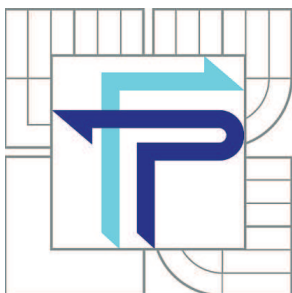


VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV EKONOMIKY

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUTE OF ECONOMICS

OCENĚNÍ PODNIKU VÝNOSOVÝMI METODAMI

INCOME BASED BUSINESS VALUATION

DIPLOMOVÁ PRÁCE
MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE
AUTHOR

Bc. VLADIMÍR MUSIL

VEDOUCÍ PRÁCE
SUPERVISOR

doc. Ing. ROMANA ČIŽINSKÁ, Ph.D.

BRNO 2013

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Musil Vladimír, Bc.

Podnikové finance a obchod (6208T090)

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č.111/1998 o vysokých školách, Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně a Směrnicí děkana pro realizaci bakalářských a magisterských studijních programů zadává diplomovou práci s názvem:

Ocenění podniku výnosovými metodami

v anglickém jazyce:

Income Based Business Valuation

Pokyny pro vypracování:

Úvod a cíle práce

Teoretická východiska ocenění podniku

Strategická analýza vybraného podniku

Analýza finančního zdraví vybraného podniku

Návrh finančního plánu

Návrh ocenění vlastního kapitálu vybraného podniku

Shrnutí a závěr

Seznam použité literatury

Přílohy

Zhodnocení a závěr

Seznam odborné literatury:

KISLINGEROVÁ, E. Manažerské finance. 2. přepr. a dopl. vyd. Praha: C.H.Beck, 2007. 745 s. ISBN 978-80-7179-903-0.

MAŘÍK, M. Metody oceňování podniku. Proces ocenění základní metody a postupy. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍK, M. Metody oceňování podniku pro pokročilé. Hlubší pohled na vybrané problémy. Praha: Ekopress, 2012. ISBN 978-80-86929-80-4.

SEDLÁČEK, J. Finanční analýza podniku. 2. vyd. Brno: Computer Press, 2011. 152 s. ISBN 978-80-251-3386-6.

Vedoucí diplomové práce: doc. Ing. Romana Čížinská, Ph.D.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2012/2013.

L.S.

doc. Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.
Ředitel ústavu

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.
Děkan fakulty

V Brně, dne 29.04.2013

Abstrakt

Předmětem předložené diplomové práce je návrh ocenění podniku AGRAS Bohdalov, a.s. na základě výnosových metod. Teoretická část práce se zabývá definicí podniku, kategorií hodnot a důvody k ocenění, včetně popisu jednotlivých metod při ocenění a konkrétního postupu. Praktická část je věnována samotnému ocenění podniku na úrovni „fair value“, kterému předchází zpracování strategické a finanční analýzy a dlouhodobého finančního plánu. Ocenění je provedeno k 1. 1. 2012 a bude k dispozici výhradně pro interní záležitosti podniku.

Abstract

This thesis focuses on a business valuation proposal of company AGRAS Bohdalov, a.s. using income-based valuation methods. The theoretical part deals with definitions of business, category of value and reasons for valuation, including the description of valuation methods and the specific process. The practical part is devoted to the valuation of the company fair value, preceded by the strategic and financial analysis and long-term financial plan. The valuation is made to the January 1, 2012 and will be available exclusively for internal company matters.

Klíčová slova

Ocenění podniku, hodnota, finanční analýza, strategická analýza, finanční plán, diskontované cash flow, náklady na kapitál, generátory hodnoty.

Key words

Business valuation, value, financial analysis, strategic analysis, financial plan, discounted cash flow, cost of capital, value drivers.

Bibliografická citace

MUSIL, V. Ocenění podniku výnosovými metodami. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2013. 152 s. Vedoucí diplomové práce doc. Ing. Romana Čížinská, Ph.D.

Čestné prohlášení

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

V Brně dne

Podpis:

Poděkování

Tímto děkuji své vedoucí diplomové práce doc. Ing. Romaně Čížinské, Ph.D. za odborné vedení, cenné připomínky, rady a pomoc při zpracování diplomové práce. Dále bych rád poděkoval společnosti AGRAS Bohdalov, a.s. za poskytnuté podklady a informace, které jsem využil pro vypracování této práce. Rovněž bych touto cestou rád poděkoval svým rodičům za neustálou podporu po celou dobu studia.

Obsah

Úvod.....	11
Vymezení problému a cíle práce	12
1 Teoretická východiska práce	13
1.1 Terminologie používaná v České republice	13
1.2 Podnik jako předmět ocenění	14
1.2.1 Definice podniku dle Obchodního zákoníku	14
1.2.2 Co je to hodnota podniku?	15
1.2.3 Přehled předpisů k ocenění podniku	15
1.3 Kategorie hodnoty	19
1.3.1 Tržní hodnota	19
1.3.2 Subjektivní (investiční) hodnota	19
1.3.3 Objektivizovaná hodnota	20
1.3.4 Kolínská škola.....	21
1.4 Proč oceňovat podnik?	22
1.5 Nástin základního postupu při oceňování podniku	24
1.6 Přehled známých metod pro finanční ocenění podniku	25
1.7 Strategická analýza (SA).....	26
1.8 Analýza finančního zdraví podniku	27
1.8.1 Základní vstupy do finanční analýzy	28
1.9 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná	31
1.10 Analýza a prognóza generátorů hodnoty	32
1.10.1 Pojem generátory hodnoty	32
1.10.2 Tržby	33
1.10.3 Provozní zisková marže	33
1.10.4 Pracovní kapitál	34
1.10.5 Investice do dlouhodobého majetku	35
1.10.6 První odhad hodnoty podniku	36
1.11 Dlouhodobý finanční plán	36
1.12 Ocenění na základě výnosů	39
1.12.1 Metoda diskontovaného cash flow (DCF)	39
1.12.2 Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC).....	44

1.12.3	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	46
2	Představení společnosti.....	48
2.1	Profil společnosti.....	48
2.2	Organizační struktura	49
2.3	Stručná historie společnosti a zhodnocení současné situace.....	50
2.4	Výrobní program společnosti.....	51
3	Strategická analýza	53
3.1	Makroekonomické prostředí	53
3.1.1	Ekonomické prostředí	54
3.1.2	Politické prostředí	58
3.1.3	Technologické prostředí	59
3.1.4	Sociální prostředí	59
3.2	Analýza mikroprostředí.....	60
3.2.1	Pozice zemědělství v národním hospodářství.....	60
3.2.2	Trh zemědělských výrobků.....	62
3.2.3	Vymezení relevantního trhu a jeho analýza.....	65
3.3	Analýza konkurenčních sil.....	67
3.3.1	Porterův model pěti sil	67
3.3.2	Konkurenční síla podniku	70
3.4	Odhad tržeb	72
4	Finanční analýza	75
4.1	Analýza absolutních ukazatelů.....	75
4.1.1	Analýza rozvahy – aktiva	75
4.1.2	Analýza rozvahy – pasiva	77
4.1.3	Analýza VZZ	78
4.1.4	Analýza Cash-flow	79
4.2	Poměrové ukazatele	80
4.2.1	Rentabilita.....	80
4.2.2	Aktivita	80
4.2.3	Zadluženost	81
4.2.4	Likvidita.....	82
4.3	Soustavy ukazatelů.....	83

4.4	Souhrnné hodnocení finanční analýzy a obchodní situace podniku	84
4.5	SWOT analýza	85
5	Generátory hodnoty a návrh finančního plánu	86
5.1	Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná	86
5.2	Analýza a prognóza generátorů hodnoty.....	87
5.2.1	Kalkulovaná úroková míra.....	91
5.3	Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty	96
5.4	Návrh dlouhodobého finančního plánu	97
6	Návrh ocenění společnosti	102
6.1	Ocenění podniku metodou DCF entity	102
6.2	Ocenění podniku paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů.....	105
6.3	Stanovení hodnoty tržních násobitelů	107
	Závěr	109
	Seznam použitých zdrojů.....	111
	Seznam použitých zkratk a symbolů.....	114
	Seznam příloh	115

Úvod

„Things only have the value that we give them.“

Molière

Potřeba určení hodnoty statku je základem veškerých obchodních operací. Ne jinak je tomu v případě podniků. Stanovení hodnoty společnosti může být zapotřebí v mnoha rozličných situacích. Problematika **oceňování podniku** se v České republice znovu objevila na počátku 90. let 20. století a souvisela především s privatizací státního majetku. Současný ekonomický a hospodářský stav poznamenaný pojmy krize nebo recese bude neodmyslitelně spojen také s majetkovými transakcemi, které vyvolávají potřebu znát **hodnotu**. Dříve či později se investoři, vlastníci, věřitelé nebo i samotné vedení společnosti stále více začne zajímat vedle účetní hodnoty podniku i o jeho tržní cenu.

Znalec pro oceňování podniku (rovněž odhadce) je především znalcem podnikání. „Hlavními atributy profese odhadce jsou profesionalita a nezávislost a z nich vyplývající ochrana klienta a etika profese.“¹ Podstatnou část celé této problematiky představuje **strategická analýza**, jejímž cílem není pouze rozšíření rozsahu oceňovacího posudku, ale má být samotným základem celého oceňovacího procesu. Právě na strategické analýze stojí podstatná část finančního plánu, a tedy i ocenění.

Oceňování podniku je komplexní dlouhodobý proces. Vzhledem k jeho náročnosti, ať už z hlediska časového či obsahového je nutné vzít v úvahu dostupnost a pravdivost vstupních údajů, stanovisko oceňovatele, účel ocenění apod. V současné době existuje celá škála přístupů k ocenění podniku. V práci se soustředím především na ty postupy, které nejlépe vyhovují účelu ocenění: tedy prodej podniku blíže nespecifikovanému zájemci.

¹ Poláček, P., Attl, J. Posudek znalce a podnik. 2006. str. 3

Vymezení problému a cíle práce

Primárním cílem této diplomové práce je použitím dále popsanych metod určit hodnotu podniku AGRAS Bohdalov, a.s. k datu 1. 1. 2012. Výstupem práce bude zjištění objektivizované hodnoty. Samotné ocenění bude předloženo managementu společnosti a poslouží výhradně pro interní účely. Práce je psána standardním způsobem, kdy v první části jsou nastíněna teoretická východiska nutná ke správnému zpracování dané problematiky. Teoretický rozbor byl proveden na základě dostupné odborné domácí i zahraniční literatury týkající se problematiky oceňování podniků. Následuje analýza problému současné situace a v neposlední řadě i vlastní návrhy řešení, jehož součástí je samotné ocenění, a praktické přínosy práce se závěrečným zhodnocením.

Pro úspěšné dosažení zvoleného cíle je nutné splnit i cíle dílčí:

- sestavení strategické analýzy,
 - o analýza makroekonomického a mikroekonomického prostředí,
 - o SWOT analýza,
 - o identifikace trhu,
- analýza finančního zdraví,
 - o aktuální finanční analýza (za roky 2007-2011),
 - horizontální a vertikální analýza,
 - analýza poměrových ukazatelů,
- sestavení finančního plánu (na základě výsledků finanční analýzy; použití metody procentního podílu na tržbách),
- aplikování vybrané metody ocenění (použití výnosové metody).

