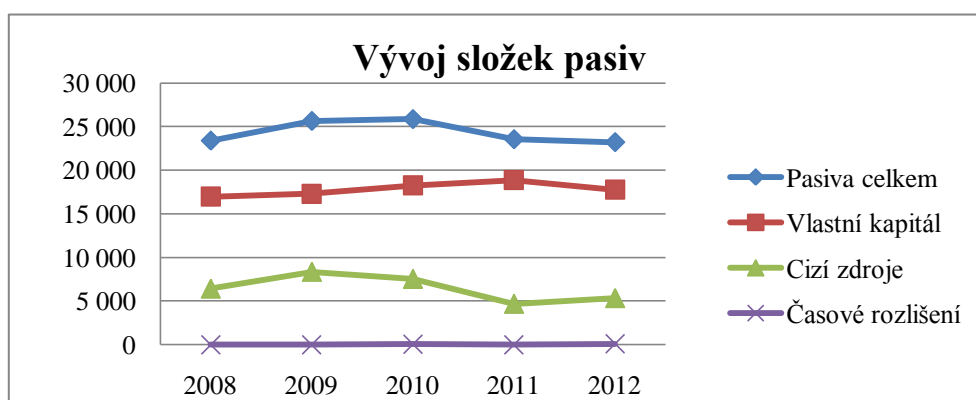
Graf 6: Vývoj složek aktiv (Zdroj: Vlastní zpracování, 2014)

Z grafu 7 vyplývá, že firma je financována především z vlastního kapitálu, který se pohybuje okolo 70%. Největší podíl na vlastním kapitálu má základní kapitál, který se pohybuje okolo 45%. V cizích zdrojích zaujímají největší část krátkodobé závazky, které se pohybují kolem 20% a nejvyšší hodnotu dosahovaly v letech 2009 a 2012. Společnost měla bankovní úvěr, který splatila v roce 2009.



Graf 7: Struktura pasiv (Zdroj: Vlastní zpracování, 2014)

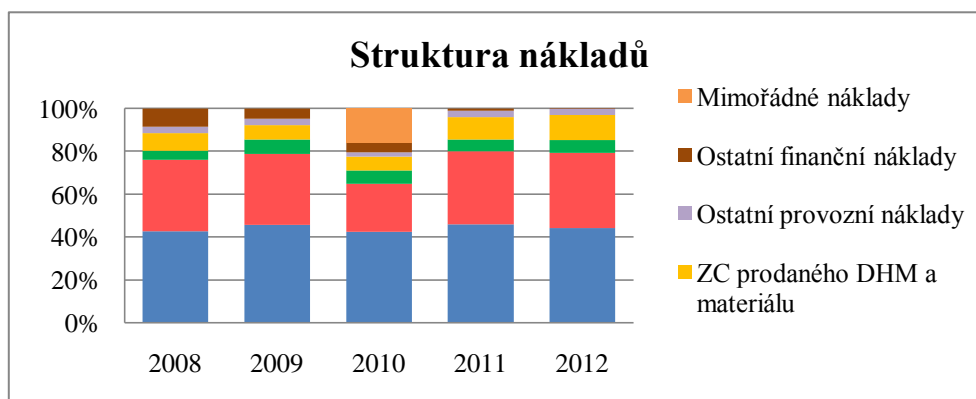
V následujícím grafu je znázorněn mírný růst vlastního kapitálu, který v roce 2012 poklesl kvůli nízkému výsledku hospodaření za běžné období. Růst cizích zdrojů v roce 2009 byl zapříčiněn 100% nárůstem rezerv, které podnik rozpustil v roce 2011.



Graf 8: Vývoj složek pasiv (Zdroj: Vlastní zpracování, 2014)

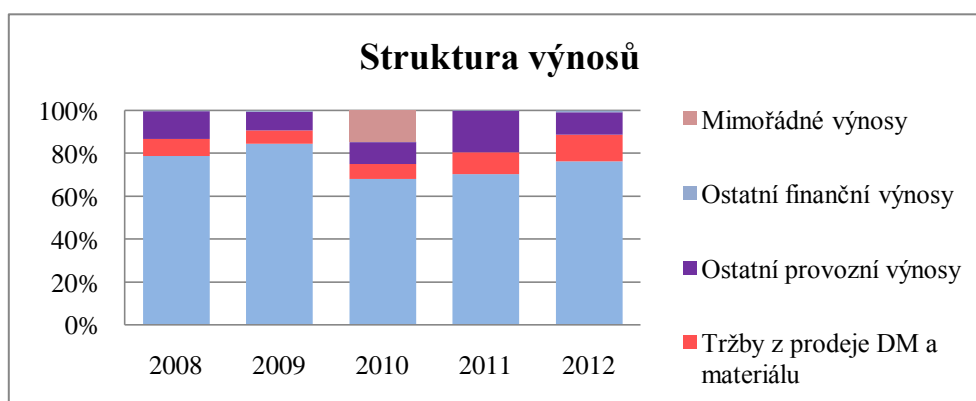
## Výkaz zisků a ztrát

Z následujícího grafu lze vidět strukturu nákladů podniku. Nejvyšší podíl na nákladech má výkonová spotřeba, která se pohybuje kolem 45% a osobní náklady pohybující se přibližně okolo 30%. V roce 2010 se snížil podíl osobních nákladů na celkových nákladech, z důvodu snížení počtu pracovníků. V roce 2011 se osobní náklady zvýšily o 55% a jejich výše přetrvává i v roce 2012.



Graf 9: Struktura nákladů (Zdroj: vlastní zpracování, 2014)

Nejvyšší podíl na výnosech má položka výkony, která zahrnuje tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, která se pohybuje na přibližně stejné úrovni ve sledovaných letech. Položka ostatní provozní výnosy zahrnuje přijaté dotace od Státního intervenčního fondu a Svazu integrované produkce zeleniny. Pro vznik mimořádných výnosů byl důvod vyplacení pojistné částky od pojišťovny za špatné klimatické podmínky v předchozím roce.



Graf 10: Struktura výnosů (Zdroj: Vlastní zpracování, 2014)



## 2.4.2 Rozdílové ukazatele

Mezi nejčastěji používané rozdílové ukazatele patří čistý pracovní kapitál a čisté pohotové prostředky. Čistý pracovní kapitál je označován jako provozní kapitál a vypočte se jako rozdíl oběžných aktiv a krátkodobých závazků. Čisté pohotové prostředky jsou rozdílem krátkodobého finančního majetku a okamžitě splatných závazků.

Tabulka 13: Rozdílové ukazatele

Rozdílové ukazatelé	2008	2009	2010	2011	2012
Čistý pracovní kapitál	6958	8898	9055	6683	6967
Čisté pohotové prostředky	-2 110	-1 886	-1 382	-2 712	-3 579

Zdroj: Vlastní zpracování, 2014

Z předchozí tabulky je patrné, že velikost čistého pracovního kapitálu je v kladných hodnotách, což značí, že podnik je platebně schopný. Hodnoty čistých pohotových prostředků jsou ve sledovaném období vždy záporné, což značí, že podnik nemá dostatek krátkodobého majetku, aby schopen splatil okamžitě splatné závazky.

## 2.4.3 Poměrové ukazatele

### Ukazatelé rentability

Ukazatelé rentability vyjadřují míru výdělečnosti podniku. Pro tuto analýzu jsem vybrala ukazatele rentability aktiv, vlastního kapitálu a tržeb.

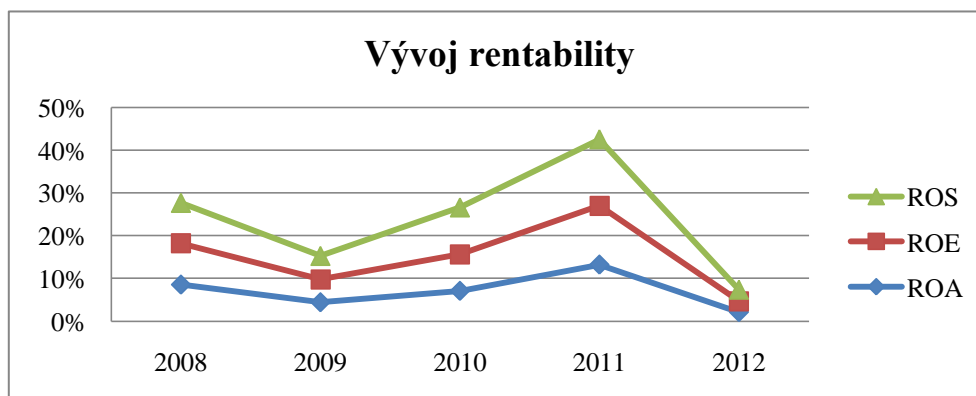
Tabulka 14: Ukazatelé rentability

Ukazatele rentability (%)	2008	2009	2010		2011		2012	
	ZELTR Agro	ZELTR Agro	CZ NACE 01	ZELTR Agro	CZ NACE 01	ZELTR Agro	CZ NACE 01	ZELTR Agro
ROA	8,53	4,40	4,032	7,06	2,675	13,21	5,535	2,11
ROE	9,64	5,39	3,742	8,59	5,708	13,76	5,253	2,58
ROS	9,50	5,46	12,963	10,97	18,157	15,60	17,772	2,67

Zdroj: Vlastní zpracování, 2014

Rentabilita aktiv vypovídá o tom, jak podnik využívá svá aktiva. Nejnižší hodnoty dosáhla v roce 2012 a to 2%, což je důsledek nízkého výsledku hospodaření. Rentabilita aktiv se pohybuje nad oborovými průměry. Nevyšší rozdíl mezi těmito hodnotami vznikl v roce 2011. Rentabilita vlastního kapitálu dosahuje nad hodnoty oborových průměrů kromě roku 2012, což je následek nízkého výsledku hospodaření. Z následujícího grafu lze vidět výrazný

propad v roce 2009 a 2012. V roce 2013 došlo, podle předběžných zpráv z podniku, k nárůstu výsledku hospodaření.



Graf 11: Vývoj ukazatelů rentability (Zdroj: Vlastní zpracování, 2014)

### Ukazatele likvidity

Tato skupina ukazatelů vyjadřuje schopnost podniku plnit své závazky. V následující tabulce jsou vyjádřeny hodnoty tří úrovní likvidity.

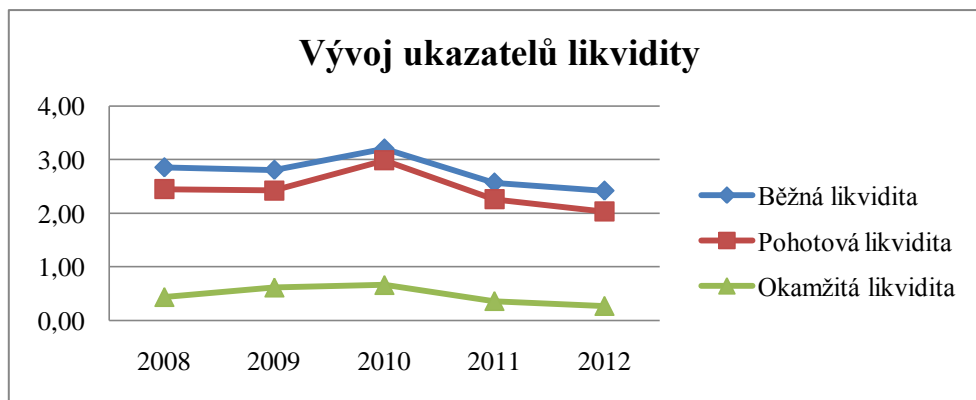
Tabulka 15: Ukazatelé likvidity

Ukazatele likvidity	2008	2009	2010		2011		2012	
	ZELTR Agro	ZELTR Agro	CZ NACE 01	ZELTR Agro	CZ NACE 01	ZELTR Agro	CZ NACE 01	ZELTR Agro
Běžná	2,853	2,808	2,703	3,204	3,155	2,570	2,976	2,420
Pohotová	2,449	2,425	2,150	2,990	2,621	2,262	2,513	2,033
Okamžitá	0,438	0,617	0,933	0,664	1,413	0,363	1,430	0,271

Zdroj: Vlastní zpracování, 2014

Z předchozí tabulky lze vidět, že ukazatelé likvidity oceňovaného podniku postupně klesají a oborové průměry naproti tomu rostou. Pro podnik byl nejlikvidnější rok 2010, na čemž mohly mít podíl přijaté dotace. Běžná likvidita podniku neklesla pod hodnotu 2,4, což je hodnoceno kladně. Likvidita druhého stupně se pohybuje spíše k hodnotám běžné likvidity. Okamžitá likvidita se pohybuje v rozmezí od 0,2 do 0,7. Závěrem lze říci, že podnik je schopný plnit své závazky.

V následujícím grafu lze vidět vývoj ukazatelů likvidity. Pohotová likvidita se v roce 2010 přiblížila běžné likviditě a následně všechny klesly.



Graf 12: Vývoj ukazatelů likvidity (Zdroj: Vlastní zpracování, 2014)

### Ukazatele aktivity

Tato skupina ukazatelů hodnotí efektivní využití majetku. Pro finanční analýzu podniku jsem vybrala 4 ukazatele, uvedené v následující tabulce.

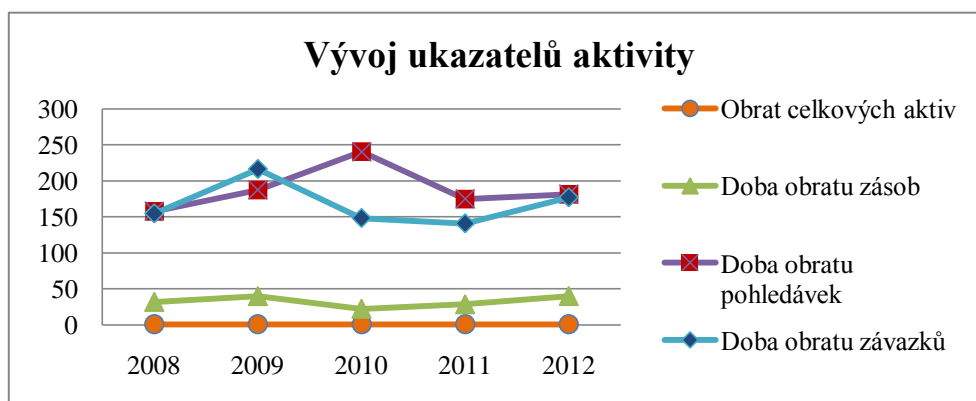
Tabulka 16: Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity	2008	2009	2010		2011		2012	
	ZELTR Agro	ZELTR Agro	CZ NACE 01	ZELTR Agro	CZ NACE 01	ZELTR Agro	CZ NACE 01	ZELTR Agro
Obrat celkových aktiv	0,736	0,666	0,255	0,553	0,279	0,706	0,259	0,739
Doba obratu zásob	32	40	40	22	36	28	36	40
Doba obratu pohledávek	158	188	89	241	81	175	83	182
Doba obratu závazků	155	216	80	148	78	141	80	177

Zdroj: Vlastní zpracování, 2014

Z tabulky je zřejmé, že obrat celkových aktiv se pohybuje pod hodnotou 1, což znamená, že podnik neefektivně hospodaří s majetkem. Podnik dosahuje příznivějších výsledků ve srovnání s oborovými průměry. Hodnoty ukazatele doby obratu zásob jsou velmi příznivé, dostaly se dokonce pod průměrnou dobu obratu v oboru. Nejvyšší hodnoty doby obratu pohledávek dosáhl podnik v roce 2010 a to 241 dní. Při porovnání doby obratu pohledávek a závazků je optimální jen rok 2009, protože pohledávky jsou nižší než závazky. Ve zbývajících letech podnik poskytuje tzv. obchodní úvěr. Snižováním doby obratu pohledávek by podnik zvyšoval svou platební schopnost. Z tabulky lze vidět, že doby obratu pohledávek

a závazků oceňovaného podniku jsou přibližně dvakrát vyšší než oborové průměry. V následujícím grafu je ukázán vývoj ukazatelů aktivity. Nejvýraznějších výkyvů dosahují ukazatelé doby obratu pohledávek a zásob.



Graf 13: Vývoj ukazatelů aktivity (Zdroj: Vlastní zpracování, 2014)

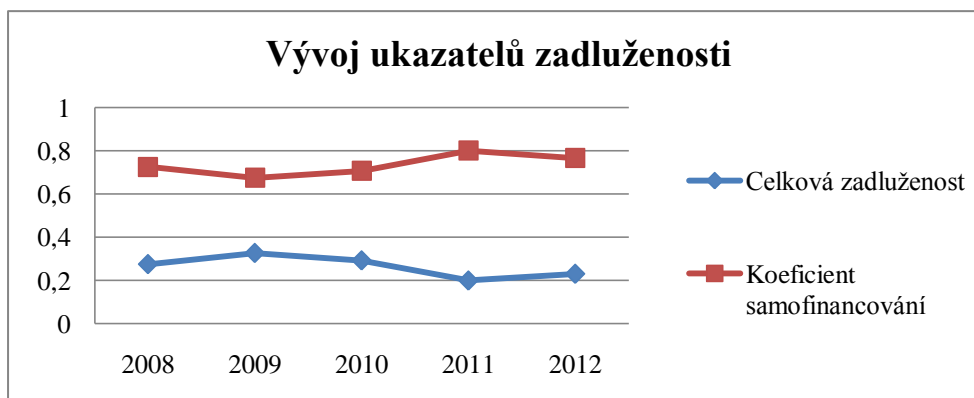
### Ukazatele zadluženosti

Tabulka 17: Ukazatelé zadluženosti

Ukazatele zadluženosti	2008	2009	2010		2011		2012	
	ZELTR Agro	ZELTR Agro	CZ NACE 01	ZELTR Agro	CZ NACE 01	ZELTR Agro	CZ NACE 01	ZELTR Agro
Σ zadluženost [%]	27,454	32,572	11,502	29,161	10,963	19,913	12,388	23,010
Koef.samofinancování [%]	72,546	67,428	88,336	70,626	88,894	80,087	87,511	76,564
Úrokové krytí	166	49		0		0		0

Zdroj: Vlastní zpracování, 2014

Celková zadluženost se pohybuje okolo 30%. Podnik je tedy financován převážně z vlastních zdrojů. Podnik splatil bankovní úvěr rokem 2009 a v současné době žádný další nemá.



Graf 14: Vývoj ukazatelů zadluženosti (Zdroj: Vlastní zpracování, 2014)

## 2.4.4 Souhrnné ukazatelé

### Altmanův index finančního zdraví

Altmanův index je nejpoužívanější model, jehož cílem je zjistit pravděpodobnost úpadku podniku v porovnání s ostatními podniky. Podnik náchylný k bankrotu se nachází pod hranicí 1,2. Z tabulky 18 je patrné, že podnik Zeltr Agro, a. s. dosáhl nejnižší hodnoty v roce 2009, ani tento pokles však neznačí možné finanční problémy podniku. V roce 2011 podnik dosáhl hranice 2,7, která se vyznačuje minimální pravděpodobností bankrotu. Zbylé roky se podnik pohybuje v tzv. šedé zóně.

### IN 05

Index od autorů Neumaierových slouží k posouzení finanční výkonnosti českých podniků. Nejvyšší hodnoty dosahuje podnik v roce 2009, což je rozdíl oproti Altmanovu indexu, který tento rok vyhodnotil jako nejhorší. Hodnotě 0,9 vyznačující finanční problémy podniku se nejvíce přiblížil rok 2012.

Tabulka 18: Souhrnné ukazatelé

	2008	2009	2010	2011	2012
Altmanův index	2,262	1,809	1,926	2,920	2,200
IN 05	2,910	2,957	1,220	1,622	1,076

Zdroj: Vlastní zpracování, 2014

### Shrnutí finanční analýzy

- Financování vlastním kapitálem v poměru 70:30.
- Kapitálově těžká společnost s vysokým základním kapitálem.
- Velký objem zásob, nízká doba obratu zásob.
- Každoroční modernizace strojů a jiných samostatně movitých věcí.
- Poskytování obchodního úvěru odběratelům.
- Podnik nemá bankovní úvěr.
- Podnik dosahuje hodnot rentabilit na úrovni oborových průměrů.
- Podnik je platebně schopný.
- V roce 2012 nízký výsledek hospodaření, z důvodu špatných klimatických podmínek.
- Financování pořízení DHM a technické zhodnocení prostřednictvím SZIF a IPZ. Svaz IPZ – 440 EUR/ha a SZIF platba na plochu 6 068 Kč/ha zemědělské půdy.

## 2.5 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A PROVOZNĚ NENUTNÁ

Rozdělením aktiv na provozně nutná a nepotřebná zjistím hodnotu majetku, kterou podnik potřebuje ke své činnosti. V následující tabulce je stanoven provozně nutný krátkodobý finanční majetek, který je po konzultaci s odborníky stanoven na úrovni 20% krátkodobých závazků. Dále je také stanoven zbytný krátkodobý finanční majetek, který bude připočten k hodnotě ocenění.

Tabulka 19: Peníze provozně nutné

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Peněžní prostředky/Kr. záv.	0,438	0,617	0,664	0,363	0,271
Provozně nutná likvidita	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Krátkodobé závazky	3 754	4 922	4 108	4 256	4 908
Peníze (pokladna + účet) v rozvaze	1 644	3 036	2 726	1 544	1 329
Peníze (pokladna + účet) provozně nutné	751	984	822	851	982
Zbytný KFM	893	2052	1904	693	347

Zdroj: Vlastní zpracování, 2014

V následující tabulce je stanoven provozně nutný pracovní kapitál, který zjistím rozdílem provozně nutných oběžných aktiv a krátkodobých závazků a časového rozlišení. Pro určení provozně nutného investovaného kapitálu je třeba sečíst dlouhodobý majetek provozně nutný a provozně nutný pracovní kapitál.

Tabulka 20: Provozně nutný investovaný kapitál

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Dlouhodobý hmotný majetek (tis. Kč)	12 639	11 540	12 681	12 498	11 298
<b>Dlouhodobý majetek provozně nutný (tis. Kč)</b>	<b>12 639</b>	<b>11 540</b>	<b>12 681</b>	<b>12 498</b>	<b>11 298</b>
Zásoby	1 520	1 885	880	1 314	1 897
Pohledávky	7 548	8 899	9 557	8 081	8 649
Provozně nutná výše peněz	751	984	822	851	982
Ostatní aktiva	37	291	16	110	39

Krátkodobé závazky	3 754	4 922	4 108	4 256	4 908
Ostatní pasiva	0	0	55	0	99
<b>Pracovní kapitál provozně nutný</b>	<b>6 102</b>	<b>7 137</b>	<b>7 112</b>	<b>6 100</b>	<b>6 560</b>
<b>Investovaný kapitál provozně nutný</b>	<b>18 741</b>	<b>18 677</b>	<b>19 793</b>	<b>18 598</b>	<b>17 858</b>

Zdroj: Vlastní zpracování, 2014

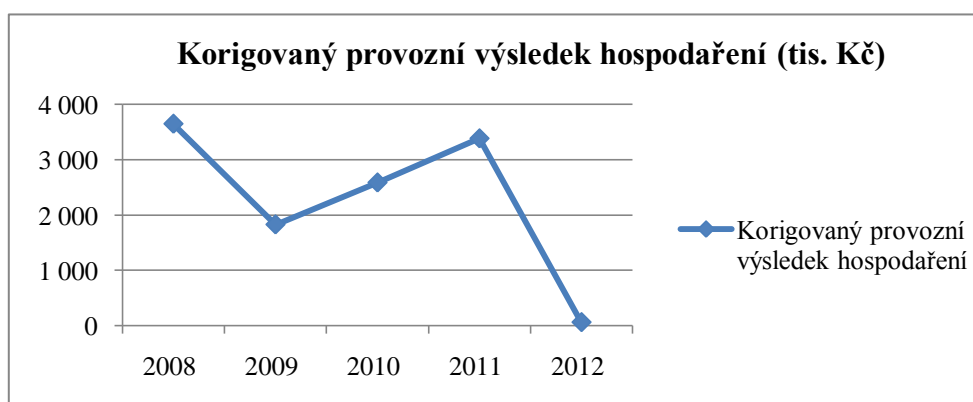
Korigovaný provozní VH je stanoven z provozního výsledku hospodaření zjištěného z výkazu zisků a ztrát, upraveného o tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu a zůstatkové ceny dlouhodobého majetku a materiálu.

Tabulka 21: Korigovaný provozní VH

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Provozní výsledek hospodaření z výsledovky	3 644	1 879	2 874	3 402	305
Vyloučení VH z prodeje majetku	6	-51	-287	-17	-245
<b>Korigovaný provozní výsledek hospodaření</b>	<b>3 650</b>	<b>1 828</b>	<b>2 587</b>	<b>3 385</b>	<b>60</b>

Zdroj: Vlastní zpracování, 2014

V roce 2012 je korigovaný výsledek hospodaření výrazně nižší z důvodu nízkého provozního výsledku hospodaření. V následujících letech podnik plánuje provozní VH zvýšit. Vývoj korigovaného provozního VH je znázorněn v následujícím grafu.



Graf 15: Korigovaný provozní výsledek hospodaření (Zdroj: Vlastní zpracování, 2014)

## 2.6 FINANČNÍ PLÁN

Pro ocenění podniku je důležité sestavit finanční plán pro několik variant. Pro ocenění podniku Zeltr Agro, a. s. byl sestaven plán na následujících 5 let pro optimistickou a pesimistickou variantu a sestaven pomocí metody procentního podílu na tržbách. Pro finanční plán se počítá s poskytovanými dotacemi ze státního rozpočtu a EU.

### 2.6.1 Optimistická varianta

Finanční plán pro optimistickou variantu byl stanoven na následujících 5 let pro období 2013 – 2017 s průměrným tempem růstu tržeb o 5%. Plán tržeb je uveden v následující tabulce.

Tabulka 22: Plán tržeb pro optimistickou variantu

Rok	Tržby	Tempo růstu tržeb (%)	Průměrné tempo růstu tržeb (%)
2008	17 219		0,5725
2009	17 077	-0,82	
2010	14 298	-16,27	
2011	16 635	16,34	
2012	17 144	3,06	
2013	18 001	5,00	5,00
2014	18 901	5,00	
2015	19 846	5,00	
2016	20 839	5,00	
2017	21 881	5,00	

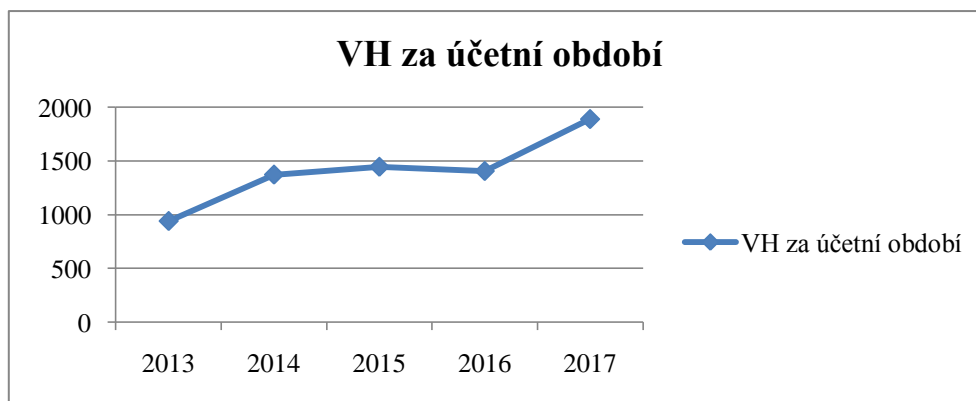
Zdroj: Vlastní zpracování, 2014

### Výkaz zisků a ztrát

Výkaz zisků a ztrát byl sestaven pomocí metody procentního podílu na tržbách, které jsou uvedeny v předchozí tabulce. Díky každoročnímu nárůstu tržeb o 5% dochází k přímo úměrnému nárůstu položek v tomto výkazu, jako jsou výkonová spotřeba. V roce 2013 a 2014 nedochází ke zvyšování mezd, proto jsou osobní náklady v těchto letech stabilní. V následujících letech rostou úměrně s tržbami, nedochází však k přijímání ani propouštění zaměstnanců, pouze se zvyšuje mzda stávajících pracovníků. Odpisy jsou stanoveny na základě odpisového plánu podniku. Ve finančním plánu se nepočítá s pořízováním nového majetku, pouze s jeho technickým zhodnocením či modernizací. Ostatní provozní a finanční náklady je obtížné plánovat a proto jejich výše zůstává stejná jako v roce 2012. Ostatní provozní výnosy tvoří především dotace ze státního rozpočtu a Evropské unie. Zemědělský



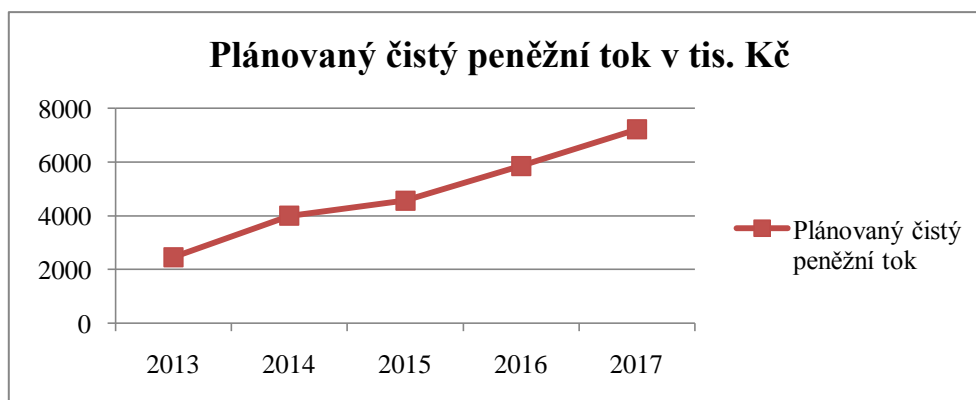
podnik získává dotace od Státního intervenčního fondu a Svazu integrované produkce zeleniny. Pro plánované období se předpokládá stejná výše jako v roce 2012, a to 2 398 000 Kč, neboť výše dotací na Program rozvoje venkova 2014 – 2020 zatím není stanovena. V plánovaném období je výsledek hospodaření kladný, jeho vývoj lze vidět na následujícím grafu. Výsledek hospodaření je naplánován mírně rostoucí. Plánovaný VZZ je uveden v příloze č. 6.