Vstupní data představují ve značné míře účetní výkazy, výroční zprávy a přílohy k účetním závěrkám společnosti AGRAS Bohdalov za roky 2007-2011.

Základním pramenem, ze kterého jsem při zpracování práce vycházel, je publikace Metody oceňování podniku zpracovaná Milošem Maříkem a kolektivem autorů. Dále jsem vycházel ze zákona č. 157/1997 Sb. o oceňování majetku a o změně některých zákonů, který popisuje korektní způsoby oceňování.

1 Teoretická východiska práce

Ohodnocení podniku je stále považováno za náročný a vyčerpávající úkol, a to zejména proto, že vyžaduje komplexní pochopení v oblasti dvou subjektů myšlení, které vyžadují rozličné schopnosti: finance a technologie. Z hlediska finanční stránky musíme pochopit časovou hodnotu peněz, tempo růstu, kalkulace dluhu, a další oblasti, které zahrnují mimo jiné účetnictví, ekonomii či matematiku. Zejména účetnictví je v oboru oceňování podniku důležité, protože analytici musí striktně dodržovat Všeobecně uznávané účetní principy (GAAP = Generally Accepted Accounting Principles) nebo Mezinárodní standardy účetního výkaznictví (IFRS = International Financial Reporting Standards), aby se zajistila konzistentnost analýzy. Na straně technologie, musíme zvolit takový program nebo programový jazyk, abychom zúžitkovali a správně porozuměli technickým funkcím daného programu.²

1.1 Terminologie používaná v České republice

„Oceňování (ohodnocování) můžeme chápat jako zastřešující pojem pro interdisciplinární analýzu předmětu ocenění (také objektu ocenění, Bewertungsobjekt ve smyslu Matschke, Brömsel, 2007), které provádí k tomu oprávněný oceňovatel.“³ Oceňovatelem, nikoliv subjektem ocenění, může být v České republice každá fyzická či právnická osoba s odpovídajícím oprávněním. Oceňování je tedy českými teoretiky této disciplíny vnímáno spíše jako obecný pojem. Ten v sobě zahrnuje ocenění (v užším slova smyslu) a ohodnocování.⁴

Ve světové praxi rozlišujeme dvě terminologické roviny:

- **oceňování** – *Preisfindung, Appraisal*, souvisí hlavně s daňovou regulací; spočívá v tom, že oceňovatel skutečně určitým způsobem stanovuje cenu platnou pro daný účel, platí i pro Českou republiku;

² Allman, K. A. Corporate valuation modeling. 2010. str. 15

³ Krabec, T. Oceňování podniku a standardy hodnoty. 2009. str. 16

⁴ tamtéž

- **ohodnocování** – *Bewertung, Valuation*, rozuměj pro účely tržních transakcí, tzn., oceňovatel stanovuje hodnotu ve výši očekávané (očekávatelné) ceny obchodu vycházející z podmínek zadání nebo zjišťuje kategorii hodnoty, která se změnou vlastnického práva nesouvisí.⁵

1.2 Podnik jako předmět ocenění

Národní hospodářství se skládá z jednotlivých prvků, které lze označovat rovněž subjekty. Ty jsou do určité míry nezávislé a mohou se tedy ve vymezeném rámci chovat samostatně. Tato nezávislost je ovšem pouze relativní, protože v opačném případě by nebylo možné nastartovat a udržovat hospodářské procesy (výrobu, distribuci, směnu a spotřebu). Jednotlivé prvky hospodářství musí být propojeny.⁶

1.2.1 Definice podniku dle Obchodního zákoníku

Podnikáním se podle Obchodního zákoníku „rozumí soustavná činnost prováděná podnikatelem vlastním jménem a na vlastní odpovědnost za účelem dosažení zisku.“⁷ Pro oceňovatele představuje největší význam definice zahrnutá v §5 Obchodního 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.“⁸

⁵ Krabec, T. Oceňování podniku a standardy hodnoty. 2009. str. 16

⁶ Mlčoch, J. Oceňování podniku. 1998. str. 9

⁷ §2 odst. (1) Zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník

⁸ §5 odst. (1) Zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník

1.2.2 Co je to hodnota podniku?

Hodnotu v ekonomickém slova smyslu chápeme jako vztah mezi určitým subjektem a objektem; uvažujeme racionální chování. Ekonomická hodnota vyplývá ze dvou základních skutečností hospodářského života:

- lidské potřeby obecně nemají hranice,
- zdroje k uspokojení lidských potřeb jsou omezeny.

Ekonomicky pojímaná hodnota určitého statku má tyto podoby:

- Schopnost statku uspokojovat lidské potřeby tvoří jeho **užitnou hodnotu**. Užitná hodnota se odvíjí od možností využití, preferencí a záměrů konkrétního vlastníka. Pro různé vlastníky představuje statek různou užitnou hodnotu.
- V případě, kdy má statek užitnou hodnotu a zároveň je k dispozici v omezeném množství, může být předmětem směny. Má tedy **směnnou hodnotu**. Směnná hodnota vyjádřená v penězích vede k tržní ceně.⁹

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by se aktivum směňovalo k datu oceňování mezi potenciálním koupěchtivým kupujícím a prodejčtivým prodávajícím při transakci samostatných a nezávislých partnerů po náležitém marketingu, přičemž každá strana by jednala se znalostí, rozumně a bez nátlaku.“¹⁰

1.2.3 Přehled předpisů k ocenění podniku

V České republice dnes neexistuje žádný obecně závazný zákon nebo předpis pro oceňování podniku. Oceňovatelé podniků se v České republice opírají především o ekonomickou teorii. Přesto můžeme zmínit předpisy, které se uplatňují alespoň určitým dílčím způsobem a o kterých by měl oceňovatel vědět.¹¹

⁹ Mařík, M. Metody oceňování podniku. 2011, str. 20

¹⁰ Kislingerová, E. Oceňování podniku. 2001. str. 14

¹¹ Mařík, M. Metody oceňování podniku. 2011, str. 15

1. České předpisy

a. *Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR*

Závazný pouze při oceňování v rámci zákona o konkurzu a vyrovnání, zákona o soudních poplatcích, zákona o dani dědické, dani darovací a dani z převodu nemovitostí, zákona o správních poplatcích, zákona o daních z příjmu a zákona o dani z přidané hodnoty. Týkají se spíše dílčích majetkových položek.

b. *Metodický pokyn České národní banky*

Pouze pro znalecké posudky předkládané ČNB. Jedná se převážně o ocenění, která mají doložit přiměřenost ceny akcií při povinných nabídkách na odkoupení minoritních podílů, při squeeze-outs apod.¹²

2. Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy

a. *Mezinárodní oceňovací standardy (IVS – International Valuation Standards), které vydává výbor pro Mezinárodní oceňovací standardy (IVSC – International Valuation Standards Council);*

b. *Evropské oceňovací standardy (TEGoVA – The European Group of Valuers Associations).¹³*

Oba standardy obsahují převážně definice hodnoty a dále i určité rámcové zásady, které by měly být při oceňování respektovány. Nemají povahu závazného předpisu, jedná se pouze o soubor mezinárodních doporučení.

„Uživateli standardů jsou jak oceňovatelé, tak zadavatelé a uživatelé zpracovaných oceňovacích expertiz; oceňovatel volí nejprve standard hodnoty a v rámci standardu hodnoty eventuálně kategorii hodnoty; IVS standard tržní

¹² Krabec, T. Oceňování podniku a standardy hodnoty. 2009. Str. 169-172

¹³ Brumovský, M. mezinárodní oceňovací standardy a jejich vývoj. 2008. str. 1-4

hodnoty [...] a standard netržních hodnot[...]; kategorie hodnoty dále definiční standard zpřesňuje podle účelu ocenění či podle toho, jaké datové zdroje jsou k dispozici; platnost ocenění je podmíněna jen tímto daným účelem;[...]"¹⁴

3. Národní standardy některých zemí

- a. *Americké oceňovací standardy US PAP (Uniform Standards of Professional Appraisal Practice)* – význam těchto standardů je dán především dlouhou tradicí oceňování podniků v USA, kde jsou rozvinutější podmínky než v Evropě.
- b. *Německý standard IDW S1* – výhodou tohoto standardu je skutečnost, že je jako jediný z výše uvedených určen speciálně pro potřeby oceňování podniků.¹⁵

Pro zajímavost uvádím v tabulce 1-1 strukturu Mezinárodních oceňovacích standardů.

¹⁴ Krabec, T. Oceňování podniku a standardy hodnoty. 2009. str. 172

¹⁵ Mařík, M. Metody oceňování podniku. 2011. str. 19

Tabulka 1-1: Struktura IVS

Východiska	Úvod, IVSC, cíle a organizace IVS, výchozí koncepty všeobecně uznávaných principů ohodnocování				
Code of Conduct					
Typy aktiv	Nemovitosti	Osobní majetek*	Podniky	Finanční aktiva	
Úvod do IVS 1, 2 a 3					
Standardy	Standard 1 Tržní báze ocenění		Standard 2 Báze jiné než tržní hodnota		Standard 3 Reporting ohodnocení
Aplikace	Aplikace 1 Ohodnocování pro finanční výkaznictví		Aplikace 2 Ohodnocování pro účely zajištěných půjček		Aplikace 3 Ohodnocování veřejného majetku pro finanční výkaznictví
Prováděcí poznámky	Ohodnocování nemovitého majetku	Ohodnocování nájemních smluv	Ohodnocování strojů a zařízení	Ohodnocování nehmotných aktiv	Ohodnocování osobního majetku
	Ohodnocování podniku	Zohlednění nebezpečných a toxických látek v ohodnocení	Nákladový přístup pro finanční výkaznictví (DRC)	DCF analýza pro tržní ohodnocování a investiční analýzu	Ohodnocování zemědělského majetku
	Revize ohodnocení	Ohodnocování majetku spojeného s obchodem	Hromadné ohodnocování pro daňové účely	Ohodnocování majetku v těžebních odvětvích	Ohodnocování historického majetku
Abendum	Glosář pojmů				

(Upraveno dle: Krabec, T. Oceňování podniku a standardy hodnoty. 2009. str. 178)

1.3 Kategorie hodnoty

Během postupného vývoje vykrytalizovaly 4 základní přístupy k ocenění podniku, které podle Maříka¹⁶ představují:

- (1) tržní hodnota,
- (2) subjektivní hodnota (tj. investiční hodnota),
- (3) objektivizovaná hodnota,
- (4) komplexní přístup na základě Kolínské školy.

Nyní podrobněji představím jednotlivé standardy, resp. hodnoty.