Graf 16: VH za účetní období pro optimistickou variantu (Zdroj: Vlastní zpracování, 2014)

### Cash Flow

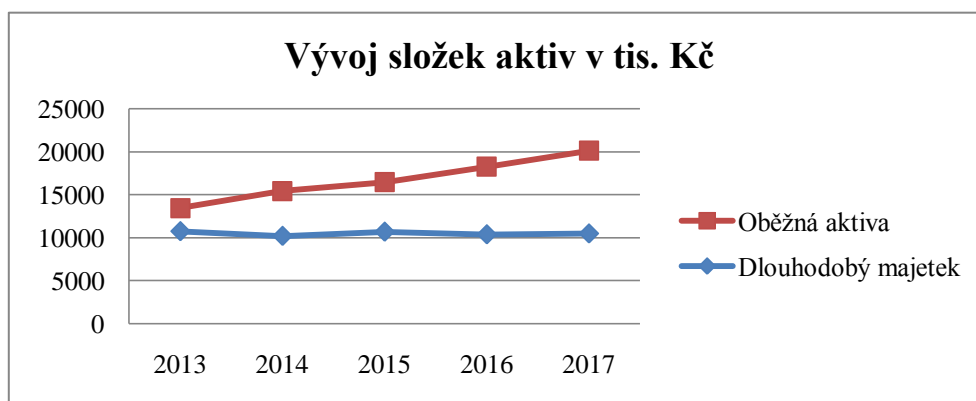
Peněžní toky pro sledované období jsou plánovány v kladných hodnotách s rostoucí tendencí. Ve finančním plánu se nepočítá s pořizováním nového dlouhodobého majetku, ale pouze s jeho technickým zhodnocením či modernizací. Taktéž se neplánují vyplácet dividendy. Vývoj peněžních toků lze vidět v následujícím grafu. Výpočet cash flow je uveden v příloze č. 7.



Graf 17: Plánovaný čistý peněžní tok pro optimistickou variantu (Zdroj: Vlastní zpracování, 2014)

## Rozvaha

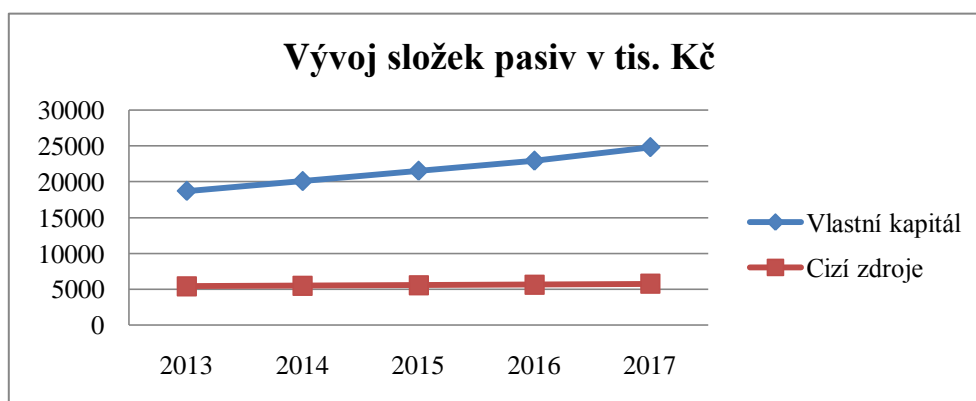
V plánovaném období mají aktiva a pasiva rostoucí tendenci. Podnik neplánuje investovat do nového dlouhodobého majetku, pouze do technického zhodnocení či modernizace, proto je dlouhodobý majetek konstantní v plánovaných letech. Zásoby a pohledávky jsou naplánovány rostoucí úměrně s procentem růstu tržeb. Nárůst oběžných aktiv je zapříčiněn kumulovanými finančními zdroji. Časové rozlišení aktiv je ponecháno stejné jako v roce 2012. V následujícím grafu je zobrazen vývoj složek aktiv. Plánovaná rozvaha pro optimistickou variantu je uvedena v příloze č. 5.



Graf 18: Plánovaný vývoj složek aktiv pro optimistickou variantu

(Zdroj: Vlastní zpracování, 2014)

Na grafu 19 lze vidět vývoj složek pasiv, které v plánovaném období rostou. Výši vlastního kapitálu ovlivňuje především výsledek hospodaření minulých let a běžného účetního období. Podnik neplánuje změnu základního kapitálu. Dlouhodobé závazky jsou ponechány ve stejné výši jako v roce 2012 a krátkodobé závazky rostou přímo úměrně s růstem tržeb. Společnost neplánuje financování bankovním úvěrem. Časové rozlišení pasiv zůstává konstantní.



Graf 19: Plánovaný vývoj složek pasiv pro optimistickou variantu

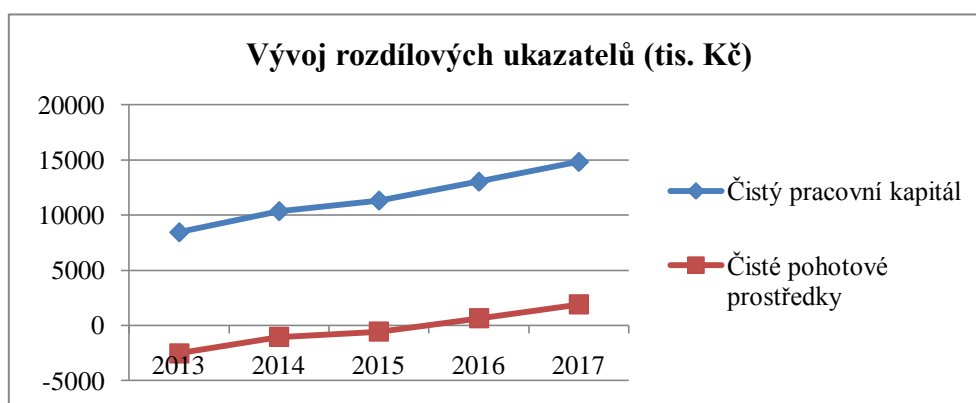
(Zdroj: Vlastní zpracování, 2014)

## 2.6.2 Finanční analýza pro optimistickou variantu

Z plánované rozvahy, výkazu zisků a ztrát a cash flow byla provedena finanční analýza rozdílových a poměrových ukazatelů, jejichž výsledky byly následně zaznamenány do grafů.

### Rozdílové ukazatele

V následujícím grafu je znázorněn vývoj rozdílových ukazatelů pro optimistickou variantu ve sledovaném období 2013 – 2017. Čistý pracovní kapitál dosahuje kladných hodnot, protože oběžná aktiva převyšují krátkodobé cizí zdroje. Čisté pohotové prostředky se v plánovaném období pohybují v záporných hodnotách. Od roku 2016 dosahuje kladných hodnot z důvodu plánovaného vyššího finančního majetku.

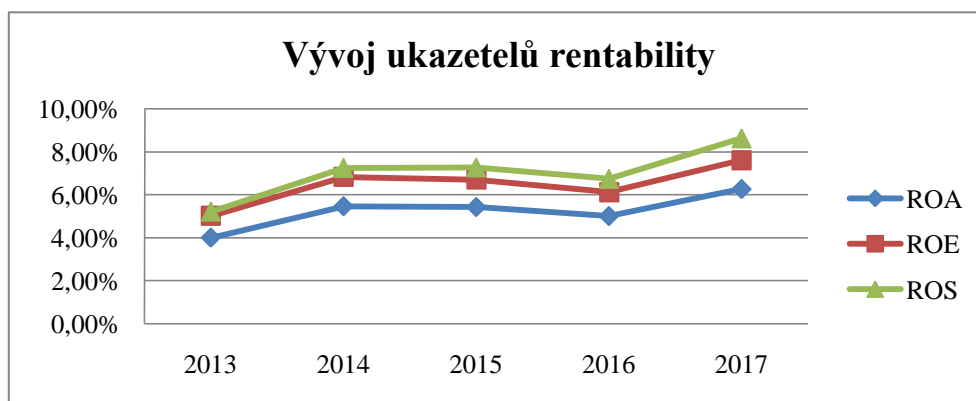


Graf 20: Vývoj rozdílových ukazatelů pro optimistickou variantu

(Zdroj: Vlastní zpracování, 2014)

### Ukazatelé rentability

Ukazatelé rentability se pohybují v doporučených hodnotách. V roce 2017 je z grafu patrný nárůst všech ukazatelů, z důvodu vyššího výsledku hospodaření.

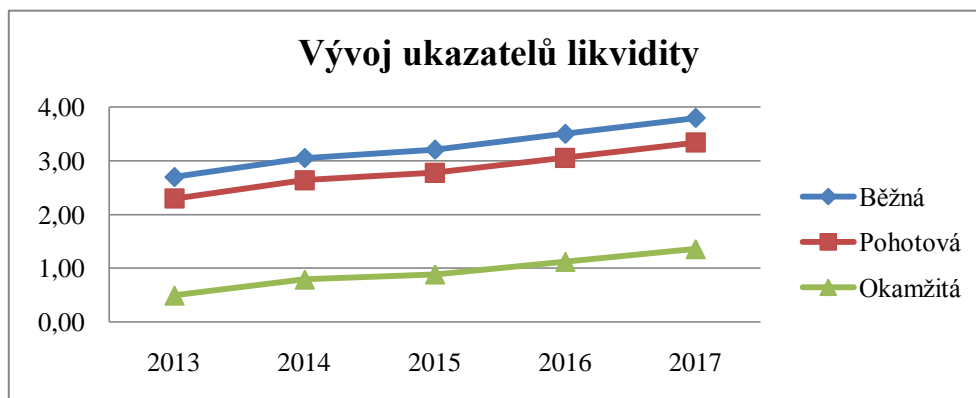


Graf 21: Vývoj ukazatelů rentability pro optimistickou variantu

(Zdroj: Vlastní zpracování, 2014)

## Ukazatelé likvidity

V následujícím grafu je znázorněn vývoj ukazatelů likvidity v plánovaném období. Ukazatelé likvidity se pohybují v doporučených hodnotách.

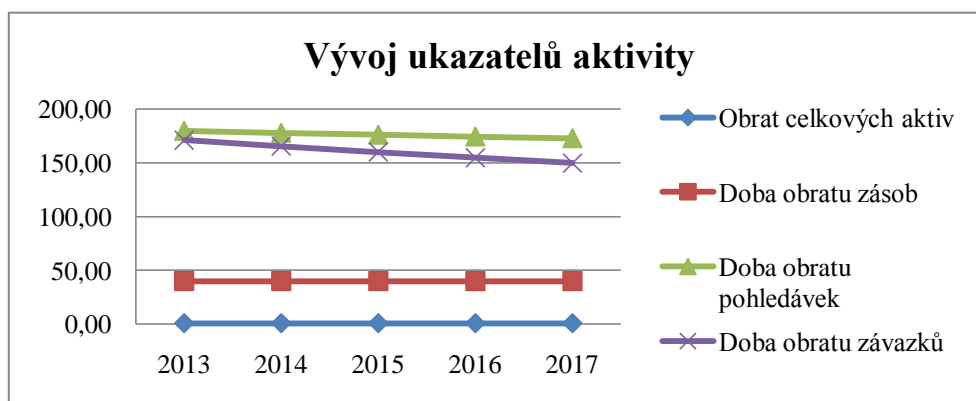


Graf 22: Vývoj ukazatelů likvidity pro optimistickou variantu

(Zdroj: Vlastní zpracování, 2014)

## Ukazatelé aktivity

Doba obratu pohledávek se pohybuje okolo 176 dní a doba obratu závazků se pohybuje průměrně okolo 160 dní. Doba obratu zásob se pohybuje konstantně ve výši 40 dnů.

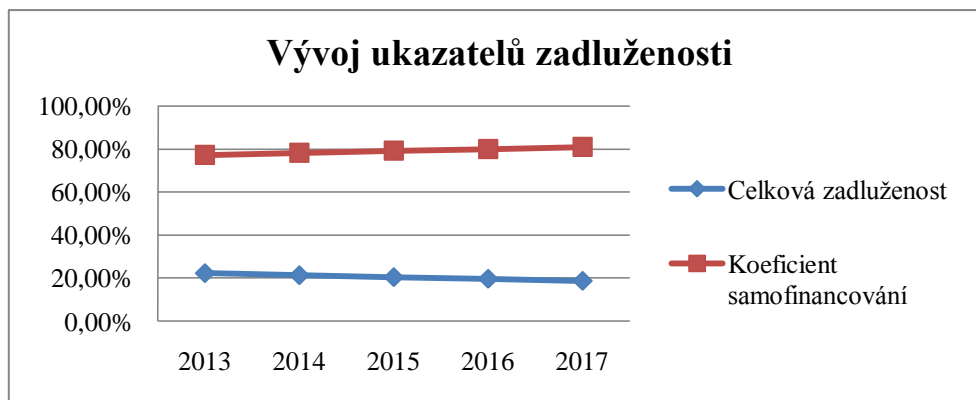


Graf 23: Vývoj ukazatelů aktivity pro optimistickou variantu

(Zdroj: Vlastní zpracování, 2014)

## Ukazatelé zadluženosti

Celková zadluženost a koeficient samofinancování se pohybuje na stejné úrovni. Převládá financování vlastním kapitálem v poměru 80:20. Společnost neplánuje krátkodobý úvěr ani finanční výpomoc.



Graf 24: Vývoj ukazatelů zadluženosti pro optimistickou variantu  
(Zdroj: Vlastní zpracování, 2014)

### 2.6.3 Pesimistická varianta

Finanční plán pro pesimistickou variantu byl stanoven na následujících 5 let pro období 2013 – 2017 s průměrným tempem růstu tržeb o 2% v každém roce. Plán tržeb pro pesimistickou variantu je uveden v následující tabulce.

Tabulka 23: Plán tržeb pro pesimistickou variantu

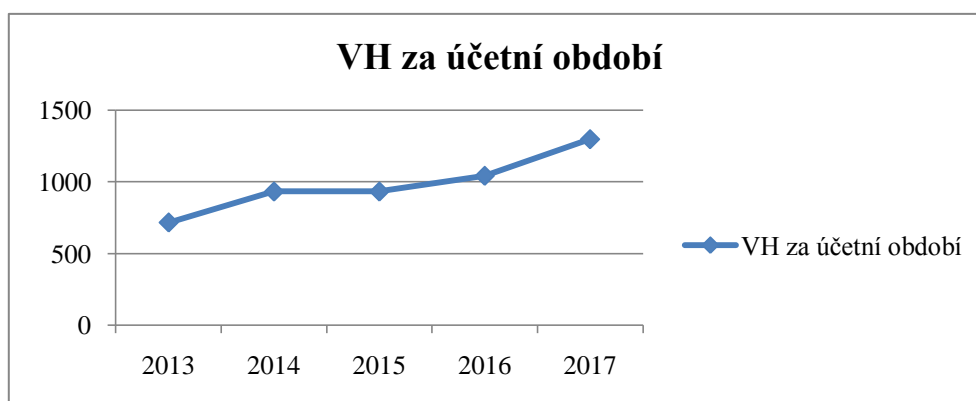
Rok	Tržby	Tempo růstu tržeb (%)	Průměrné tempo růstu tržeb (%)
2008	17 219		0,5725
2009	17 077	-0,82	
2010	14 298	-16,27	
2011	16 635	16,34	
2012	17 144	3,06	
2013	17 487	2,00	2,00
2014	17 837	2,00	
2015	18 193	2,00	
2016	18 557	2,00	
2017	18 928	2,00	

Zdroj: Vlastní zpracování, 2014

### Výkaz zisků a ztrát

Výkaz zisků a ztrát byl sestaven pomocí metody procentního podílu na tržbách, které jsou uvedeny v předchozí tabulce. Díky každoročnímu nárůstu tržeb o 2% dochází k přímo úměrnému nárůstu položek v tomto výkazu. Změna stavu zásob vlastní činnosti je ponechána ve stejné výši jako v roce 2012. Položka osobní náklady jsou stejné v roce 2013 a 2014

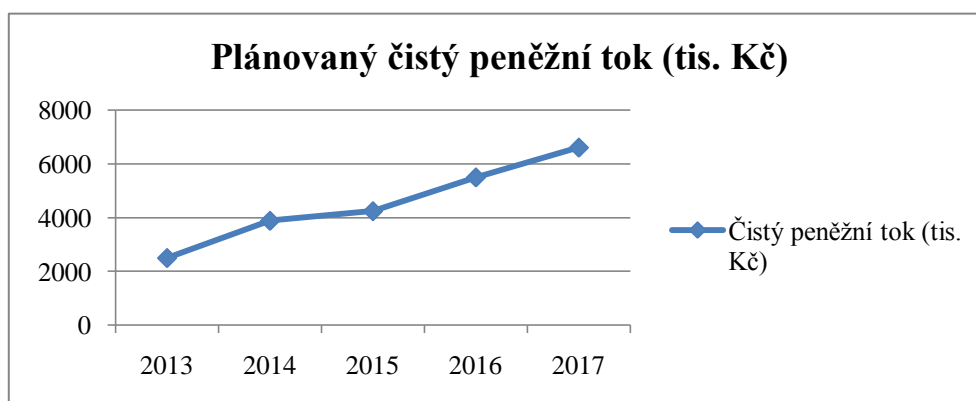
z toho důvodu, že nedochází ke zvyšování mzdových nákladů. K mírnému nárůstu osobních nákladů o 2% se počítá v roce 2015 a v následujících letech se nemění. Odpisy majetku jsou stanoveny na základě podnikového odpisového plánu. Ostatní provozní a finanční náklady a výnosy je obtížné plánovat a proto jejich výše zůstává stejná jako v roce 2012. Stejně jako v optimistické variantě je položka ostatní provozní výnosy tvořena dotacemi získanými ze státního rozpočtu a Evropské unie a předpokládá se stejná výše dotací jako v roce 2012, a to 2 398 000 Kč, kvůli prozatímnímu nestanovení národní alokace pro Program rozvoje venkova 2014 – 2020. Plánovaný výsledek hospodaření je ve všech letech v kladných hodnotách s rostoucí tendencí. Plánovaný VZZ je uveden v příloze č. 9.



Graf 25: VH za účetní období pro pesimistickou variantu  
(Zdroj: Vlastní zpracování, 2014)

### Cash Flow

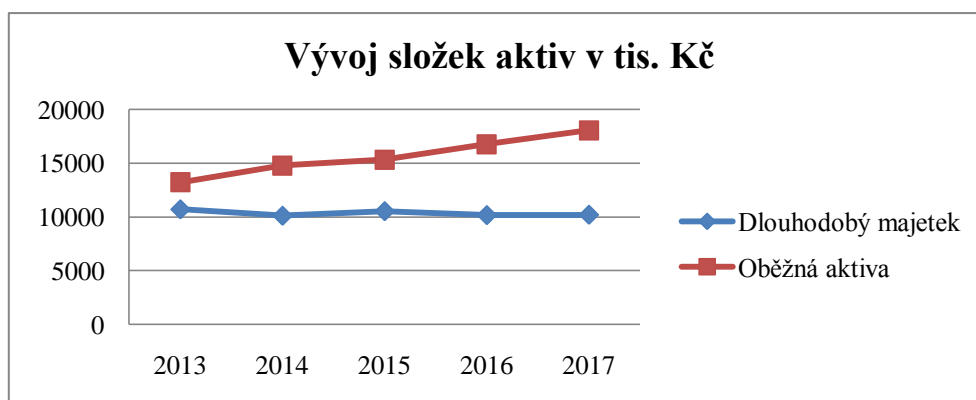
Plánovaný peněžní tok se pohybuje v kladných hodnotách i pro pesimistickou variantu finančního plánu. Nejvyšších hodnot dosahuje v roce 2017. Vývoj peněžního toku je vyobrazen v následujícím grafu. Výpočet cash flow je uveden v příloze č. 10.



Graf 26: Plánovaný čistý peněžní tok pro pesimistickou variantu  
(Zdroj: Vlastní zpracování, 2014)

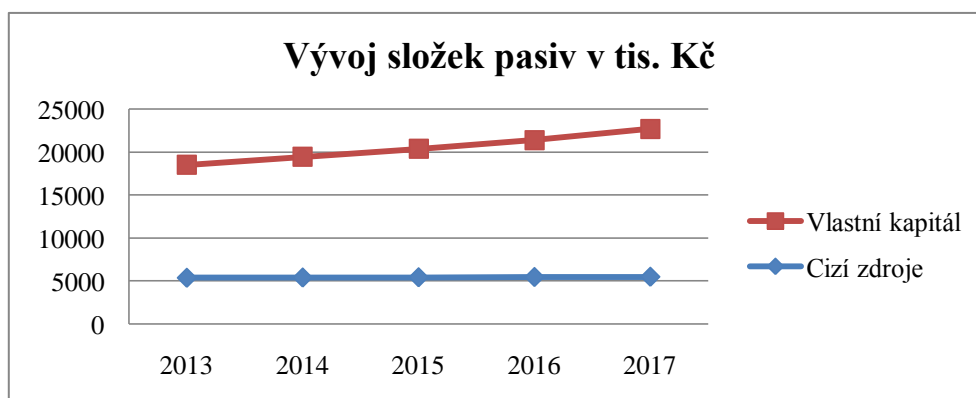
## Rozvaha

V pesimistické variantě podnik neplánuje pořízení nového majetku, pouze modernizaci stávajícího. Zásoby a pohledávky jsou naplánovány metodou procentního podílu na tržbách se zvýšením o 2%. Časové rozlišení aktiv je naplánováno ve stejné výši jako v roce 2012. Vývoj složek aktiv je znázorněn v následujícím grafu.



Graf 27: Vývoj složek aktiv v tis. Kč pro pesimistickou variantu  
(Zdroj: Vlastní zpracování, 2014)

Pasiva mají v pesimistické variantě mírně rostoucí tendenci. Podnik stejně jako v optimistické variantě neplánuje změnu základního kapitálu. Výši vlastního kapitálu ovlivňuje především výsledek hospodaření minulých let a běžného účetního období. Dlouhodobé závazky jsou ponechány ve stejné výši jako v roce 2012 a krátkodobé závazky rostou přímo úměrně s růstem tržeb, tedy o 2%. Jak již bylo zmíněno, podnik neplánuje financování bankovním úvěrem ani finančními výpomocemi, proto tato položka zůstává nulová. Časové rozlišení pasiv zůstává také stejné jako v roce 2012. Vývoj vlastního kapitálu a cizích zdrojů lze vidět na následujícím grafu. Plánovaná rozvaha je uvedena v příloze č. 8.

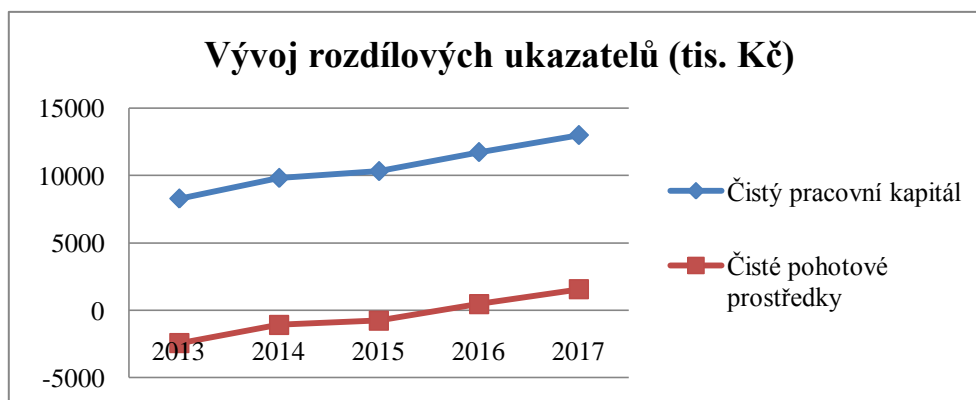


Graf 28: Vývoj složek pasiv v tis. Kč pro pesimistickou variantu  
(Zdroj: Vlastní zpracování, 2014)

## 2.6.4 Finanční analýza pro pesimistickou variantu

### Rozdílové ukazatelé

Čistý pracovní kapitál je i v pesimistické variantě v kladných hodnotách. Nejvyšší hodnoty dosahuje v roce 2017, díky vysokým oběžným aktivům. Čisté pohotové prostředky jsou v plánovaném období v záporných hodnotách, avšak od roku 2016 dosahují kladných hodnot z důvodu vyšší hodnoty finančního majetku.

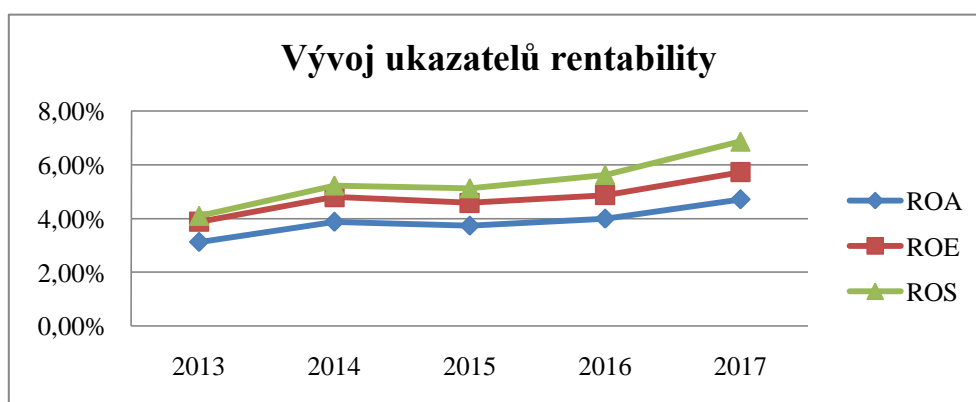


Graf 29: Vývoj rozdílových ukazatelů pro pesimistickou variantu

(Zdroj: Vlastní zpracování, 2014)

### Ukazatelé rentability

Ukazatelé rentability se i v pesimistické variantě finančního plánu pohybují v doporučených hodnotách. V roce 2017 dosahují ukazatelé nejvyšších hodnot v plánovaném období díky vyššímu výsledku hospodaření.



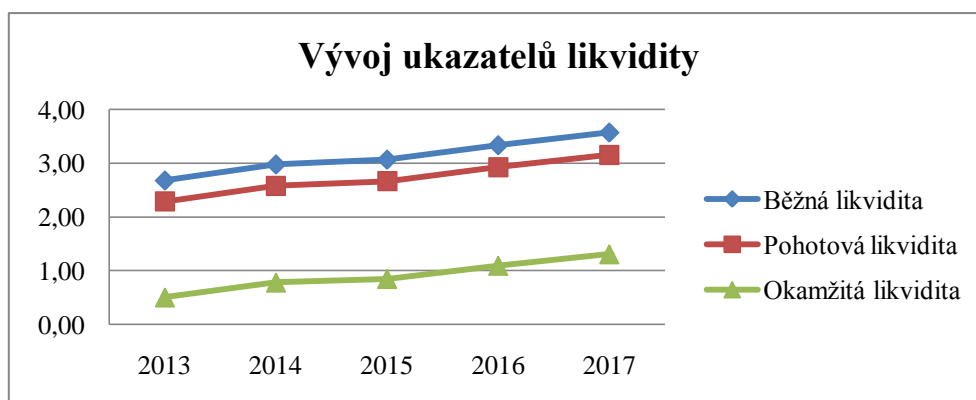
Graf 30: Vývoj ukazatelů rentability pro pesimistickou variantu

(Zdroj: Vlastní zpracování, 2014)



## Ukazatelé likvidity

Ukazatelé likvidity v pesimistické variantě mají stejný vývoj jako ve variantě optimistické. Ukazatelé běžné, pohotové a okamžité likvidity se pohybují v doporučených hodnotách. Z následujícího grafu je patrný růst ukazatelů, díky zvyšování krátkodobého finančního majetku.