1.3.1 Tržní hodnota

Tržní hodnota (*Market Value*) představuje odhadnutou částku, za kterou má být vyměněn majetek mezi kupujícím a prodávajícím k datu ocenění. K transakci by mělo dojít mezi samostatnými a nezávislými partnery po patřičném marketingu, kdy obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.¹⁷

1.3.2 Subjektivní (investiční) hodnota

Subjektivní hodnota (dle standardu IVS 2 rovněž investiční hodnota) představuje hodnotu pro konkrétního investora či skupinu investorů s danými investičními cíly. Může být vyšší, ale i nižší než tržní hodnota. Tržní hodnota může odrážet vícero individuálních investičních hodnot.¹⁸

Investiční hodnota (*Investment Value or Worth*) je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Odráží okolnosti a finanční cíle subjektu, pro který se ocenění provádí. Termín je často používán pro měření investiční výkonnosti. Pojem investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní

¹⁶ Mařík, M. Metody oceňování podniku. 2011. str. 22

¹⁷ International Valuation Standards, 2010, str. 20

¹⁸ Krabec, T. Oceňování podniku a standardy hodnoty. 2009. str. 201

hodnotou investičního majetku. Rozdíl mezi investiční hodnotou aktiva a jeho tržní cenou poskytuje motivaci pro kupující/prodávající pro vstup na trh.¹⁹

Základní charakteristiky investiční hodnoty:

- (1) Budoucí peněžní toky jsou odhadovány na základě představ manažerů oceňovaného podniku; někdy mohou být mírně upraveny proti těmto představám, obvykle směrem dolů. V každém případě ale reprezentují v rozhodující míře představu řídicích pracovníků oceňovaného subjektu, případně investora.
- (2) Diskontní míra je stanovena na základě alternativních možností investovat, které má subjekt, z jehož hlediska je ocenění prováděno.

Pokud tedy oceňovatel vyvodí budoucí peněžní toky z velké míry z podkladů poskytnutých samotným podnikem (tj. především finanční plán) a zároveň adekvátním způsobem neotestoval jejich přiměřenost, pak není oprávněn označit takto dosažené ocenění za tržní hodnotu.²⁰

1.3.3 Objektivizovaná hodnota

Subjektivní ocenění neposkytuje profesionálním odhadcům mnoho prostoru k vykonávání jejich povolání a je tedy pro ně výhodnější vycházet z objektivní představy. Subjektivní hodnotu si je často finančně vzdělanější vlastník/zájemce o koupi schopen vypočítat sám.

Německé oceňovací standardy definují objektivovanou hodnotu následovně: „**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

¹⁹ International Valuation Standards, 2005, str. 23

²⁰ Mařík, M. Metody oceňování podniku. 2011. str. 27

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.“²¹

1.3.4 Kolínská škola

Kolínská škola je založena na subjektivním postoji. „[...] autoři kolínské školy kladli důraz na to, aby teorie jen systematizovala praktické potřeby v rámci tržního mechanismu neustále probíhající hospodářské operace s hromadnými aktivy a tímto přispěla k větší transparentnosti i ujednacení výpočtových postupů a zároveň zajistila jednoznačnější interpretovatelnou získaných výsledků.“²²

Kolínská škola definuje 5 základních funkcí oceňování spolu s funkcí oceňovatele²³ (viz obr. 1-1):

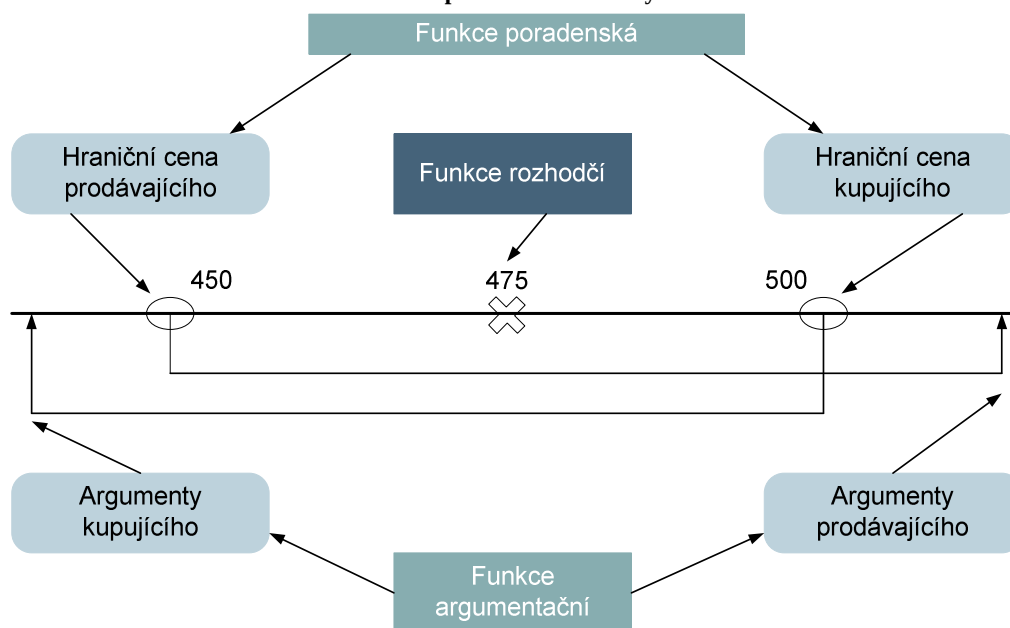
- (1) Funkce poradenská – smyslem této funkce je poskytnout kupním stranám informace o:
 - maximální ceně, kterou ještě může zaplatit kupující, aniž by na transakci prodělal,
 - minimální ceně, kterou ještě může prodávající přijmout, aniž by na prodeji prodělal.
- (2) Funkce rozhodčí – nezávislý oceňovatel (rozhodčí) by měl odhadnout hraniční hodnoty účastníků transakce a zároveň nalézt spravedlivou hodnotu v rámci odhadnutého rozpětí.
- (3) Funkce argumentační – oceňovatel hledá argumenty, které mají zlepšit pozici dané strany a slouží jako podklad pro jednání.
- (4) Funkce komunikační – smyslem je poskytnout podklad pro komunikaci s veřejností (především s investory a bankami).
- (5) Funkce daňová – cílem je poskytnout podklady pro daňové účely.

²¹ IDWS 1

²² Krabec, T. Oceňování podniku a standardy hodnoty. 2009. str. 137

²³ Mařík, M. Metody oceňování podniku. 2011. str. 30-31

Obrázek 1-1: Hlavní funkce oceňování podle Kolínské školy



(Zdroj Mařík, M. *Metody oceňování podniku*. 2011. str. 31)

1.4 Proč oceňovat podnik?

Účelem ocenění společností je stanovení hodnoty. Podnik chápeme v tomto případě jako zboží, které je určeno ke směně. Samotné ocenění poté představuje výsledek procesu oceňování, kterým je přiřazení hodnoty k podniku. Je důležité uvědomit si, že podnik sám o sobě nemá žádnou objektivní, zdokumentovanou a na okolnostech a podmínkách nezávislou hodnotu. Neexistuje tedy jediné, obecně platné a správné univerzální ocenění.²⁴

Základním členěním ocenění je souvislost se změnou vlastnictví podniku:

- Ocenění související s vlastnickými změnami
 - o na základě Zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník,
 - o na základě Zákona č. 104/2008 Sb., o nabídkách na převzetí,
 - o na základě Zákona č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev.

²⁴ Kislingerová, E. *Oceňování podniku*. 2001. str. 6

- Ocenění pro případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám, například:
 - o změna právní formy společnosti,
 - o zastavení obchodního podílu,
 - o ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru.

Další členění plyne z toho, zda se jedná o ocenění v souvislosti s transakcí typu nákup/prodej, kde cena za podíly na vlastním kapitálu podniku je placena v hotovosti, anebo ocenění směřující ke stanovení výměnného poměru akcií, který by měl být odůvodněný.²⁵

Pro rozšíření obzorů uvádím důvody k ocenění podniku z pohledu Nemethyho. „Zdařilý exit z firmy představuje nutnou podmínku k tomu, abyste mohli vlastnictví společnosti považovat za úspěch.“²⁶ Většina lidí si spojuje exit s prodejem vlastní firmy třetí osobě. Tento případ je nejčastější, ale ať už využijeme tento případ či některý z dalších, budeme potřebovat znát hodnotu podniku:²⁷

- mezigenerační převod,
- manažerský odkup (tzv. MBO = Management Buyout),
- primární emise akcií (tzv. IPO = Initial Public Offering),
- fúze,
- najmutí managementu,
- refinancování,
- systém majetkové účasti zaměstnanců (tzv. ESOP = *Employee Share Owner-Ship Plan*) nebo
- likvidace.

²⁵ Mařík, M. Metody oceňování podniku. 2011. str. 35-36

²⁶ Nemethy, L. Úspěšný prodej firmy. 2011. str. 29

²⁷ tamtéž, str. 30

1.5 Nástin základního postupu při oceňování podniku

„Oceňování podniku znamená, že zpracovatel stojí před velmi náročným úkolem, v rámci kterého řeší celou řadu problémů dříve, než dojde k závěrečnému výroku o hodnotě podniku. Jedním z klíčových problémů na počátku práce je vymezení účelu, pro který se ocenění zpracovává; cíl práce se pak stává vodítkem pro výběr modelů [...].“²⁸

Jak je patrné z níže uvedeného schématu (viz obr. 1-2), pro „kvalitní ocenění je však nezbytné mít k dispozici nejen informace z podniku, ale rovněž o prostředí, ve kterém podnik funguje, tj. o makroekonomickém prostředí (makroprostředí) a o odvětví (mikroprostředí), do kterého podnik patří.“²⁹

Dále následují finanční a strategická analýza, které slouží k posouzení celkového stavu podniku, jeho postavení na trhu, konkurenční síly a schopnosti tvořit hodnotu a dlouhodobě přežít.

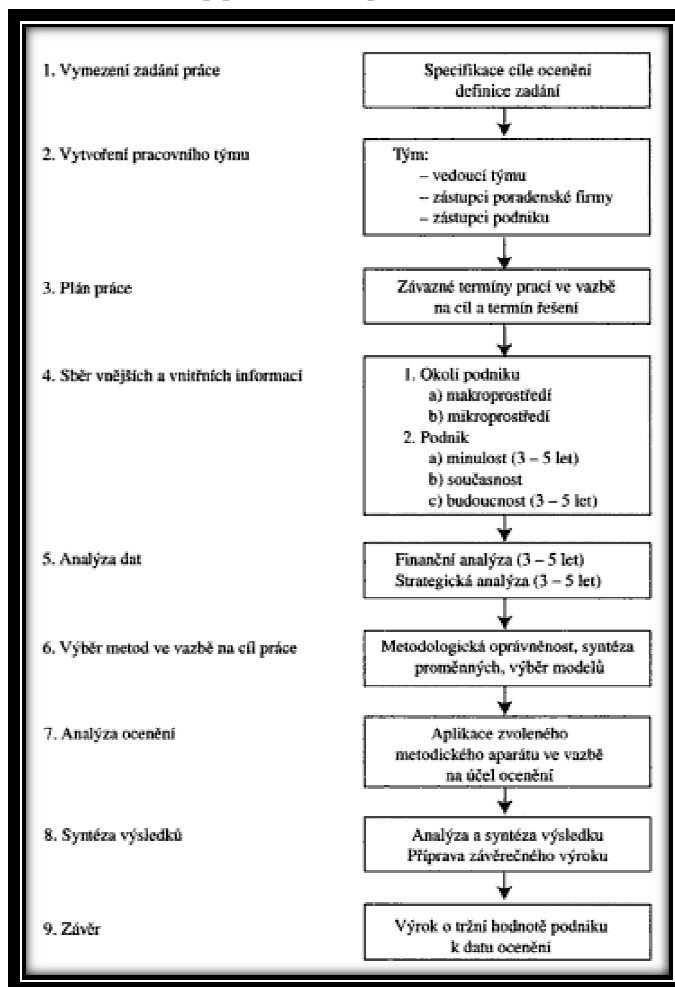
„Na analýzy navazuje část aplikace modelů, jejichž výběr se řídí [...] cílem práce. Je užitečné, aby bylo aplikováno několik modelů, a to s cílem ověření správnosti výsledku práce. V případě, že se řídíme právě tímto postupem, je nezbytné provést na závěr syntézu výsledků a formulaci závěru, ke kterému tým odborníků dospěl. Konkrétně to znamená, že k určitému datu je stanovena hodnota podniku.“³⁰

²⁸ Kislingarová, E. Oceňování podniku. 2001, str. 25

²⁹ tamtéž, str. 25

³⁰ tamtéž, str. 27

Obrázek 1-2: Postup při oceňování podniku



(Zdroj: Kislingerová, E. *Oceňování podniku*. 2001. str. 26)

1.6 Přehled známých metod pro finanční ocenění podniku

V zásadě existují tři okruhy oceňovacích metod (viz dále). Volba metody se odvíjí od funkcí, které si konkrétní ocenění stanovuje. Neoptimálnější je použít všechny základní metody a výsledné ocenění představuje tvořivou syntézu jejich výsledků.