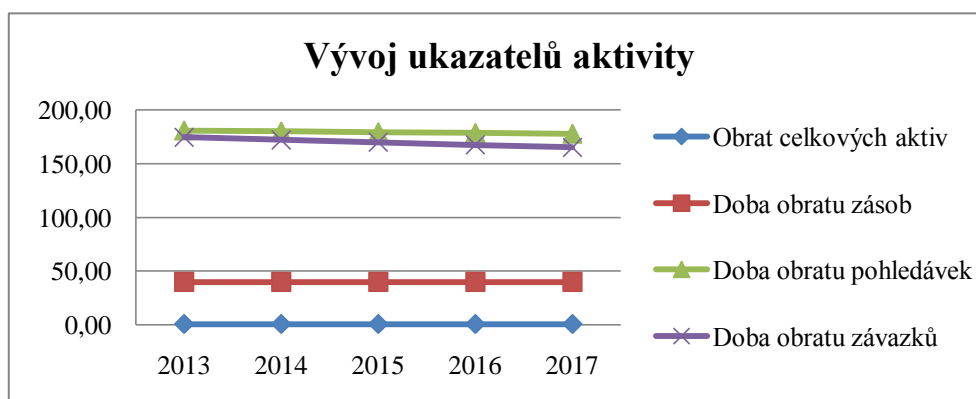


Graf 31: Vývoj ukazatelů likvidity pro pesimistickou variantu

(Zdroj: Vlastní zpracování, 2014)

## Ukazatelé aktivity

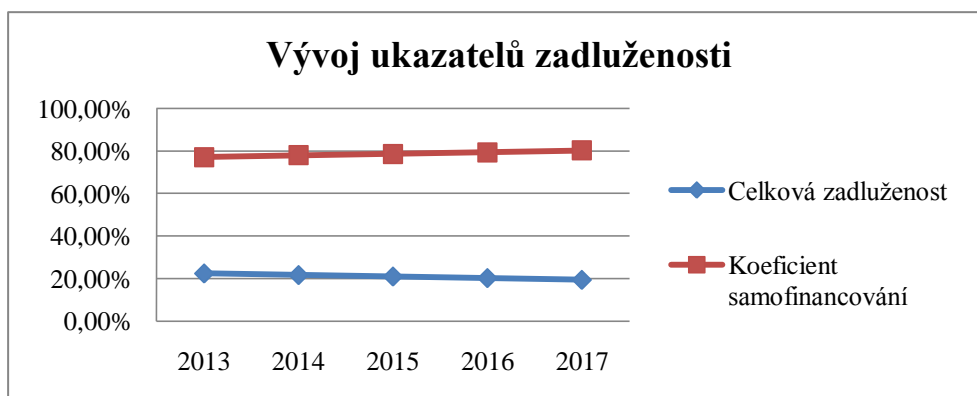
Ukazatelé aktivity mají podobný vývoj jako v optimistické variantě. Doba obratu zásob je stanovena na 40 dní. Doba obratu pohledávek se pohybuje průměrně 179 dní a doba obratu závazků se pohybuje okolo 170 dní. Je zřejmé, že podnik poskytuje tzv. obchodní úvěr, z důvodu vyšších pohledávek oproti závazkům. Vývoj ukazatelů aktivity jsou znázorněny v následujícím grafu.



Graf 32: Vývoj ukazatelů aktivity (Zdroj: Vlastní zpracování, 2014)

## Ukazatelé zadluženosti

Z grafu je patrné, že zadluženost se pohybuje na podobné úrovni a převládá financování vlastními zdroji v poměru 77:23.



Graf 33: Vývoj ukazatelů zadluženosti pro pesimistickou variantu

(Zdroj: Vlastní zpracování, 2014)

### 3 OCENĚNÍ PODNIKU

Po provedených analýzách bylo rozhodnuto o použití výnosové metody pro ocenění. A to metody diskontovaného čistého cash flow entity. Oceněna bude optimistická a pesimistická varianta. Postup ocenění byl popsán v kapitole 1.6.4. Prvním krokem ocenění bude stanovení nákladů na vlastní kapitál, cizí kapitál, ze kterých budou vyčísleny průměrné vážené náklady na kapitál.

#### Náklady na vlastní kapitál

Pro stanovení nákladů na vlastní kapitál se použije metoda CAPM.

- Bezriziková úroková míra 10letých vládních dluhopisů USA ( $r_f$ ) je stanovena k datu 31. 12. 2012 a to **2,53%**.<sup>17</sup>
- Koeficient beta byl zjištěn prostřednictvím webové adresy [www.demodaran.com](http://www.demodaran.com). Z údajů 37 firem v odvětví Farming/Agriculture, byla zjištěna hodnota na úrovni **0,70**.<sup>18</sup>
- Riziková prémie kapitálového trhu USA byla stanovena jako geometrický průměr od roku 1928 – 2012, jeho hodnota je **4,20**.<sup>19</sup>
- Rating České republiky je stanoven podle Moody's jako **A1**.
- Riziková prémie ČR je stanovena podle Demodarana na 1,05% a upravena o změnu inflace mezi roky 2012 – 2011 na hodnotu **2,45%**.<sup>20</sup>
- Pod položkou ostatní přírážky se nachází přírážka za menší likviditu vlastnických podílů ve výši **1,30%**.

Tyto údaje jsou shrnuty v tabulce 24.

---

<sup>17</sup>Daily Treasury Long Term Rate Data. *U.S. Department of the Treasury* [online]. 2014 [cit. 2014-05-14]. Dostupné z: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=longtermrateYear&year=2012>

<sup>18</sup>The Data Page. *Demodaran Online* [online]. 2014 [cit. 2014-05-14]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

<sup>19</sup>Annual Returns on Stock. *Demodaran Online* [online]. 2014 [cit. 2014-05-14]. Dostupné z: [http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/histret.html](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/histret.html)

<sup>20</sup>Indexy spotřebitelských cen. *ČSÚ* [online]. 2014 [cit. 2014-05-14]. Dostupné z: <http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/informace/cisc010913.doc>

Tabulka 24: Náklady vlastního kapitálu - CAPM s rizikovou premií země

$r_f$ (aktuální výnosnost 10letých vládních dluhopisů USA)	2,53%
Beta pro Farming/Agriculture	0,7
Riziková premie kap. trhu USA (geom. průměr 1928-2012)	4,20%
Rating České republiky	A1
Přirážka za riziko selhání pro zajištění ratingového stupně oproti americkým vládním dluhopisům	0,7%
Odhad poměru rizikové premie u akcií oproti dluhopisům	1,5
Riziková premie země	1,05%
Inflační rozdíl	1,40%
Riziková premie země opravená o rozdíl v inflaci (1,4%)	2,45%
Daňová sazba	19%
Beta zadlužené	0,7
Ostatní přirážky	1,35%
<b>Náklady vlastního kapitálu</b>	<b>10,01%</b>

Zdroj: Vlastní zpracování, 2014

Náklady vlastního kapitálu byly vyčísleny pomocí metody CAPM na **10,01%**.

#### Náklady na cizí kapitál

Oceňovaný podnik Zeltr, Agro, a. s. nevyužívá dlouhodobé ani krátkodobé bankovní úvěry. Disponuje pouze dlouhodobými závazky, a to odloženým daňovým závazkem, ze kterých se neplatí úroky. Náklady na cizí kapitál jsou nulové.

#### Průměrné vážené náklady kapitálu

Průměrné vážené náklady na kapitál byly vypočítány podle vzorce v kapitole 1.6.4. Jejich výše činí 10,01%.

Tabulka 25: Průměrné vážené náklady kapitálu

Průměrné vážené náklady kapitálu	Váha	Náklad	Součin
Vlastní kapitál	100,0%	10,01%	10,01%
Cizí kapitál po dani	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Průměrné vážené náklady kapitálu</b>			<b>10,01%</b>

Zdroj: Vlastní zpracování, 2014

### 3.1 OCENĚNÍ OPTIMISTICKÉ VARIANTY

Pro ocenění optimistické varianty je potřebné stanovit náklady na vlastní a cizí kapitál. Poté budou provedeny dvě fáze ocenění.

#### První fáze ocenění optimistické varianty

V první fázi metody diskontovaného CF jsem určila provozně nutný investovaný kapitál, který je součtem provozně nutného DM a provozně nutného pracovního kapitálu.

Tabulka 26: Provozně nutný investovaný kapitál pro optimistickou variantu

<b>Provozně nutný investovaný kapitál</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Dlouhodobý majetek	10 750	10 206	10 690	10 385	10 486
Upravený pracovní kapitál	4 987	5 378	5 790	6 221	6 674
<b>Investovaný kapitál celkem</b>	<b>15 737</b>	<b>15 584</b>	<b>16 480</b>	<b>16 606</b>	<b>17 128</b>

Zdroj: Vlastní zpracování, 2014

Následně jsem stanovila korigovaný výsledek hospodaření. Jedná se o provozní výsledek hospodaření upravený o tržby z dlouhodobého majetku a materiálu a zůstatkovou cenu dlouhodobého majetku a materiálu. Takto upravený provozní výsledek hospodaření se upraví o daň z příjmu. Teoretický výpočet korigovaného výsledku hospodaření je uveden na obrázku č. 1.

Tabulka 27: Korigovaný provozní VH pro optimistickou variantu

<b>Korigovaný výsledek hospodaření</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Korigovaný provozní VH	528	948	1 007	954	1 423
Upravená daň	100	180	191	181	270
<b>Korigovaný prov. VH po dani</b>	<b>428</b>	<b>768</b>	<b>816</b>	<b>773</b>	<b>1 153</b>

Zdroj: Vlastní zpracování, 2014

Pro výpočet diskontovaného volného peněžního toku, jsem stanovila volný peněžní tok a poté jej diskontovala pomocí odúročitele, který je roven průměrným váženým nákladům na

kapitál. Volný peněžní tok je stanoven z korigovaného provozního výsledku hospodaření upraveného o odpisy, nepeněžní operace a investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu. Teoretický výpočet je uveden v tabulce č. 5.

Tabulka 28: Volné diskontované cash flow

<b>Volné CF pro 1. fázi</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	528	948	1 007	954	1 423
Upravená daň	100	180	191	181	270
Korigovaný provozní VH po dani	428	768	816	773	1 153
Odpisy	1 223	1 179	1 119	1 172	1 138
Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv)	0	0	0	0	0
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	-675	-635	-1 603	-867	-1 239
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	-372	-391	-412	-432	-452
<b>FCFF</b>	<b>604</b>	<b>921</b>	<b>-80</b>	<b>646</b>	<b>599</b>
Odúročitel pro diskontní míru: 10,01%	0,9090	0,8264	0,7512	0,6829	0,6208
<b>Diskontované FCFF k 1. 1. 2013</b>	<b>549</b>	<b>761</b>	<b>-60</b>	<b>441</b>	<b>372</b>

Zdroj: Vlastní zpracování, 2014

Z tabulky 28 je patrné, že v roce 2015 volné cash flow dosahuje záporné hodnoty. Tento jev je způsoben plánovanými vyššími investicemi do dlouhodobého majetku. V dalších letech již podnik dosahuje kladných hodnot volného peněžního toku.

Hodnotu podniku v 1. fázi zjistím součtem diskontovaných volných peněžních toků uvedených v předchozí tabulce.

Tabulka 29: Hodnota podniku v 1. fázi ocenění optimistické varianty

<b>Hodnota podniku v 1. fázi (v tis. Kč)</b>	
Současná hodnota 1. fáze	2 063

Zdroj: Vlastní zpracování, 2014

**Celková hodnota první fáze ocenění činí 2 063 000 Kč.**

## Druhá fáze ocenění optimistické varianty

K výpočtu pokračující hodnoty jsem použila Gordonův vzorec a Parametrický vzorec, které poskytly srovnatelné výsledky. Tempo růstu bylo stanoveno dle predikce vývoje HDP podle Ministerstva financí a činí 1,70% <sup>21</sup>. Diskontováním pokračující hodnoty získám současnou hodnotu 2. fáze ocenění.

Tabulka 30: Pokračující hodnota

Pokračující hodnota	
Tempo růstu	1,70%
Míra investic do DM a PK	24,50%
Rentabilita investic netto	6,90%
FCFF 2018	885 tis. Kč
KPVH 2018	1168 tis. Kč
Parametrický vzorec	10 658 tis. Kč
Gordonův vzorec	10 658 tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	6 616 tis. Kč

Zdroj: Vlastní zpracování, 2014

Hodnota druhé fáze ocenění činí **6 616 000 Kč**.

## Výsledná hodnota vlastního kapitálu metodou DCF

Součtem současných hodnot získaných v první a druhé fázi ocenění získám provozní hodnotu brutto. Jak již bylo zmíněno, podnik nedisponuje úročeným cizím kapitálem, proto jeho hodnota je nulová. K provozní hodnotě netto se připočte neprovozní majetek k datu ocenění, tedy nepotřebný finanční majetek ve výši 347 tis. Kč. Výsledná hodnota vlastního kapitálu je stanovena v tabulce 31.

---

<sup>21</sup>Makroekonomická predikce. *Ministerstvo financí ČR* [online]. 2014 [cit. 2014-05-14]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce/2014/makroekonomicka-predikce-duben-2014-17576>

Tabulka 31: Výsledná hodnota podniku

<b>Výnosové ocenění k 1. 1. 2013 (v tis. Kč)</b>	
Současná hodnota 1. fáze	2 063
Současná hodnota 2. fáze	6 616
<b>Provozní hodnota brutto</b>	<b>8 679</b>
Úročný cizí kapitál k datu ocenění	0
<b>Provozní hodnota netto</b>	<b>8 679</b>
Neprovozní majetek k datu ocenění	347
<b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF</b>	<b>9 026</b>

Zdroj: Vlastní zpracování, 2014

**Hodnota vlastního kapitálu společnosti Zeltr Agro, a. s., stanovená metodou DCF entity pro optimistickou variantu, činí 9 026 000 Kč ke dni ocenění 1. 1. 2013.**



### 3.2 OCENĚNÍ PESIMISTICKÉ VARIANTY

Pro pesimistickou variantu jsou stanoveny stejné průměrné vážené náklady kapitálu ve výši 10,01%. Pro ocenění pesimistické varianty se bude postupovat stejným způsobem jako u optimistického ocenění.

#### První fáze ocenění pesimistické varianty

V první fázi metody diskontovaných peněžních toků jsem nejprve určila provozně nutný investovaný kapitál, který je součtem provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu. Hodnota provozně nutného investovaného kapitálu je uvedena v následující tabulce.

Tabulka 32: Provozně nutný investovaný kapitál pro pesimistickou variantu

<b>Provozně nutný investovaný kapitál</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Dlouhodobý majetek	10 700	10 102	10 528	10 161	10 197
Upravený pracovní kapitál	4 764	4 916	5 071	5 229	5 390
<b>Investovaný kapitál celkem</b>	<b>15 464</b>	<b>15 018</b>	<b>15 599</b>	<b>15 390</b>	<b>15 652</b>

Zdroj: Vlastní zpracování, 2014

Následně jsem stanovila výši korigovaného provozního výsledku hospodaření, jedná se o provozní výsledek hospodaření upravený o tržby z dlouhodobého majetku a materiálu a zůstatkovou cenu dlouhodobého majetku a materiálu. Tento výsledek hospodaření se upraví o daň z příjmů. Výpočty jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 33: Korigovaný provozní VH pro pesimistickou variantu

<b>Korigovaný výsledek hospodaření</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Korigovaný provozní VH	313	525	580	686	881
Upravená daň	59	100	110	130	167
<b>Korigovaný prov. VH po dani</b>	<b>254</b>	<b>425</b>	<b>470</b>	<b>556</b>	<b>714</b>

Zdroj: Vlastní zpracování, 2014

Po stanovení korigovaného provozního výsledku hospodaření po dani, jsem zjistila volný peněžní tok, který je upraven o odpisy, nepeněžní operace a investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu. Následně jsem volný peněžní tok diskontovala pomocí odúročitele, který je roven průměrným váženým nákladům na kapitál.