Mařík rozlišuje tyto základní metody oceňování podniků³¹:

1. Ocenění na základě analýzy výnosů (výnosové metody)
 - Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

³¹ Mařík, M. *Metody oceňování podniku*. 2007. str. 37

- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- Kombinované (korigované) výnosové metody
- Metoda ekonomické přidané hodnoty

2. Ocenění na základě analýzy trhu (tržní metody)

- 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 (majetkové metody)

- 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

Důležité je si uvědomit, že danému účelu ocenění je třeba podřídít jak volbu metody, tak i její konkrétní modifikace a hodnoty, kterými ji naplníme.

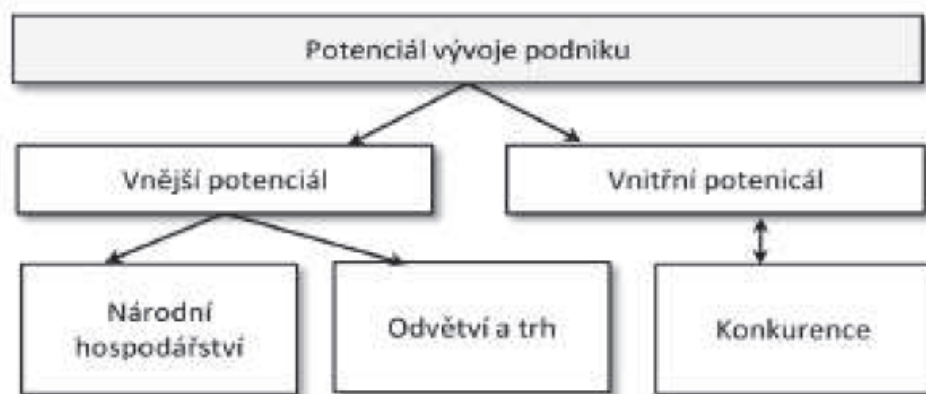
1.7 Strategická analýza (SA)

Nejdůležitější etapou postupu při ocenění podniku popsaného v kapitole 1.5 je **strategická analýza**. Strategická analýza zahrnuje různé analytické techniky, které slouží k identifikaci vztahů mezi okolím podniku a zdrojovým potenciálem podniku. Okolí podniku zahrnuje makrookolí, odvětví, konkurenční síly, trh a konkurenty. Na základě SA formulujeme poslání, cíle a strategie směřující k jejich naplnění. Primárním cílem SA je identifikovat, analyzovat a ohodnotit všechny relevantní faktory, které mohou mít v budoucnu vliv na vývoj podniku.³²

³² Synek, M., Kislingerová, E. a kol. Podniková ekonomika. 2010. Str. 170

Analýzu vývoje podniku zobrazuje obrázek 1-3. **Vnější potenciál** můžeme kvalitativně vyjádřit **šancemi a riziky**, které nabízí podnikatelské prostředí, ve kterém se námi zvolený podnik pohybuje. Naopak při analýze **vnitřního potenciálu** nám jde o to zjistit, do jaké míry je podnik schopen využít šance vnějšího prostředí, popř. čelit jeho rizikům. Souhrnným vyjádřením vnitřního potenciálu je potom suma jeho **silných a slabých stránek** se zvýrazněním případné konkurenční výhody.³³

Obrázek 1-3: Analýza vývoje podniku



(Zdroj: Mařík, M. *Metody oceňování podniku*. 2011. str. 56)

Postup SA se může sestávat z následujících kroků:

- 1) analýza vnějšího potenciálu; relevantní trh, jeho analýza a prognóza,
- 2) analýza konkurenčního prostředí a vnitřního potenciálu firmy,
- 3) prognóza tržeb oceňovaného podniku (výsledek předcházejících kroků).³⁴

1.8 Analýza finančního zdraví podniku

Základní součástí prací při oceňování podniku je sestavení finanční analýzy. Její úlohou je v první řadě poskytnout informaci o finančním zdraví podniku, tzn., v jakém stavu se nachází v okamžiku ocenění a jaký vývoj lze očekávat do budoucnosti. V kontextu s dalšími informacemi finanční analýza slouží rovněž jako jedno z východisek pro posouzení rizika, zvláště provozního a finančního, které hraje podstatnou roli při stanovení kapitalizační či diskontní míry v jednotlivých modelech využitelných

³³ Mařík, M. *Metody oceňování podniku*. 2011. str. 56

³⁴ tamtéž, str. 58

při výpočtech. Nesmíme opomenout ani fakt, že finanční analýza slouží jako základ pro sestavení finančního plánu, ze kterého je vyvozována výnosová hodnota.³⁵

1.8.1 Základní vstupy do finanční analýzy

Při zpracování finanční analýzy jde především o to, zda již v minulosti a současnosti nejsou obsaženy zásadní finanční problémy, které by mohly ohrozit perspektivu podniku.

Vlastní postup finanční analýzy lze shrnout do 4 kroků:

- 1) kontrola úplnosti a správnosti vstupních údajů,
- 2) sestavení analýzy základních účetních výkazů:
 - a. Rozvaha,
 - b. Výkaz zisku a ztráty,
 - c. Výkaz peněžních toků/ Výkaz cash flow,
- 3) výpočet a vyhodnocení poměrových ukazatelů,
- 4) zpracování souhrnného hodnocení.³⁶

Ad 1) Kontrola úplnosti a správnosti vstupních údajů

Informace pro zpracování lze čerpat z různých zdrojů. Za základní zdroj je považována účetní závěrka. Právní rámec poté upravují tyto zdroje:

- obchodní zákoník,
- živnostenský zákon,
- zákon o účetnictví,
- zákon o cenných papírech,
- daňové zákony.³⁷

Úspěšnost analýzy je podmíněna právě kvalitou získaných vstupních informací. Ty by měly být jak kvalitní, tak i komplexní. Musíme totiž podchytit všechna data, která

³⁵ Kislingerová, E. Oceňování podniku. 2001. str. 39

³⁶ Knápková, D., Pavelková, D. Finanční analýza. 2010. str. 59-64

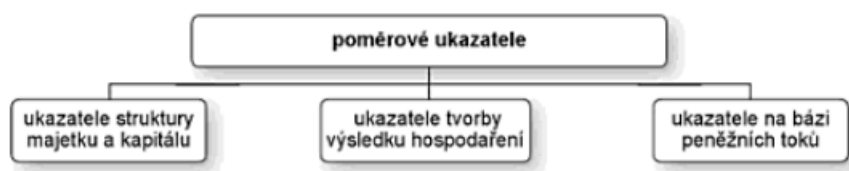
³⁷ Kislingerová, E. Oceňování podniku. 2001. str. 39

by mohla jakýmkoli způsobem zkreslit výsledky hodnocení finančního zdraví podniku.³⁸

Ad 3) Výpočet a vyhodnocení poměrových ukazatelů

V účetních výkazech jsou uvedeny absolutní hodnoty jednotlivých položek. Abychom mohli analyzovat vzájemné vazby mezi ukazateli, dáváme jednotlivé absolutní hodnoty do vzájemných poměrů, čímž vznikají poměrové ukazatele. Vzhledem k faktu, že poměrových ukazatelů je celá řada, je mimořádně důležité, soustředit se na jejich správný výběr a uspořádání. Jeden z možných způsobů členění poměrových ukazatelů vidíme na obrázku č. 1-4.

Obrázek 1-4: Rozbor poměrových ukazatelů podle zdrojů, ze kterých je čerpáno



(Zdroj: Růčková, P. Finanční analýza. 2010. str. 47)

Pro představu uvádím výpočet základních poměrových ukazatelů:

A) Ukazatele likvidity

- 1) Likvidita 1. stupně (pohotová likvidita, *Cash Ratio*)

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

- 2) Likvidita 2. stupně (rychlá likvidita, *Quick Ratio*)

$$\text{Rychlá likvidita} = \frac{\text{krátkodobé pohledávky} + \text{finanční majetek}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

- 3) Likvidita třetího stupně (běžná likvidita, *Current Ratio*)

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{krátkodobý oběžný majetek}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

³⁸ Růčková, P. Finanční analýza. 2010. str. 21

B) Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy

$$\text{Doba splácení dluhů} = \frac{\text{cizí kapitál} - \text{peněžní prostředky}}{\text{provozní CF}}$$

$$\text{Krytí fixních plateb} = \frac{\text{zisk před úroky a daněmi} + \text{leasingové splátky}}{\text{placené úroky} + \text{leasingové splátky}}$$

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{zisk před úroky a daněmi}}{\text{placené úroky}}$$

C) Ukazatele výnosnosti

- 1) Rentabilita celkového kapitálu (nebo rentabilita aktiv – ROA – Return on Assets)

$$ROA = \frac{\text{výsledek hospodaření}}{\text{celkový kapitál}}$$

- 2) Zisková marže

$$\text{Zisková marže} = \frac{\text{výsledek hospodaření po dani}}{\text{čisté tržby}}$$

- 3) Rentabilita vlastního kapitálu (ROE – Return on Equity)

$$ROE = \frac{\text{výsledek hospodaření po dani}}{\text{vlastní kapitál}}$$

D) Ukazatele aktivity

$$\text{Počet obrátů aktiv celkem za rok} = \frac{\text{roční tržby}}{\text{aktiva celkem}}$$

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

$$\text{Průměrná doba splatnosti pohledávek} = \frac{\text{pohledávky z obchodní styku}}{\text{průměrné denní tržby}}$$

$$\text{Průměrná doba splatnosti závazků} = \frac{\text{závazky z obchodního styku}}{\text{průměrná denní hodnota nákupu}}$$

Ad 4) Zpracování souhrnného hodnocení

Závěr odvozený z výsledků finanční analýzy by měl být jednoznačný a měl by odpovědět na otázku, zda je podnik ve své podstatě zdravý a lze (nebo nelze)

počítat s jeho dlouhodobou existencí. V případě negativních vyhlídek na jeho další existenci by se mělo ocenění podniku zúžit pouze na zjištění **likvidační hodnoty**. V opačném případě jsme dosáhli splnění nutné podmínky k využití **výnosových metod**. Konečný verdikt lze vyvodit následujícími způsoby:

- Finanční analytik vynese konečný soud na základě vlastních zkušeností či intuice.
- Použijeme vhodný algoritmus a závěr podložíme číselným výsledkem.
 - o Konkrétní variantu této cesty představují tzv. bodovací metody (viz tabulka 1-2), kdy bodujeme/známkuje dílčí ukazatele pro jednotlivé oblasti.³⁹

Tabulka 1-2: Rychlý test podniku

Ukazatel	STUPNICE HODNOCENÍ (ZNÁMKY)				
	Velmi dobrý 1	Dobrá 2	Střední 3	Špatný 4	Hrozba insolvence 5
Podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu	>30%	>20%	>10%	<10%	Záporný
Podíl provozního CF k tržbám	>10%	>8%	>5%	<5%	Záporný
Rentabilita celkové kapitálu	>15%	>12%	>8%	<8%	záporná
Doba splácení dluhů	< 3 roky	< 5 let	< 12 let	> 12 let	>

(Upraveno dle: Mařík, M. *Metody oceňování podniku*. 2011. str. 110)

1.9 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Pro základní podnikatelské zaměření potřebuje každý podnik aktiva určité velikosti a struktury včetně přiměřených kapacitních rezerv. Tato aktiva nezbytná pro základní podnikání označujeme jako **aktiva provozně nutná**, provozně **potřebná**. Ostatní označíme jako **aktiva provozně nenutná** nebo jinak **neprovozní**. U většiny metod pro oceňování podniku by mělo platit, že pokud je to alespoň trochu možné, mělo

³⁹ Mařík, M. *Metody oceňování podniku*. 2011. str. 109

by být toto rozdělení provedeno. Zároveň s tím by měly být z výnosů a nákladů vyřazeny výnosy a náklady související s těmito provozně nepotřebnými aktivy.⁴⁰

Pro aktiva nesloužící k hlavní činnosti podniku platí, že by měla být oceňována samostatně. Důvody pro výše zmíněné členění mohou být následující:

- Část majetku vůbec nemusí být využívána a neplynou z něj vůbec žádné, popřípadě jen malé příjmy.
- Vyčlenit by se měla aktiva nesouvisející s provozem, a to i v případě, že určité příjmy přinášejí.⁴¹

1.10 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

1.10.1 Pojem generátory hodnoty

Pojmem generátory hodnoty rozumíme soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku. K pochopení problematiky poslouží i obr. 1-5, z kterého je patrné, s jakými generátory hodnoty pracujeme, popisuje Mařík⁴²:

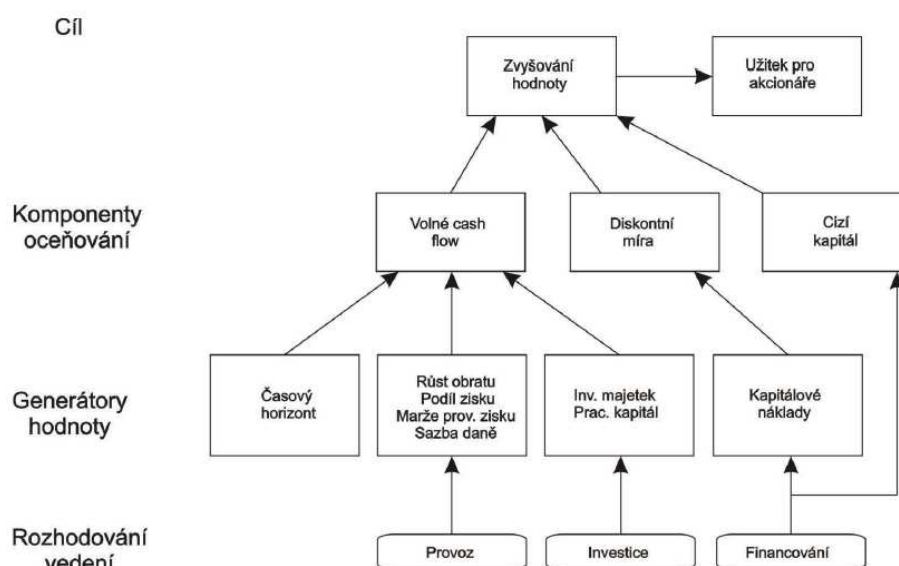
1. tržby a jejich růst,
2. marže korigovaného provozního zisku,
3. investice do pracovního kapitálu,
4. investice do dlouhodobého provozně nutného kapitálu,
5. diskontní míra,
6. způsob financování,
7. doba, po kterou předpokládáme generování pozitivního peněžního toku.

⁴⁰ Mařík, M. Metody oceňování podniku. 2011. str. 118

⁴¹ tamtéž, str. 118-119

⁴² tamtéž, str. 125

Obrázek 1-5: Generátory hodnoty



(Zdroj: Mařík, M. Metody oceňování podniku. 2011. str. 125)

1.10.2 Tržby

Výsledkem strategické analýzy by měla být projekce budoucích tržeb. Prognóza může být korigována kapacitními možnostmi podniku, zejména pro nejbližší období.⁴³

1.10.3 Provozní zisková marže

Jedná se o druhý klíčový generátor hodnoty a její prognóze je proto nutné věnovat patřičnou pozornost. Provozní ziskovou marži definuje následující rovnice:

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{\text{Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi}}{\text{Tržby}}$$

Rozlišujeme dva přístupy (ideální je jejich vzájemná kombinace):

- prognóza ziskové marže shora,
- prognóza ziskové marže zdola.⁴⁴

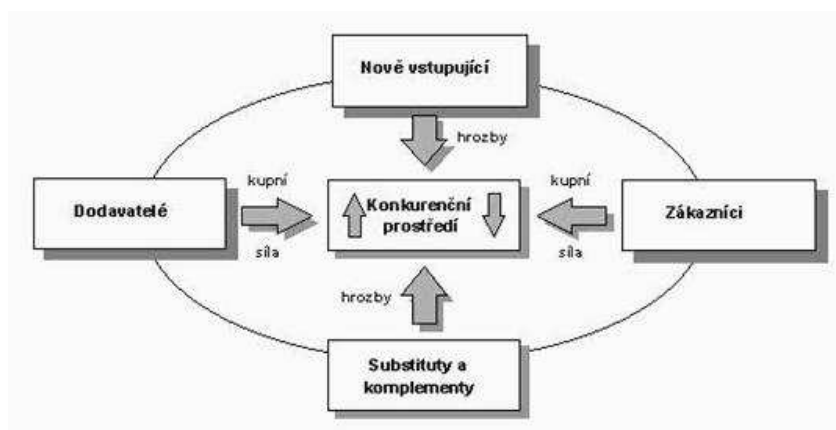
⁴³ Mařík, M. Metody oceňování podniku. 2011. str. 126

⁴⁴ Tamtéž, str. 127

Intenzita konkurence

Zde vycházíme z poznatku, že právě intenzita konkurence zásadně ovlivňuje ziskovost určitého oboru podnikání. Přírůstek intenzity konkurence bývá důležitou příčinou vzniku podnikových krizí a prověrkou úrovně jejich managementu. Na obrázku 1-6 vidíme strukturu konkurenčního odvětví, jak ji uvedl Porter.

Obrázek 1-6: Konkurenční struktura odvětví



(Zdroj: www.strateg.cz)

1.10.4 Pracovní kapitál

Pro potřeby ocenění podniku používáme lehce modifikovaný pracovní kapitál. Oproti původnímu tvaru ukazatele (Pracovní kapitál = Oběžná aktiva – Krátkodobý cizí kapitál), se k upravené formě dostaneme pomocí následujícího výpočtu⁴⁵:

$$\begin{aligned} & \text{Krátkodobý finanční majetek} \\ & + \text{Zásoby} \\ & + \text{Pohledávky} \\ & - \text{Neúročené závazky} \\ & + \text{Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)} \\ & - \text{Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)} \\ & \hline & = \text{Pracovní kapitál} \end{aligned}$$

⁴⁵ Mařík, M. Metody oceňování podniku. 2011. Str. 132

1.10.5 Investice do dlouhodobého majetku

Tato část strategické analýzy je jednou z nejnáročnějších, především z těchto důvodů:

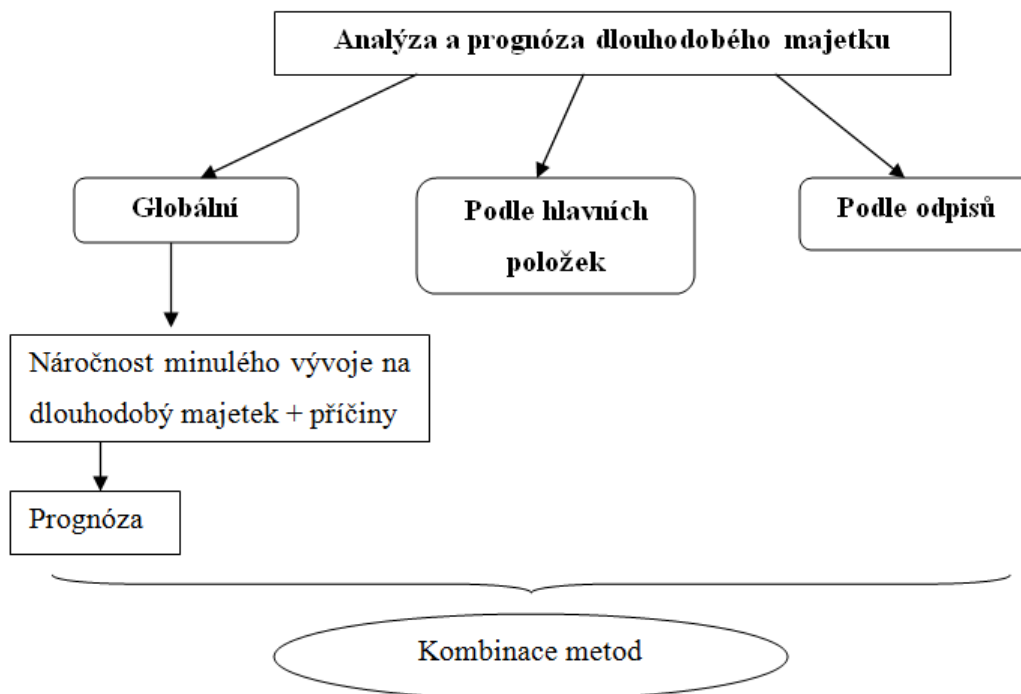
- Investice se zpravidla nevyvíjejí plynulým způsobem (stává se obtížnějším použití extrapolace).
- Investice jsou v konkurenčním světě stále více nezbytnou podmínkou přežití podniku. Dá se říci, že podnik přežije, vydělá-li si na nutné investice.

Přístup k plánování investiční náročnosti můžeme rozdělit do tří variant:

- 1) globální přístup (vhodný v případě, kdy investice mají do značné míry průběžný charakter),
- 2) přístup podle hlavních položek (použitelný pro nejbližší léta),
- 3) přístup založený na odpisech.⁴⁶

Zmíněné rozdělení vidíme přehledně i na obrázku 1-7.