Tabulka 34: Volné diskontované cash flow

<b>Volné CF pro 1. fázi</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	313	525	580	686	881
Upravená daň	59	100	110	130	167
Korigovaný provozní VH po dani	254	425	470	556	714
Odpisy	1 223	1 158	1 093	1 139	1 099
Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv)	0	0	0	0	0
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	-625	-560	-1 519	-772	-1 135
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	-149	-152	-155	-158	-161
<b>FCFF</b>	<b>703</b>	<b>871</b>	<b>-111</b>	<b>764</b>	<b>516</b>
Odúročitel pro diskontní míru: 10,01%	0,9090	0,8264	0,7512	0,6829	0,6208
<b>Diskontované FCFF k 1. 1. 2013</b>	<b>639</b>	<b>720</b>	<b>-84</b>	<b>522</b>	<b>320</b>

Zdroj: Vlastní zpracování, 2014

Z tabulky 34 je patrné, že v roce 2015 volné cash flow dosahuje záporné hodnoty, což je důsledek plánovaných vyšších investic do dlouhodobého majetku. V dalších letech již podnik dosahuje kladných hodnot volného peněžního toku.

Hodnotu podniku v 1. fázi zjistím součtem diskontovaných volných peněžních toků uvedených v předchozí tabulce.

Tabulka 35: Hodnota podniku v první fázi ocenění pro pesimistickou variantu

<b>Hodnota podniku v 1. fázi (v tis. Kč)</b>	
Současná hodnota 1. fáze	2 118

Zdroj: Vlastní zpracování, 2014

Celková hodnota první fáze ocenění činí **2 118 000 Kč**.

## Druhá fáze ocenění pesimistické varianty

K výpočtu pokračující hodnoty jsem využila Gordonův vzorec a parametrický vzorec, které poskytly stejné výsledky. Stejně jako u optimistické varianty je tempo růstu stanoveno dle predikce vývoje HDP podle Ministerstva financí a činí 1,70% <sup>22</sup>. Diskontováním pokračující hodnoty získám současnou hodnotu 2. fáze ocenění.

Tabulka 36: Pokračující hodnota

Pokračující hodnota	
Tempo růstu	1,70%
Míra investic do DM a PK	36,7%
Rentabilita investic netto	4,6%
FCFF 2018	460 tis.Kč
KPVH 2018	726 tis. Kč
Parametrický vzorec	5 535 tis. Kč
Gordonův vzorec	5 535 tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	<b>3 436 tis. Kč</b>

Zdroj: Vlastní zpracování, 2014

Hodnota druhé fáze ocenění činí **3 436 000 Kč**.

## Výsledná hodnota vlastního kapitálu metodou DCF

Součtem současných hodnot získaných v první a druhé fázi ocenění získám provozní hodnotu brutto. Jak již bylo zmíněno, podnik nedisponuje úročeným cizím kapitálem, proto jeho hodnota je nulová. K provozní hodnotě netto se připočte neprovozní majetek k datu ocenění, tedy nepotřebný finanční majetek ve výši 347 tis. Kč. Výsledná hodnota vlastního kapitálu je stanovena v tabulce 37.

---

<sup>22</sup>Makroekonomická predikce. *Ministerstvo financí ČR* [online]. 2014 [cit. 2014-05-14]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce/2014/makroekonomicka-predikce-duben-2014-17576>

Tabulka 37: Výsledná hodnota podniku

<b>Výnosové ocenění k 1. 1. 2013 v tis. Kč</b>	
Současná hodnota 1. fáze	2 118
Současná hodnota 2. fáze	3 436
<b>Provozní hodnota brutto</b>	<b>5 554</b>
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	0
<b>Provozní hodnota netto</b>	<b>5 554</b>
Neprovozní majetek k datu ocenění	347
<b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF</b>	<b>5 901</b>

Zdroj: Vlastní zpracování, 2014

**Hodnota vlastního kapitálu společnosti Zeltr Agro, a. s., stanovená metodou DCF entity pro pesimistickou variantu, činí 5 901 000 Kč ke dni ocenění 1. 1. 2013.**

## ZÁVĚR

Cílem diplomové práce bylo ocenění vybraného podniku pomocí výnosové metody diskontovaného cash flow entity. Pro diplomovou práci jsem zvolila společnost Zeltr, Agro, a. s. Jedná se o zemědělský podnik působící v Olomouckém kraji, zabývající se pěstováním ovoce, zeleniny a hlíz. Ocenění bylo provedeno k 1.1.2013.

V první části diplomové práce byla stanovena teoretická východiska potřebná k oceňování podniku. Byly zde popsány jednotlivé kroky ocenění, které vycházely z odborné literatury.

V praktické části byl nejprve proveden potřebný sběr dat, primárních a sekundárních. Tyto data posloužily pro sestavení strategické analýzy, jejímž úkolem bylo identifikovat relevantní trh, analyzovat konkurenční sílu a prognózovat vývoj trhu. K tomu se použily metody srovnání, komparace a statistická regresní analýza. Pro analýzu vnějšího prostředí byla použita analýza PESTE, popisující politické a legislativní aspekty, ekologické, sociální, technologické a ekonomické faktory. Výsledkem PESTE analýzy byla identifikace podmínek trhu, ovlivňující ekonomickou činnost podniku. Z analýzy vyplynulo, že zemědělství je charakterizováno mzdovou disparitou a zaostává v úrovni průměrných mezd za průměrem ČR. Růst trhu se pohybuje konstantně a nelze předpokládat výrazně větší spotřebu obyvatel. Velikost trhu je také na stejné úrovni, avšak problémem je velký objem dovážených potravin ze zahraničí a tlak na cenovou politiku. Atraktivitu odvětví ovlivňuje možnost získat dotace ze státního rozpočtu či z Evropských dotačních programů. Tyto platby vyplácí Státní zemědělský intervenční fond.

Analýza konkurence byla specifikována pomocí analýzy konkurenčního prostředí Porterova pětifaktorového modelu, který zhodnotil stávající konkurenci, identifikoval hlavní konkurenty, hrozby vstupu nových konkurentů na trh, dodavatelé, odběratelé a substituty. Konkurenční síla podniku se pohybuje mírně nad průměrem oproti ostatním podnikům. Konkurenčními výhodami jsem shledala především kvalitní výrobky, běžnou dostupnost produktů, kvalitní management a výkonný personál. Negativně ohodnocena byla cenová úroveň produktů.

Pro analýzu interního prostředí jsem použila analýzu 7S, hodnotící strategii podniku, organizační strukturu, informační systémy, styl řízení, spolupracovníky, schopnosti a sdílené hodnoty. Úkolem strategické analýzy bylo zmapovat trh, na kterém oceňovaný podnik působí a charakterizovat jej.

Úkolem finanční analýzy bylo prověření finančního zdraví podniku. Z horizontální analýzy vyplynulo, že se jedná o výrobní podnik, který pro provozní činnost získává dotace od Státního intervenčního fondu a Svazu integrované produkce zeleniny. Z výsledků finanční analýzy vyplynula dobrá platební schopnost podniku a hodnoty rentability pohybující se na srovnatelné úrovni s oborovými průměry. Za sledované období podnik vždy dosahoval zisku.

Finanční analýza byla podkladem pro sestavení finančního plánu pro období 2013 – 2017, který byl vypočet pomocí metody procentního podílu na tržbách. Plán jsem vyhotovila ve dvou variantách. Optimistická varianta předpokládala roční růst tržeb o 5%. Pesimistická plánovala růst tržeb o 2%. Z finančního plánu vyplývá růst bilanční sumy oceňovaného podniku, díky nárůstu krátkodobého finančního majetku. Přijaté dotace jsou plánovány ve stejné výši jako v roce 2012, kvůli prozatímnímu nestanovení výše dotací pro Program rozvoje venkova na období 2014 – 2017.

Po zpracování finančního plánu bylo přistoupeno k samotnému ocenění podniku. Pro ocenění jsem vybrala metodu diskontovaného peněžního cash flow založenou na dvou fázích ocenění. Ocenění bylo provedeno pro každou variantu finančního plánu k datu 1.1.2013. Výsledná hodnota ocenění optimistické varianty činí 9 026 000 Kč a výsledná hodnota pro pesimistickou variantu činí 5 901 000 Kč.

## SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

- [1] BLAŽKOVÁ, M. *Marketingové řízení a plánování pro malé a střední firmy*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007. 278 s. ISBN 978-80-247-1535-3.
- [2] BOUCHALÍKOVÁ, A. *Marketingové řízení firmy*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2012. 58 s. Vedoucí bakalářské práce doc. Ing. Vladimír Chalupský, CSc., MBA.
- [3] DEDOUCHOVÁ, M. *Strategie podniku*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 256 s. ISBN 80-7179-603-4.
- [4] HÁLEK, V. *Oceňování majetku v praxi*. 1. vyd. Bratislava: DonauMedia, 2009. 247 s. ISBN 978-80-89364-07-7.
- [5] HOLEČKOVÁ J., GRÜNWARD, R. *Finanční analýza a plánování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, s. r. o., 2007. 318 s. ISBN 978-80-86929-26-2.
- [6] International Valuation Standards 2007. 7. vyd. London. International Valuation Standards Committee, 2007.
- [7] IDW Standard S1 2007.
- [8] JANÍČEK, P. *Expertní inženýrství v systémovém pojetí*. 1. vyd. Praha: Grada, 2013. 592 s. ISBN 978-80-247-4127-7.
- [9] KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [10] KONEČNÝ, M. *Finanční analýza a plánování*. 11. upr. vyd. Brno: Zdeněk Novotný, 2006. 83 s. ISBN 80-7355-061-X.
- [11] KRABEC, T., *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. 264 s. ISBN 978-247-2865-0.
- [12] LANDA, M. *Finanční plánování a likvidita*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2007. 180 s. ISBN 978-80-251-1492-6.
- [13] MÁČE, M. *Finanční analýza obchodních a státních organizací*. 1. vyd. Praha: Grada, 2006. 156 s. ISBN 80-247-1558-9.
- [14] MAREK, P. *Studijní průvodce financemi podniku*. 2. akt. vyd. Praha: Ekopress, 2009. 634 s. ISBN 978-80-86929-49-1.
- [15] MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy*. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, s. r. o., 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- [16] MAŘÍKOVÁ, P. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. Praha: Oeconomica, 2007. 1. vyd. 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6.

- [17] NÝVLTOVÁ, R. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. 1. vyd. Praha: Grada, 2010. 204 s. ISBN 978-80-247-3158-2.
- [18] PALEPU, K. *Business Analysis and Valuation: Using Financial Statements*. 4. vyd. South Western: Thompson, 2007. 336 s. ISBN 978-0-324-30292-9.
- [19] RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza*. 4. vyd. Praha: Grada, 2011. 144 s. ISBN 978-80-247-3916-8.
- [20] SEDLÁČKOVÁ, H. *Strategická analýza*. 2.přepr. a rozš. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006. 121 s. ISBN 80-7179-367-1.

### Internetové zdroje:

- [21] Annual Returns on Stock. *Demodaran Online* [online]. 2014 [cit. 2014-05-14]. Dostupné z:[http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/histret.html](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/histret.html)
- [22] *BRAMKO Semice* [online]. © 2008-2012 [cit. 2014-01-24]. Dostupné z: <http://www.bramko.cz/cs/index.html>
- [23] Daily Treasury Long Term Rate Data. *U.S. Department of the Treasury* [online]. 2014 [cit. 2014-05-14]. Dostupné z: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=longtermrateYear&year=2012>
- [24] Indexy spotřebitelských cen. ČSÚ [online]. 2014 [cit. 2014-05-14]. Dostupné z:<http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/informace/cisc010913.doc>
- [25] Jak začít podnikat v zemědělství. *eAGRI* [online]. 2013 [cit. 2014-01-24]. Dostupné z: [http://eagri.cz/public/web/file/261965/Jak\\_zacit\\_podnikat\\_v\\_zemedelstvi.pdf](http://eagri.cz/public/web/file/261965/Jak_zacit_podnikat_v_zemedelstvi.pdf)
- [26] <http://eagri.cz/public/web/mze/ministerstvo-zemedelstvi/legislativa/>
- [27] Klasifikace ekonomických činností. ČSÚ [online]. 15.7. 2011 [cit. 2014-01-24]. Dostupné z: [http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/klasifikace\\_ekonomickyh\\_cinnosti](http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/klasifikace_ekonomickyh_cinnosti)
- [28] Legislativa. *Ministerstvo životního prostředí* [online]. © 2009-2013 [cit. 2014-01-24]. Dostupné z: <http://www.mzp.cz/cz/legislativa>
- [29] Publikace. ČSÚ [online]. 29.1. 2014 [cit. 2014-01-24]. Dostupné z: [http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/archiv\\_publicaci?OpenDocument#\\_Section8](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/archiv_publicaci?OpenDocument#_Section8)
- [30] Struktura dotačních zdrojů. *eAGRI* [online]. © 2009-2013 [cit. 2014-01-24]. Dostupné z: <http://eagri.cz/public/web/mze/dotace/>
- [31] *SZIF* [online]. © 2000-2014 [cit. 2014-01-24]. Dostupné z: <https://www.szif.cz/irj/portal/anonymous/o-nas/co-je-szif>
- [32] The Data Page. *Demodaran Online* [online]. 2014 [cit. 2014-05-14]. Dostupné z:<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>



- [33] Výpis z obchodního rejstříku. *Veřejný rejstřík a Sbirka listin - Ministerstvo spravedlnosti České republiky* [online]. © 2012-2014 [cit. 2014-01-24]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-vypis?subjektId=isor%3a332582&typ=actual&klic=0efn9t>
- [34] Zelená zpráva 2012. *eAGRI* [online]. © 2009-2013 [cit. 2014-01-24]. Dostupné z: [http://eagri.cz/public/web/file/291876/Zprava\\_o\\_stavu\\_zemedelstvi\\_CR\\_za\\_rok\\_2012.pdf](http://eagri.cz/public/web/file/291876/Zprava_o_stavu_zemedelstvi_CR_za_rok_2012.pdf)
- [35] *ZP Otice* [online]. © 2010-2013 [cit. 2014-01-24]. Dostupné z: <http://www.zpotice.cz/>
- [36] *ZVO* [online]. [2010] [cit. 2014-01-24]. Dostupné z: <http://www.zvo.cz/index.php?pgid=1>

## SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1: Výpočet korigovaného provozního VH.....	27
Obrázek 2: Postup výpočtu hodnoty metodou DCF entity.....	34
Obrázek 3: Dvoufázová metoda.....	35
Obrázek 4: Podíl nezaměstnanosti v Olomouckém kraji.....	44
Obrázek 5: Organizační struktura.....	52