Obrázek 1-7: Metody analýzy a prognózy dlouhodobého majetku



(Zdroj: Mařík, M. *Metody oceňování podniku*. 2011. str. 138)

⁴⁶ Mařík, M. *Metody oceňování podniku*. 2011. 136-138

1.10.6 První odhad hodnoty podniku

Generátory hodnoty můžeme přímo použít k prvotnímu odhadu hodnoty podniku. Toto ocenění je založeno na **principu peněžních toků**.⁴⁷

Volné peněžní toky (FCF) vyjadřuje následující rovnice, kde:

- X velikost tržeb za zboží a vlastní výrobky,
- g tempo růstu tržeb,
- r_{ZPx} provozní zisková marže propočtená z korigovaného výsledku hospodaření,
- d sazba daně korigovaného výsledku hospodaření,
- k_{WC} koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu,
- k_{DMn} koeficient náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku,
- t rok.

$$FCF_t = X_{t-1} * (1 + g) * r_{ZPx} * (1 - d) - X_{t-1} * g * (k_{WC} + k_{DMn}), \text{ tj.}:$$

FCF_t = Korigovaný provozní zisk po dani – Přírůstek pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku

1.11 Dlouhodobý finanční plán

„Plánování je komplexní rozhodovací proces, na jehož konci stojí návrh, hodnocení a výběr cílů. Východiskem pro plánování je především analýza finanční situace a hospodářských výsledků za minulých 3-5 let [...]. Při vypracování plánu je však nezbytné zohledňovat nejen minulost podniku, ale především aktuální a budoucí podmínky pro fungování podniku, tj. měnící se makro- a mikroklima. Významné změny ve výkonnosti podniku mohou souviset právě s těmito faktory.“⁴⁸

Kompletní finanční plán se sestává z těchto hlavních účetních výkazů:

- výsledovka,

⁴⁷ Mařík, M. Metody oceňování podniku. 2011. str. 147

⁴⁸ Kislingerová, E. Oceňování podniku. 2001. str. 97

- rozvaha,
- výkaz cash flow.

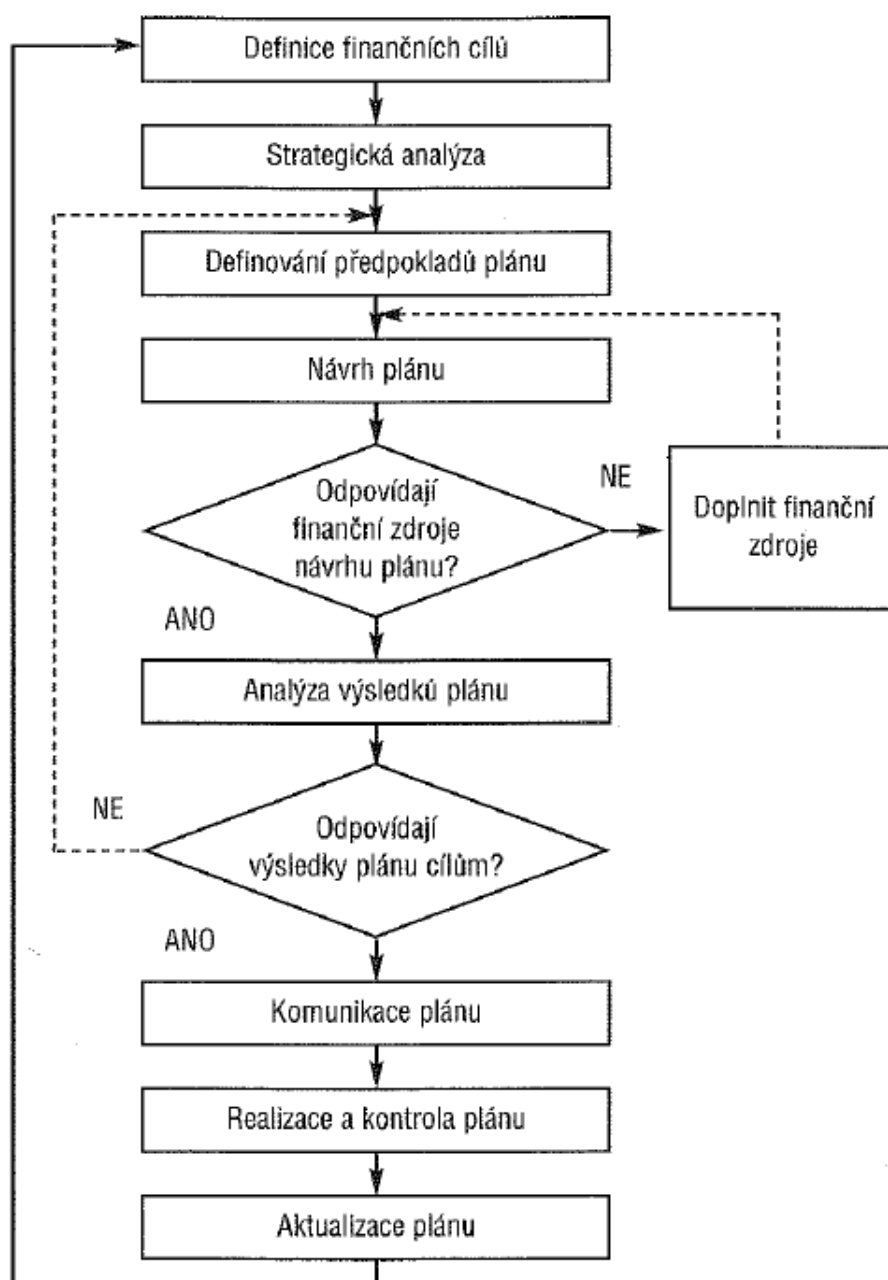
Obsahem strategického finančního plánu musí být⁴⁹:

- **Definování finančních cílů pro zvolený časový horizont.** Cíl je značně ovlivněn stadiem životního cyklu podniku, ve kterém se podnik nachází.
- **Stanovení finančních politik** podniku (tj. základních principů). Jedná se například o cenové politiky, úvěrové politiky, dluhové politiky, zásobovací politiky, investiční politiky apod. pro daný časový horizont v návaznosti na definované cíle a předpokládaný vývoj prodeje. Smyslem definování finančních politik finančních politik pro jednotlivé oblasti je zabezpečit realizovatelnost stanovených cílů.
- **Prognóza vývoje prodeje** pro jednotlivé roky i sumárně za celé období. Jedná se o nejdůležitější východisko tvorby finančního plánu.
- **Plán investiční činnosti (kapitálové plánování).** Má klíčové postavení, protože budoucí příjmy podniku jsou závislé na dnešních investičních rozhodnutích. Plán musí reagovat na předpokládaný vývoj poptávky, očekávané technologické změny a dávat je do souladu se současnou výrobní kapacitou podniku.
- **Plán dlouhodobého financování.** Nejdůležitějším zdrojem financování zůstávají vlastní zdroje (budoucí zisk), které mohou být doplňovány externím financováním.

Základní postup sestavování finančního plánu zobrazuje algoritmus na obrázku 1-8.

⁴⁹ Koráb, V., Peterka, J., Režňáková, M. Podnikatelský plán. 2008. str. 141-143

Obrázek 1-8: Algoritmus tvorby finančního plánu



(Zdroj: Koráb, V., Peterka, J., Režňáková, M. Podnikatelský plán. 2008. str. 150)

Mezi nejdůležitější metody tvorby finančního plánu řadíme:

- **Metoda procentního podílu na tržbách**, která vychází z předpokladu, že poměr jistých položek aktiv, pasiv a nákladů k tržbám je konstantní. Tento předpoklad platí jen omezeně, protože dlouhodobý majetek

i dlouhodobé zdroje se nemění proporcionálně v závislosti na vývoji tržeb, ale v závislosti na dlouhodobém investování.

- **Metoda ukazatelů doby obratu** využívající známé vztahy z finanční analýzy mezi tržbami a položkami oběžného majetku, případně krátkodobých závazků, označované jako ukazatele aktivity. Ukazatelé doby obratu vyjadřují ve dnech, za jakou dobu se v průměru příslušná složka majetku vrátí v tržbách. Její použití je stejné jako u metody procentního podílu na tržbách, jen vychází z jiných poměrových ukazatelů.

50

1.12 Ocenění na základě výnosů

Při ocenění na základě analýzy výnosů se vychází z poznatku, že hodnota statku je učena očekávaným užitekem pro jeho držitele. Pro podnik, stejně jako pro ostatní hospodářské statky, představují tento užitek očekávané výnosy. Podle toho, jak rozlišujeme výnosy, nabízí se následující dělení výnosových metod:

- metoda diskontovaného peněžního toku (DCF),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
- kombinované (korigované) metody.⁵¹

1.12.1 Metoda diskontovaného cash flow (DCF)

„Ocenění na základě DCF vychází z předpokladu, že hodnota firmy je primárně založena na jejích budoucích výsledcích, nikoli na minulých či současných finančních ukazatelích. [...] To, co nakonec investory zajímá je ovšem skutečnost, zda je hladina volného cash flow udržitelná či zda může dále růst, a pokud ano, pak jaké zde hrozí riziko. Majitel firmy pak musí rozumět určitým principům, které mu pomohou dohlížet

⁵⁰ Koráb, V., Peterka, J., Režňáková, M. Podnikatelský plán. 2008. str. 151

⁵¹ Kislingerová, E. Oceňování podniku. 2001. str. 145

na práci osoby, která pro něj analýzu DCF provádí. Podstata analýzy DCF spočívá v tom, že oceňuje budoucí cash flow podniku od nadcházejícího roku do nekonečna.⁵²

Metoda diskontovaného cash flow se může vyskytovat ve více variantách⁵³:

- metoda „entity“ (*entity* = jednotka, zde označuje podnik jako celek),
- metoda „equity“ (*equity* = vlastní kapitál),
- metoda „APV“ (*Adjusted Present Value* = upravená současná hodnota).

Při využití **metody DCF entity** je výpočet rozdělen do dvou kroků:

- 1) V první fázi vyjdeme z peněžních toků, které by byly k dispozici pro vlastníky i věřitele a jejich diskontováním získáme hodnotu podniku jako celku (značíme H_b , tj. hodnota brutto).
- 2) V druhém kroku poté od hodnoty H_b odečteme hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění a získáme hodnotu vlastního kapitálu (značíme H_n , hodnota netto).

V případě **metody DCF equity** vycházíme z peněžních toků dostupných pouze majitelům podniku. Jejich diskontováním získáme přímo hodnotu vlastního kapitálu (H_n). **Metoda DCF APV** je podobně jako metoda DCF entity rozdělena do dvou kroků, přičemž se liší v prvním kroku. Zde totiž získáme brutto hodnotu jako součet dvou položek – hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků.

V běžném finančním plánu jsou k dispozici prognózy cash flow pro metodu DCF entity na úrovni:

- CF provozního,
- CF investičního,
- CF finančního,
- CF celkového.

⁵² Nemethy, L. Úspěšný prodej firmy. 2011. str. 111

⁵³ Mařík, M. Metody oceňování podniku. 2011. str. 165

Pro potřeby oceňování ovšem nemůžeme žádnou z daných variant použít přímo. Je třeba zjistit, kolik peněz je možno vzít z podniku, aniž by byl narušen jeho předpokládaný vývoj; zajímá nás volné cash flow (FCF = *free cash flow*). V tabulce 1-3 je vyjádřeno výpočtové schéma.

Tabulka 1-3: Výpočtové schéma FCF

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

(Zdroj: Mařík, M. *Metody oceňování podniku*. 2011. str. 150)

Investice pro výpočet FCF

Podnik by měl realizovat pouze takové investice, které slibují kladnou současnou hodnotu. Investice uvedené v tabulce 1-3 pro výpočet FCF jsou myšleny jako **brutto investice**, tj. veškeré investiční výdaje bez ohledu na to, zda mají nahradit stávající majetek, nebo zda se jedná o investice rozšiřovací (čistě rozšiřovací investice označujeme **netto investice**).

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

Investice potřebné k zjištění FCF poté nejlépe zjistíme z velikosti provozně nutného kapitálu v jednotlivých letech. Investovaný kapitál je vyjádřením provozně nutného majetku ke konci roku a v zůstatkových hodnotách majetku.⁵⁴

⁵⁴ Mařík, M. *Metody oceňování podniku*. 2011. str. 174-175

Technika propočtu hodnoty podniku a volba časového horizontu

Tato technika představuje všechny postupy, jimiž přetváříme vstupní údaje o volných peněžních tocích ve výsledný odhad výnosové hodnoty podniku. Jak jsem zmínil výše, propočet metodou DCF entity probíhá obvykle ve dvou krocích, což můžeme ostatně vidět na obrázku 1-9:

Obrázek 1-9: Postup výpočtu hodnoty metodou DCF entity



(Zdroj: Mařík, M. Metody oceňování podniku. 2011. str. 177)

Hodnotu podniku jako celku určíme pomocí obecného výrazu:

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

kde: $FCFF_t$ volné cash flow do firmy v roce t
 i_k kalkulovaná úroková míra
 n počet let předpokládané existence podniku

V praxi však pracujeme s tzv. „going concern“, tedy předpokladem nekonečně dlouhé existence podniku. Pro tak dlouhé období je ovšem nemožné plánovat peněžní toky pro jednotlivá léta. Literatura tento problém řeší dvěma způsoby:

- využitím standardní dvoufázové metody,
- využitím metody založené na odhadu průměrných temp růst.⁵⁵

⁵⁵ Mařík, M. Metody oceňování podniku. 2011. str. 177-180

Protože obecně převládá první zmíněná metoda, dále nastíním pouze tento postup.

Dvoufázová metoda

Základem této metody je rozdělení na dvě fáze. První fáze zahrnuje období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu FCF pro jednotlivá léta. Druhá fáze obsahuje období od konce první fáze do nekonečna. Hodnotu podniku ve druhé fázi značíme jako **pokračující hodnotu** (*continuing value*). Hodnota metody dle dvoufázové metody se tedy vypočítá:

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

kde: T délka první fáze v letech
PH pokračující hodnota
 i_k kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu

Diskontní míra pro metodu DCF

Volba korektního stanovení diskontní míry závisí na tom, jakou variantu metody DCF zvolíme. V případě, že zvolíme:

- **DCF entity**, pak je třeba stanovit diskontní míru na úrovni **průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC)**,
- **DCF equity**, pak je diskontní míra dána odhadem **nákladů na vlastní kapitál** při konkrétní úrovni zadlužení,
- **DCF APV**, pak:
 - o při stanovení hodnoty podniku použijeme diskontní míru na úrovni **nákladu vlastního kapitálu při nulovém zadlužení**,
 - o určíme-li hodnotu daňového štítu z ročních daňových úspor, diskontujeme daňové úspory úrokovou mírou odpovídající **nákladům cizího kapitálu**.⁵⁶

⁵⁶ Mařík, M. Metody oceňování podniku. 2011. str. 206

1.12.2 Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)

Náklady kapitálu odpovídají příjmům, jež investoři očekávají ze svých investic do podniku a tomu odpovídajícímu riziku. Nejedná se ovšem o skutečné příjmy, ale pouze o náklady ušlé příležitosti. Vzorec pro výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu ($WACC = \text{weighted average capital cost}$) je⁵⁷:

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

- 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 oceňovaný subjekt
 - CK tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku
 - $n_{VK(Z)}$ očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podniku (= náklady na vlastní kapitál) při dané úrovni zadluženosti
 - VK tržní hodnota vlastního kapitálu
 - K celková tržní hodnota investovaného kapitálu, $K = VK + CK$

Cizí kapitál může zahrnovat různé složky:

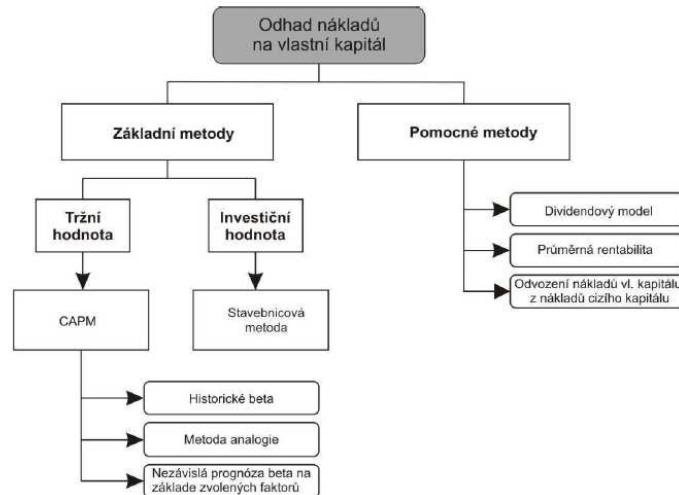
- bankovní úvěry,
- obligace všeho druhu,
- leasingové financování,
- jiné druhy úvěrů.

Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů. Výnosové očekávání musíme odvozovat z možného alternativního výnosu kapitálu a samozřejmě s přihlédnutím k riziku. V případě ocenění vlastního kapitálu se nejvíce v praxi uplatňuje známý model oceňování kapitálových aktiv ($CAPM = \text{capital asset pricing model}$). Pro představu uvádím přehled i ostatních dostupných metod (obr. 1-10).

⁵⁷ Mařík, M. Metody oceňování podniku. 2011. str. 207

Obrázek 1-10: Přehled metod pro odhad nákladů vlastního kapitálu



(Zdroj: Mařík, M. *Metody oceňování podniku*. 2011. str. 216)

Model oceňování kapitálových aktiv je nejčastěji používán v anglosaských zemích. Mezi charakteristické prvky modelu CAPM patří tzv. **přímka cenných papírů**. Odvozuje střední očekávanou výnosnost cenného papíru od očekávané bezrizikové výnosnosti a průměrné prémie za riziko na kapitálovém trhu. Pro očekávanou průměrnou výnosnost cenného papíru A platí:

$$E(R_A) = r_f + \underbrace{[E(R_m) - r_f]}_{\text{prémie za tržní riziko}} * \beta_A$$

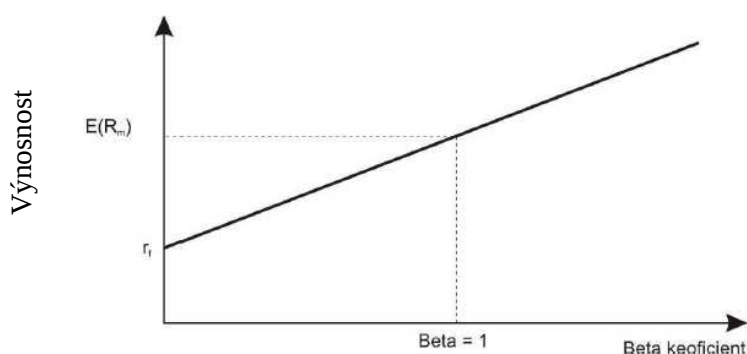
prémie za tržní riziko

kde:	$E(R_A)$	střední očekávaná výnosnost cenného papíru A
	r_f	bezriziková výnosnost
	$E(R_m)$	střední očekávaná výnosnost kapitálového trhu
	β_A	koeficient beta cenného papíru

Očekávaná výnosnost cenného papíru A závisí na bezrizikové úrokové míře, prémii za tržní riziko a faktoru β . Beta je zde jediný faktor, který se váže ke konkrétnímu podniku. Výsledná očekávaná výnosnost (v procentech) je pak použita jako hledaný náklad vlastního kapitálu. Vztah znázorňuje následující obrázek:⁵⁸

⁵⁸ Mařík, M. *Metody oceňování podniku*. 2011. str. 216

Obrázek 1-11: Přímka cenných papírů



(Zdroj: Mařík, M. *Metody oceňování podniku*. 2011. str. 217)

Beta vyjadřuje úroveň rizika jednotlivé akcie, a to relativně k riziku kapitálového trhu jako celku. Pokud je $\beta = 1$, je riziko a v důsledku toho i premie za riziko dané akcie (tj. vlastního kapitálu podniku) na úrovni průměru kapitálového trhu jako celku. Je-li β větší nebo menší než 1, je i výnosová přírážka větší nebo menší než průměrná premie za riziko na kapitálovém trhu. Parametr β chápeme v podstatě jako sklon přímky cenných papírů vyjadřující vztah mezi jednotkovým rizikem a jednotkovou výnosností. Pro beta papíru A platí⁵⁹:

$$\beta_A = K_{Am} * \frac{S_A}{S_m}$$

kde:	K_{Am}	koeficient korelace mezi vývojem výnosnosti papíru A a tržního portfolia m
	S_A	riziko papíru A vyjádřené směrodatnou odchylkou
	S_m	riziko tržního portfolia m vyjádřené směrodatnou odchylkou

1.12.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů (KČV) je obsažena ve Standardu IDW. Princip metody spočívá v tom, že čistý výnos je odvozován z upravených výsledků hospodaření. Existují dvě základní varianty: **propoččet výnosové hodnoty analytickou metodou a propoččet výnosové hodnoty paušální metodou.**

⁵⁹ Mařík, M. *Metody oceňování podniku*. 2011. str. 217

Paušální varianta zmíněné metody lépe vyhovujeme podmínkám, ve kterých působí zvolený podnik, proto se dále budu zabývat pouze touto metodou a nastíním postup výpočtu dle Maříka⁶⁰:

- 1) **Analyzujeme a upravíme minulé výsledky hospodaření.** Cílem je určit čistý výnos, který je možné rozdělit, aniž by se tím snížila majetková podstata podniku. Základní úpravy VH:
 - Podstatná je náhrada odpisů z VZZ počítaných z historických pořizovacích cen odpisy z aktuálních cen reprodukčních.
 - Je třeba vyloučit všechny významné položky nákladů a výnosů, které plynou z provozně nepotřebného majetku.
 - Je důležité sledovat, aby všechny náklady a výnosy byly zaúčtovány do období, ke kterému se věcně a časově vztahují.
 - Do trvalého čistého výnosu je třeba promítnout faktory, o kterých není jisté, zda v budoucnosti nebudou působit jinak, než tomu bylo v minulosti.
- 2) Z časové řady upravených VH **vypočítáme trvalý čistý výnos** k rozdělení jako vážený průměr těchto minulých upravených čistých výnosů dle vzorce:

$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos} = \frac{\sum_{t=1}^K q_t \check{V}_t}{\sum_{t=1}^K q_t}$$

kde: $\check{V}$ = minulé upravené čisté výnosy
 q_t = váhy určující význam čistého výnosu za určitý minulý rok pro odhad budoucího trvale odnímatelného čistého výnosu
 K = počet minulých let zahrnutých do výpočtu

- 3) Zpracujeme výhled podniku do budoucnosti a posoudíme **schopnost dosahovat alespoň stejný trvalý čistý výnos.**
- 4) Určíme **kalkulovanou úrokovou míru.**
- 5) Vypočítáme **výnosovou hodnotu podniku:**

$$H_n = \frac{T\check{V}}{i_k}$$

kde: $T\check{V}$ = trvale odnímatelný čistý výnos
 i_k = kalkulovaná úroková míra

⁶⁰ Mařík, M. Metody oceňování podniku. 2011. str. 264-273

2 Představení společnosti

V této části práce jsem se zaměřil na bližší představení oceňované společnosti.