## SEZNAM TABULEK

Tabulka 1: Výpočet rentability.....	23
Tabulka 2: Výpočet likvidity.....	24
Tabulka 3: Výpočet aktivity.....	25
Tabulka 4: Výpočet míry zadluženosti.....	25
Tabulka 5: Výpočet volného cash flow.....	32
Tabulka 6: Odhad velikosti relevantního trhu.....	41
Tabulka 7: Atraktivita trhu.....	41
Tabulka 8: Prognóza vývoje relevantního trhu.....	47
Tabulka 9: Tržní podíl podniku.....	48
Tabulka 10: Hodnocení konkurenční síly.....	48
Tabulka 11: Tržby hlavních konkurentů.....	50
Tabulka 12: SWOT matice.....	53
Tabulka 13: Rozdílové ukazatelé.....	57
Tabulka 14: Ukazatelé rentability.....	57
Tabulka 15: Ukazatelé likvidity.....	58
Tabulka 16: Ukazatelé aktivity.....	59
Tabulka 17: Ukazatelé zadluženosti.....	60
Tabulka 18: Souhrnné ukazatelé.....	61
Tabulka 19: Peníze provozně nutné.....	62

Tabulka 20: Provozně nutný investovaný kapitál.....	62
Tabulka 21: Korigovaný provozní VH.....	63
Tabulka 22: Plán tržeb pro optimistickou variantu .....	64
Tabulka 23: Plán tržeb pro pesimistickou variantu .....	69
Tabulka 24: Náklady vlastního kapitálu - CAPM s rizikovou premií země .....	76
Tabulka 25: Průměrné vážené náklady kapitálu.....	76
Tabulka 26: Provozně nutný investovaný kapitál pro optimistickou variantu .....	77
Tabulka 27: Korigovaný provozní VH pro optimistickou variantu .....	77
Tabulka 28: Volné diskontované cash flow .....	78
Tabulka 29: Hodnota podniku v 1. fázi ocenění optimistické varianty.....	78
Tabulka 30: Pokračující hodnota.....	79
Tabulka 31: Výsledná hodnota podniku.....	80
Tabulka 32: Provozně nutný investovaný kapitál pro pesimistickou variantu.....	81
Tabulka 33: Korigovaný provozní VH pro pesimistickou variantu .....	81
Tabulka 34: Volné diskontované cash flow .....	82
Tabulka 35: Hodnota podniku v první fázi ocenění pro pesimistickou variantu.....	82
Tabulka 36: Pokračující hodnota.....	83
Tabulka 37: Výsledná hodnota podniku.....	84

## **SEZNAM GRAFŮ**

Graf 1: Hrubý domácí produkt .....	45
Graf 2: Míra inflace .....	46
Graf 3: Produkce zemědělského odvětví .....	46
Graf 4: Vývoj tržeb konkurentů.....	50
Graf 5: Struktura aktiv .....	54
Graf 6: Vývoj složek aktiv.....	54
Graf 7: Struktura pasiv .....	55

Graf 8: Vývoj složek pasiv .....	55
Graf 9: Struktura nákladů .....	56
Graf 10: Struktura výnosů .....	56
Graf 11: Vývoj ukazatelů rentability .....	58
Graf 12: Vývoj ukazatelů likvidity .....	59
Graf 13: Vývoj ukazatelů aktivity .....	60
Graf 14: Vývoj ukazatelů zadluženosti .....	60
Graf 15: Korigovaný provozní výsledek hospodaření.....	63
Graf 16: VH za účetní období pro optimistickou variantu .....	65
Graf 17: Plánovaný čistý peněžní tok pro optimistickou variantu .....	65
Graf 18: Plánovaný vývoj složek aktiv pro optimistickou variantu .....	66
Graf 19: Plánovaný vývoj složek pasiv pro optimistickou variantu.....	66
Graf 20: Vývoj rozdílových ukazatelů pro optimistickou variantu.....	67
Graf 21: Vývoj ukazatelů rentability pro optimistickou variantu.....	67
Graf 22: Vývoj ukazatelů likvidity pro optimistickou variantu .....	68
Graf 23: Vývoj ukazatelů aktivity pro optimistickou variantu.....	68
Graf 24: Vývoj ukazatelů zadluženosti pro optimistickou variantu .....	69
Graf 25: VH za účetní období pro pesimistickou variantu .....	70
Graf 26: Plánovaný čistý peněžní tok pro pesimistickou variantu .....	70
Graf 27: Vývoj složek aktiv v tis. Kč pro pesimistickou variantu .....	71
Graf 28: Vývoj složek pasiv v tis. Kč pro pesimistickou variantu .....	71
Graf 29: Vývoj rozdílových ukazatelů pro pesimistickou variantu.....	72
Graf 30: Vývoj ukazatelů rentability pro pesimistickou variantu .....	72
Graf 31: Vývoj ukazatelů likvidity pro pesimistickou variantu .....	73
Graf 32: Vývoj ukazatelů aktivity .....	73
Graf 33: Vývoj ukazatelů zadluženosti pro pesimistickou variantu.....	74

## **SEZNAM PŘÍLOH**

Příloha č. 1 Rozvaha 2008 - 2012

Příloha č. 2 Výkaz zisků a ztrát 2008 - 2012

Příloha č. 3 Horizontální analýza

Příloha č. 4 Vertikální analýza

Příloha č. 5 Plánovaná rozvaha pro optimistickou variantu

Příloha č. 6 Plánovaný výkaz zisků a ztrát pro optimistickou variantu

Příloha č. 7 Plánované Cash flow pro optimistickou variantu

Příloha č. 8 Plánovaná rozvaha pro pesimistickou variantu

Příloha č. 9 Plánovaný výkaz zisků a ztrát pro pesimistickou variantu

Příloha č. 10 Plánované Cash flow pro pesimistickou variantu

## Příloha č. 1 Rozvaha 2008 – 2012

Rozvaha– aktiva k 31.12. v tis. Kč netto	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Aktiva celkem</b>	23 388	25 651	25 860	23 547	23 212
<b>B. Dlouhodobý majetek</b>	12 639	11 540	12 681	12 498	11 298
B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek	12 639	11 540	12 681	12 498	11 298
B.II.1. Pozemky	524	524	524	524	524
B.II.2. Stavby	9 021	8 726	8 238	9 630	9 095
B.II.3. Samostatné movité věci a soubory	3 094	2 290	3 919	2 344	1 679
B.III. Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
<b>C. Oběžná aktiva</b>	10 712	13 820	13 163	10 939	11 875
C.I. Zásoby	1 520	1 885	880	1 314	1 897
C.I.1. Materiál	467	472	281	566	597
C.I.3. Výrobky	1 053	1 413	599	748	1 300
C.III. Krátkodobé pohledávky	7 548	8 899	9 557	8 081	8 649
C.III.1. Pohledávky z obchodních vztahů	5 120	6 850	8 212	6 678	6 704
C.III.3. Pohledávky - podstatný vliv	80	40	0	0	0
C.III.6. Stát – daňové pohledávky	540	379	0	0	442
C.III.7. Krátkodobé poskytnuté zálohy	1 591	414	129	333	340
C.III.8. Dohadné účty aktivní	217	183	157	1 070	261
C.III.9. Jiné pohledávky	0	1 033	1 059	0	902
C.IV. Krátkodobý finanční majetek	1 644	3 036	2 726	1 544	1 329
C.IV.1. Peníze	257	76	26	292	92
C.IV.2. Účty v bankách	1 387	2 960	2 700	1 252	1 237
<b>D.I. Časové rozlišení</b>	37	291	16	110	39
D.I.1. Náklady příštích období	37	291	16	110	39

Rozvaha – pasiva k 31.12. v tis. Kč	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Pasiva celkem</b>	23 388	25 651	25 860	23 547	23 212
<b>A. Vlastní kapitál</b>	16 967	17 296	18 264	18 858	17 772
A.I. Základní kapitál	10 589	10 589	10 589	10 589	10 589
A.I.1.Základní kapitál	10 589	10 589	10 589	10 589	10 589
A.III. Rezervní fondy	548	1580	1931	2480	2480
A.III.1.Zákonný rezervní fond	548	1 580	1 931	2 480	2 480
A.III. 2. Statutární a ostatní fondy	0	0	0	0	0
A.IV. Výsledek hospodaření minulých let	4 194	4 194	4 194	3 194	4 245
A.IV.1.Nerozdělený zisk minulých let	4 194	4 194	4 194	3 194	4 245
A.IV.2. Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0	0
A.V. Výsledek hospodaření běžného úč.období (+-)	1 636	933	1 568	2 595	458
<b>B. Cizí zdroje</b>	6 421	8 355	7 541	4 689	5 341
B.I. Rezervy	1 500	3 000	3 000	0	0
B.I.1.Rezervy podle zvláštních právních předpisů	1 500	3 000	3 000	0	0
B.II. Dlouhodobé závazky	433	433	433	433	433
B.II.10.Odložený daňový závazek	433	433	433	433	433
B.III. Krátkodobé závazky	3 754	4 922	4 108	4 256	4 908
B.III.1.Závazky z obchodních vztahů	1 742	2 631	1 554	1 679	1 434
4.Závazky ke společníkům	1200	1593	1710	1200	2575
5.Závazky k zaměstnancům	136	198	122	214	116
6.Závazky ze sociál.zabezpeč. a zdrav.pojišť.	155	112	151	298	198
7.Stát –daňové závazky a dotace	20	96	257	298	130
10.Dohadné účty pasivní	123	135	126	167	50
11.Jiné závazky	378	157	188	400	405
B.IV. Bankovní úvěry a výpomoci	734	0	0	0	0
B.IV.1. Bankovní úvěry dlouhodobé	734	0	0	0	0
C.I. Časové rozlišení	0	0	55	0	99
C.I.1. Výdaje příštích období	0	0	55	0	99

## Příloha č. 2 Výkaz zisků a ztrát 2008 - 2012

Položka k 31.12. v tis. Kč	2008	2009	2010	2011	2012
<b>II. Výkony</b>	16 756	17 438	17 224	16 785	17 695
II.1. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	17 219	17 077	14 298	16 635	17 144
2. Změna stavu zásob vlastní činnosti	-463	361	2 926	150	551
B. Výkonová spotřeba	8 740	8 189	9 967	10 875	9 983
B.1. Spotřeba materiálu a energie	5 735	5 938	5 505	6 130	6 345
2. Služby	3 005	2 251	4 462	4 745	3 638
<b>+ Přidaná hodnota</b>	8 016	9 249	7 257	5 910	7 712
C. Osobní náklady	6 893	5 977	5 219	8 111	7 964
C.1. Mzdové náklady	5 262	4 822	4 187	6 166	6 090
3. Náklady na sociální zabezpečení a zdrav. pojištění	1 606	1 098	976	1 888	1 817
4. Sociální náklady	25	57	56	57	57
D. Daně a poplatky	56	49	51	83	64
E. Odpisy dlouhodobého majetku	868	1188	1467	1302	1333
III. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	1680	1288	1777	2474	2880
III.1. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0	4	0	0	0
2. Tržby z prodeje materiálu	1680	1284	1777	2474	2880
F. Zůstatková cena prodaného dl. majetku a materiálu	1 686	1 237	1 490	2 457	2 635
2. Prodaný materiál	1686	1237	1490	2457	2635
G. Změna stavu rezerv a op.položek v provozní oblasti	-1 300	1 500	0	-3 000	0
IV. Ostatní provozní výnosy	2765	1829	2574	4644	2398
H. Ostatní provozní náklady	614	536	507	673	689
<b>* Provozní výsledek hospodaření</b>	3 644	1 879	2 874	3 402	305
N. Nákladové úroky	12	23	0	0	0
XI. Ostatní finanční výnosy	92	109	10	1	198
O. Ostatní finanční náklady	1741	860	1058	292	13
<b>* Finanční výsledek hospodaření</b>	-1 661	-774	-1 048	-291	185
Q. Daň z příjmů za běžnou činnost	347	172	258	516	32
Q.1. - splatná	347	172	258	516	32
<b>** Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	1 636	933	1 568	2 595	458
XIII. Mimořádné výnosy	0	0	3741	0	0
R. Mimořádné náklady	0	0	3741	0	0
<b>*** Výsledek hospodaření za účetní období (+,-)</b>	1636	933	1568	2595	458
<b>**** Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	1983	1105	1826	3111	490



Příloha č. 3 Horizontální analýza

<b>HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>9/8</b>	<b>2010</b>	<b>10/9</b>	<b>2011</b>	<b>11/10</b>	<b>2012</b>	<b>12/11</b>
Tržby za prodej zboží	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výkony	16 756	17 438	4,07%	17 224	-1,23%	16 785	-2,55%	17 695	5,42%
Tržby z prodeje DM a materiálu	1680	1288	-23,33%	1777	37,97%	2474	39,22%	2880	16,41%
Ostatní provozní výnosy	2765	1829	-33,85%	2574	40,73%	4644	80,42%	2398	-48,36%
Výnosové úroky	0	0	x	0	x	0	x	0	x
Ostatní finanční výnosy	92	109	18,48%	10	-90,83%	1	-90,00%	198	19700,00%
Mimořádné výnosy	0	0	0,00%	3741	x	0	100,00%	0	x
<b>Výnosy celkem</b>	<b>21293</b>	<b>20644</b>	<b>-3,05%</b>	<b>25326</b>	<b>22,68%</b>	<b>23904</b>	<b>-5,61%</b>	<b>23171</b>	<b>-3,07%</b>
Náklady vynaložené na prod. zboží	0	0	x	0	x	0	x	0	x
Výkonová spotřeba	8 740	8 189	-6,30%	9 967	21,71%	10 875	9,11%	9 983	-8,20%
Osobní náklady	6 893	5 977	-13,29%	5 219	-12,68%	8 111	55,41%	7 964	-1,81%
Daně a poplatky	56	49	-12,50%	51	4,08%	83	62,75%	64	-22,89%
Odpisy DNM a DHM	868	1188	36,87%	1467	23,48%	1302	-11,25%	1333	2,38%
ZC prodaného DHM a materiálu	1 686	1 237	-26,63%	1 490	20,45%	2 457	64,90%	2 635	7,24%
Změna stavu rezerv	-1300	0	100,00%	0	x	-3000	x	0	-100,00%
Ostatní provozní náklady	614	536	-12,70%	507	-5,41%	673	32,74%	689	2,38%
Nákladové úroky	12	23	91,67%	0	100,00%	0	x	0	x
Ostatní finanční náklady	1741	860	-50,60%	1058	23,02%	292	-72,40%	13	-95,55%
Daň z příjmů za běžnou činnost	347	172	-50,43%	258	50,00%	516	100,00%	32	-93,80%
Mimořádné náklady	0	0	0,00%	3 741	x	0	100,00%	0	x
<b>Náklady celkem</b>	<b>19657</b>	<b>18494</b>	<b>-5,92%</b>	<b>20017</b>	<b>8,24%</b>	<b>21309</b>	<b>6,45%</b>	<b>22713</b>	<b>6,59%</b>

#### Příloha č. 4 Vertikální analýza

VERTIKÁLNÍ ANALÝZA	2008		2009		2010		2011		2012	
Tržby za prodej zboží	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Výkony	16 756	78,69%	17 438	84,47%	17 224	68,01%	16 785	70,22%	17 695	76,37%
Tržby z prodeje DM a materiálu	1680	7,89%	1 288	6,24%	1 777	7,02%	2 474	10,35%	2 880	12,43%
Ostatní provozní výnosy	2765	12,99%	1 829	8,86%	2 574	10,16%	4 644	19,43%	2 398	10,35%
Výnosové úroky	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Ostatní finanční výnosy	92	0,43%	109	0,53%	10	0,04%	1	0,00%	198	0,85%
Mimořádné výnosy	0	0,00%	0	0,00%	3 741	14,77%	0	0,00%	0	0,00%
<b>Výnosy celkem</b>	<b>21293</b>	<b>100%</b>	<b>20 644</b>	<b>100%</b>	<b>25 326</b>	<b>100%</b>	<b>23 904</b>	<b>100%</b>	<b>23 171</b>	<b>100%</b>
Náklady vynaložené na prod. zboží	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Výkonová spotřeba	8 740	44,46%	8 189	44,28%	9 967	49,79%	10 875	51,03%	9 983	43,95%
Osobní náklady	6 893	35,07%	5 977	32,32%	5 219	26,07%	8 111	38,06%	7 964	35,06%
Daně a poplatky	56	0,28%	49	0,26%	51	0,25%	83	0,39%	64	0,28%
Odpisy DNM a DHM	868	4,42%	1 188	6,42%	1 467	7,33%	1 302	6,11%	1 333	5,87%
ZC prodaného DHM a materiálu	1 686	8,58%	1 237	6,69%	1 490	7,44%	2 457	11,53%	2 635	11,60%
Změna stavu rezerv	-1300	-6,61%	0	0,00%	0	0,00%	-3 000	-14,08%	0	0,00%
Ostatní provozní náklady	614	3,12%	536	2,90%	507	2,53%	673	3,16%	689	3,03%
Nákladové úroky	12	0,06%	23	0,12%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Ostatní finanční náklady	1741	8,86%	860	4,65%	1 058	5,29%	292	1,37%	13	0,06%
Daň z příjmů za běžnou činnost	347	1,77%	172	0,93%	258	1,29%	516	2,42%	32	0,14%
Mimořádné náklady	0	0,00%	0	0,00%	3 741	18,69%	0	0,00%	0	0,00%
<b>Náklady celkem</b>	<b>19657</b>	<b>100%</b>	<b>18 494</b>	<b>100%</b>	<b>20 017</b>	<b>100%</b>	<b>21 309</b>	<b>100%</b>	<b>22 713</b>	<b>100%</b>

Příloha č. 5 Plánovaná rozvaha pro optimistickou variantu

Rozvaha– aktiva k 31.12. v tis. Kč netto*	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Aktiva celkem</b>	24222	25669	27191	28679	30655
<b>B. Dlouhodobý majetek</b>	10750	10206	10690	10385	10486
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek	10750	10206	10690	10385	10486
B.II.1. Pozemky	524	524	524	524	524
B.II.2. Stavby	8463	7831	8223	7820	7819
B.II.3. Samostatné movité věci a soubory	1763	1851	1944	2041	2143
<b>C. Oběžná aktiva</b>	13433	15424	16462	18255	20130
C.I. Zásoby	1992	2091	2196	2306	2421
C.III. Krátkodobé pohledávky	8984	9336	9706	10094	10501
C.IV. Krátkodobý finanční majetek	2457	3996	4560	5855	7208
<b>D.I. Časové rozlišení</b>	39	39	39	39	39

Rozvaha – pasiva k 31.12. v tis. Kč	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Pasiva celkem</b>	24222	25668	27191	28679	30655
<b>A. Vlastní kapitál</b>	18710	20081	21525	22930	24819
A.I. Základní kapitál	10589	10589	10589	10589	10589
A.III. Rezervní fondy	2480	2480	2480	2480	2480
A.IV. Výsledek hospodaření minulých let	4703	5641	7012	8456	9861
A.IV.1. Nerozdělený zisk minulých let	4703	5641	7012	8456	9861
A.V. Výsledek hospodaření běžného úč.období (+-)	938	1371	1444	1405	1889
<b>B. Cizí zdroje</b>	5413	5488	5567	5650	5737
B.II. Dlouhodobé závazky	433	433	433	433	433
B.III. Krátkodobé závazky	4980	5055	5134	5217	5304
B.IV. Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0
C.I. Časové rozlišení	99	99	99	99	99

## Příloha č. 6 Plánovaný výkaz zisků a ztrát pro optimistickou variantu

Položka k 31.12. v tis. Kč	2013	2014	2015	2016	2017
<b>II. Výkony</b>	18552	19452	20397	21390	22432
II.1. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	18001	18901	19846	20839	21881
2. Změna stavu zásob vlastní činnosti	551	551	551	551	551
<b>B. Výkonová spotřeba</b>	10482	11006	11557	12134	12741
B.1. Spotřeba materiálu a energie	6662	6995	7345	7712	8098
2. Služby	3820	4011	4211	4422	4643
<b>+ Přidaná hodnota</b>	8070	8446	8841	9255	9690
<b>C. Osobní náklady</b>	7964	7964	8359	8774	8774
C.1. Mzdové náklady	6090	6090	6395	6714	6714
3. Náklady na sociální zabezpečení a zdrav. Pojištění	1817	1817	1908	2003	2003
4. Sociální náklady	57	57	57	57	57
<b>D. Daně a poplatky</b>	64	64	64	64	64
<b>E. Odpisy dlouhodobého majetku</b>	1223	1179	1119	1172	1138
<b>III. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu</b>	3024	3175	3334	3501	3676
<b>F. Zůstatková cena prodaného dl.majetku a materiálu</b>	2767	2905	3050	3203	3363
<b>IV. Ostatní provozní výnosy</b>	2398	2398	2398	2398	2398
<b>H. Ostatní provozní náklady</b>	689	689	689	689	689
<b>* Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>785</b>	<b>1218</b>	<b>1291</b>	<b>1252</b>	<b>1736</b>
<b>XI. Ostatní finanční výnosy</b>	198	198	198	198	198
<b>O. Ostatní finanční náklady</b>	13	13	13	13	13
<b>* Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>185</b>	<b>185</b>	<b>185</b>	<b>185</b>	<b>185</b>
<b>Q. Daň z příjmů za běžnou činnost</b>	32	32	32	32	32
<b>** Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	938	1371	1444	1405	1889
<b>*** Výsledek hospodaření za účetní období (+,-)</b>	<b>938</b>	<b>1371</b>	<b>1444</b>	<b>1405</b>	<b>1889</b>
<b>**** Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>970</b>	<b>1403</b>	<b>1476</b>	<b>1437</b>	<b>1921</b>

Příloha č. 7 Plánované Cash flow pro optimistickou variantu

		2013	2014	2015	2016	2017
P.	<b>Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku účetního období</b>	<b>1 329</b>	<b>2 457</b>	<b>3 996</b>	<b>4 560</b>	<b>5 855</b>
Peněžní toky z provozní činnosti						
Z.	Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	970	1 403	1 476	1 437	1 921
A. 1	Úpravy o nepeněžní operace	1 223	1 179	1 119	1 172	1 138
A. 1 1	Odpisy stálých aktiv a umořování opravné položky k nabytému majetku	1 223	1 179	1 119	1 172	1 138
A. *	Čistý peněžní tok z prov. činnosti před zdaněním, změnami prac. kapitálu a mim.položkami	2 193	2 582	2 595	2 609	3 059
A. 2	Změny stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu	-358	-376	-396	-415	-435
A. 2 1	Změna stavu pohledávek z provozní činnosti, přechodných účtů aktiv	-335	-352	-370	-388	-407
A. 2 2	Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti, přechodných účtů pasiv	72	75	79	83	87
A. 2 3	Změna stavu zásob	-95	-99	-105	-110	-115
A. **	Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a mimořádnými položkami	1 835	2 206	2 199	2 194	2 624
A. 3	Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost a doměrky daně za minulá období	-32	-32	-32	-32	-32
A. ** *	<b>Čistý peněžní tok z provozní činnosti</b>	<b>1 803</b>	<b>2 174</b>	<b>2 167</b>	<b>2 162</b>	<b>2 592</b>
Peněžní toky z investiční činnosti						
B. 1	Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-675	-635	-1 603	-867	-1 239
B. ** *	<b>Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti</b>	<b>-675</b>	<b>-635</b>	<b>-1 603</b>	<b>-867</b>	<b>-1 239</b>
Peněžní toky z finančních činností						
C. ** *	<b>Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
F.	Čisté zvýšení resp. snížení peněžních prostředků	1 128	1 539	564	1 295	1 353
R.	<b>Stav peněžních prostředků a pen. Ekvivalentů na konci účetního období</b>	<b>2 457</b>	<b>3 996</b>	<b>4 560</b>	<b>5 855</b>	<b>7 208</b>

Příloha č. 8 Plánovaná rozvaha pro pesimistickou variantu

Rozvaha– aktiva k 31.12. v tis. Kč netto*	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Aktiva celkem</b>	23957	24918	25882	26955	28285
<b>B. Dlouhodobý majetek</b>	10700	10102	10528	10161	10197
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek	10700	10102	10528	10161	10197
B.II.1. Pozemky	524	524	524	524	524
B.II.2. Stavby	8463	7831	8223	7820	7819
B.II.3. Samostatné movité věci a soubory	1713	1747	1782	1817	1854
<b>C. Oběžná aktiva</b>	13218	14777	15314	16755	18049
C.I. Zásoby	1935	1974	2013	2053	2094
C.III. Krátkodobé pohledávky	8783	8920	9059	9202	9347
C.IV. Krátkodobý finanční majetek	2500	3884	4242	5500	6608
<b>D.I. Časové rozlišení</b>	39	39	39	39	39

Rozvaha – pasiva k 31.12. v tis. Kč	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Pasiva celkem</b>	23957	24918	25882	26955	28285
<b>A. Vlastní kapitál</b>	18488	19421	20354	21397	22696
A.I. Základní kapitál	10589	10589	10589	10589	10589
A.III. Rezervní fondy	2480	2480	2480	2480	2480
A.IV. Výsledek hospodaření minulých let	4703	5419	6352	7285	8328
A.IV.1. Nerozdělený zisk minulých let	4703	5419	6352	7285	8328
A.V. Výsledek hospodaření běžného úč.období (+-)	716	933	933	1043	1299
<b>B. Cizí zdroje</b>	5370	5399	5429	5459	5490
B.II. Dlouhodobé závazky	433	433	433	433	433
B.III. Krátkodobé závazky	4937	4966	4996	5026	5057
B.IV. Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0
C.I. Časové rozlišení	99	99	99	99	99

## Příloha č. 9 Plánovaný výkaz zisků a ztrát pro pesimistickou variantu

Položka k 31.12. v tis. Kč	2013	2014	2015	2016	2017
<b>II. Výkony</b>	18038	18388	18744	19108	19479
II.1. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	17487	17837	18193	18557	18928
2. Změna stavu zásob vlastní činnosti	551	551	551	551	551
<b>B. Výkonová spotřeba</b>	10183	10386	10594	10806	11022
B.1. Spotřeba materiálu a energie	6472	6601	6733	6868	7005
2. Služby	3711	3785	3861	3938	4017
<b>+ Přidaná hodnota</b>	7855	8002	8150	8302	8457
<b>C. Osobní náklady</b>	7964	7964	8122	8122	8122
C.1. Mzdové náklady	6090	6090	6212	6212	6212
3. Náklady na sociální zabezpečení a zdrav. Pojištění	1817	1817	1853	1853	1853
4. Sociální náklady	57	57	57	57	57
<b>D. Daně a poplatky</b>	64	64	64	64	64
<b>E. Odpisy dlouhodobého majetku</b>	1223	1158	1093	1139	1099
<b>III. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu</b>	2938	2996	2996	3056	3117
<b>F. Zůstatková cena prodaného dl.majetku a materiálu</b>	2688	2741	2796	2852	2852
<b>IV. Ostatní provozní výnosy</b>	2398	2398	2398	2398	2398
<b>H. Ostatní provozní náklady</b>	689	689	689	689	689
<b>* Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>563</b>	<b>780</b>	<b>780</b>	<b>890</b>	<b>1146</b>
<b>XI. Ostatní finanční výnosy</b>	198	198	198	198	198
<b>O. Ostatní finanční náklady</b>	13	13	13	13	13
<b>* Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>185</b>	<b>185</b>	<b>185</b>	<b>185</b>	<b>185</b>
<b>Q. Daň z příjmů za běžnou činnost</b>	32	32	32	32	32
<b>** Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	716	933	933	1043	1299
<b>*** Výsledek hospodaření za účetní období (+,-)</b>	<b>716</b>	<b>933</b>	<b>933</b>	<b>1043</b>	<b>1299</b>
<b>**** Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>748</b>	<b>965</b>	<b>965</b>	<b>1075</b>	<b>1331</b>

Příloha č. 10 Plánované Cash flow pro pesimistickou variantu

		2013	2014	2015	2016	2017
P.	<b>Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku účetního období</b>	<b>1 329</b>	<b>2 500</b>	<b>3 884</b>	<b>4 242</b>	<b>5 500</b>
Peněžní toky z provozní činnosti						
Z.	Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	748	965	965	1 075	1 331
A. 1	Úpravy o nepeněžní operace	1 223	1 158	1 093	1 139	1 099
A. 1 1	Odpisy stálých aktiv a umořování opravné položky k nabytému majetku	1 223	1 158	1 093	1 139	1 099
A. *	Čistý peněžní tok z prov. činnosti před zdaněním, změnami prac. kapitálu a mim. položkami	1 971	2 123	2 058	2 214	2 430
A. 2	Změny stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu	-143	-147	-149	-152	-155
A. 2 1	Změna stavu pohledávek z provozní činnosti, přechodných účtů aktiv	-134	-137	-139	-143	-145
A. 2 2	Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti, přechodných účtů pasiv	29	29	30	30	31
A. 2 3	Změna stavu zásob	-38	-39	-40	-39	-41
A **	Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a mimořádnými položkami	1 828	1 976	1 909	2 062	2 275
A. 3	Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost a doměrky daně za minulá období	-32	-32	-32	-32	-32
A ***	<b>Čistý peněžní tok z provozní činnosti</b>	<b>1 796</b>	<b>1 944</b>	<b>1 877</b>	<b>2 030</b>	<b>2 243</b>
Peněžní toky z investiční činnosti						
B. 1	Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-625	-560	-1 519	-772	-1 135
B. **	<b>Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti</b>	<b>-625</b>	<b>-560</b>	<b>-1 519</b>	<b>-772</b>	<b>-1 135</b>
Peněžní toky z finančních činností						
C. **	<b>Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
F.	Čisté zvýšení resp. snížení peněžních prostředků	1 171	1 384	358	1 258	1 108
R.	<b>Stav peněžních prostředků a pen. Ekvivalentů na konci účetního období</b>	<b>2 500</b>	<b>3 884</b>	<b>4 242</b>	<b>5 500</b>	<b>6 608</b>