Obrázek 2-1: Logo společnosti

2.1 Profil společnosti



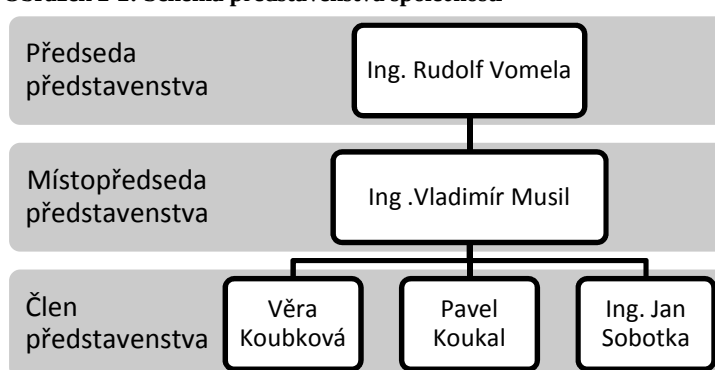
Obchodní firma:	AGRAS Bohdalov, a.s.
Sídlo:	Bohdalov č. p. 278 Bohdalov (základní územní jednotka 595292) okres Žďár nad Sázavou (CZ0635) PSČ 592 13
IČO:	253 47 748
Právní forma:	121 - akciová společnost
Datum vzniku:	19. 8. 1997
Základní kapitál/splaceno:	60 000 000,- Kč/60 000 000,- Kč
Velikostní kategorie:	50 – 90 zaměstnanců (kat. 240)
Předmět podnikání:	zemědělství, včetně prodeje nezpracovaných zemědělských výrobků za účelem zpracování nebo dalšího prodeje, zámečnictví, zednictví, hostinská činnosti, výroba laminátových výrobků, pořez a zpracování dřeva, drobná výroba ze dřeva, práce strojními mechanismy, vedení účetnictví, daňová evidence.
Akcie:	• 5 000 ks akcie na jméno v hodnotě 1 000,- Kč v listinné podobě. • 4 500 ks akcie na jméno v hodnotě 10 000,- Kč v listinné podobě. • 100 ks akcie na jméno v hodnotě 100 000,- Kč v listinné podobě.⁶¹

⁶¹ Obchodní rejstřík, www.justice.cz

2.2 Organizační struktura

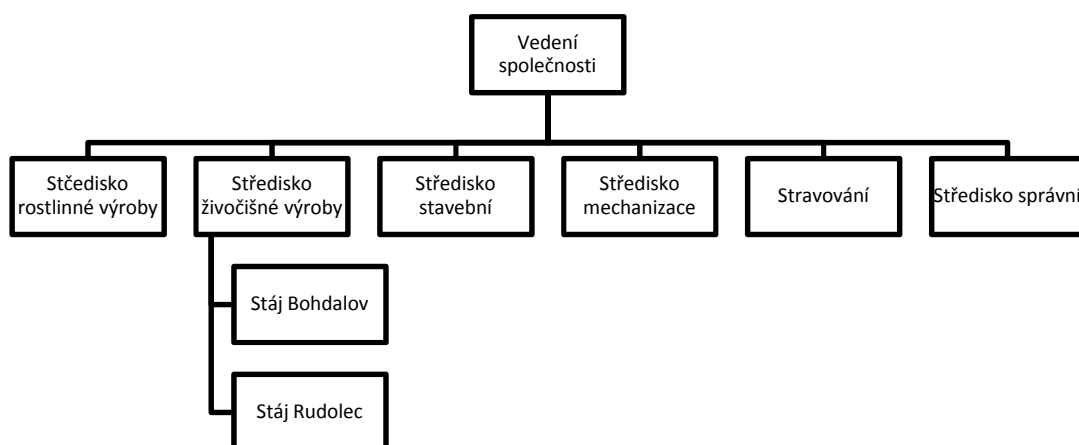
Hlavním řídicím orgánem společnosti je představenstvo (viz obrázek 2-2). Jménem společnosti jedná a podepisuje předseda představenstva, v jeho nepřítomnosti místopředseda představenstva, v rozsahu stanoveném jednacím řádem i prokurista, jiný člen představenstva nebo zaměstnanec společnosti jen podle písemného zmocnění předsedy představenstva. Na výkon představenstva dohlíží dozorčí rada. Organizační jednotky společnosti tvoří střediska (viz přehled na schématu na obrázku 2-3).

Obrázek 2-2: Schéma představenstva společnosti



(Zdroj: Vlastní zpracování)

Obrázek 2-3: Popis organizační struktury



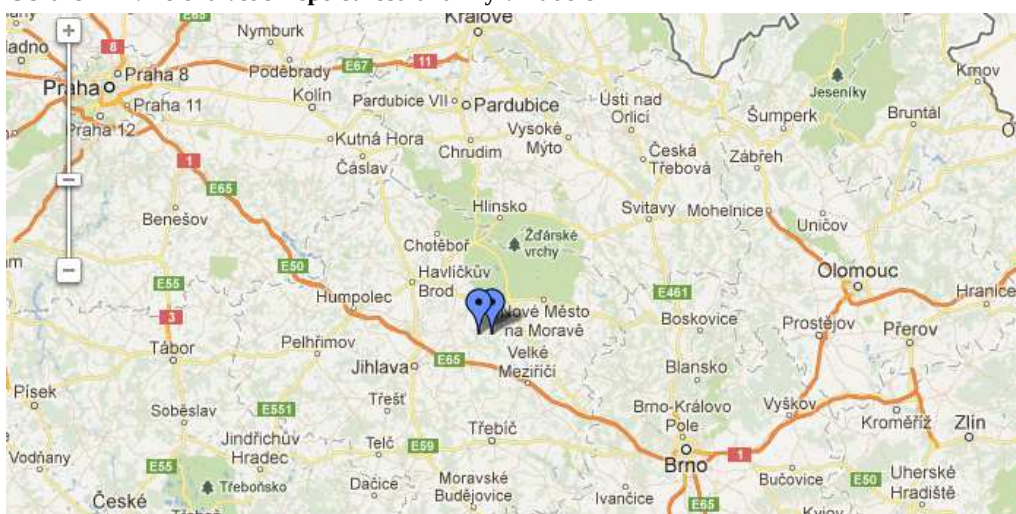
(Upraveno dle: Příloha účetní závěrky AGRAS Bohdalov 2011)

2.3 Stručná historie společnosti a zhodnocení současné situace

Firma AGRAS Bohdalov hospodaří již od roku 1991, tehdy ještě pod názvem ZD Bohdalov, které vzniklo rozdělením původního zemědělského družstva na několik částí. V roce 1997 proběhla transformace na akciovou společnost a v této podobě funguje firma až dodnes. Akciová společnost hospodaří na Vysočině v nadmořské výšce od 550 do 700 metrů na 1300 hektarech zemědělské půdy, z níž je tisíc hektarů orné a 300 ha zaujímají trvalé travní porosty. V současnosti má firma 65 zaměstnanců.

Po vzniku společnosti se vedení rozhodlo specializovat čistě na výrobu mléka. A tomuto cíli byly také podrobeny veškeré minulé i současné investiční záběry. V roce 1995 proběhly dvě významné investice v podobě výstavby a rekonstrukce starých vazných dojníc na volné ustájení se záměrem soustředění chovu na jedno středisko. Druhým počinem byla výstavba tandemové dojnice. V dalších letech se záměr posunul na zvýšení koncentrace dojníc na farmě. V souvislosti s tímto záměrem proběhly dvě etapy výstavby nových stájí (2000, 2003) doplněné výstavbou moderní velkokapacitní dojírny. Současný chov má podobu pěti různě starých i různě kvalitních stájí, kde se chová celkem okolo 1520 kusů holštýnského skotu. Z toho se přímo v Bohdalově nachází základní stádo ca. 760 dojníc a odchov telat do pěti měsíců stáří a zbytek stáda je na druhé farmě v nedalekém Rudolci.

Obrázek 2-4: Poloha vedení společnosti a farmy v Rudolci



(Zdroj: maps.google.com)

Jedinou specializací je výroba mléka. Tomu je podřízeno i zaměření rostlinné výroby, jejímž jediným a hlavním úkolem je vytvořit dostatečnou a kvalitní krmnou základnu pro chov (240 ha silážní kukuřice a ročně se zakládá na orné půdě 120 ha jetelotráv). Rostlinná výroba je v rámci tržních komodit omezena pouze na produkci brambor (sadbové konzumní škrabáky, cca 70 ha).

V současnosti se firma orientuje na investice do živočišné výroby. Vzhledem k vývoji nejnovějších poznatků pro potřeby stáda se rozhoduje firma pro investice pro optimální chov se zajištěním ochrany životního prostředí. Rovněž investice do strojního parku a technologií je směřována k vytvoření kvalitních technologických linek na sklizeň píce (traktory, sekačky, obraceče, shrnovače, apod.).

Firma AGRAS Bohdalov, a.s. je hodnocena jako nejúspěšnější podnik v České republice v kategorii 400 a více krav v oblasti užitkovosti. Toto ocenění získala již čtvrtý rok po sobě (2008-2011). V roce 2012 se premiérově umístila i mezi trojicí společností s nejkvalitnějším mlékem v dané velikostní kategorii v republice.

2.4 Výrobní program společnosti

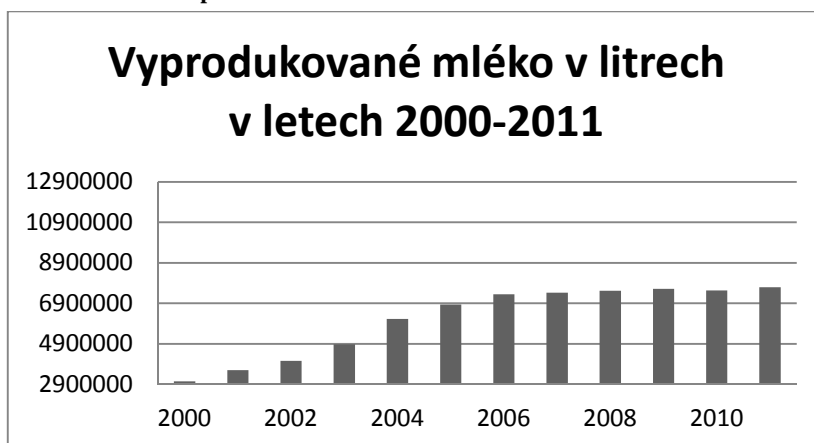
Výrobní program společnosti je vyloženě specializován na výrobu mléka, jak jsem již zmínil výše. Odbyt výroby je z tohoto důvodu velice specifickou záležitostí. Jedná se o nutnost každodenního odvozu mléka do mlékárny. Neexistuje možnost skladování ani snížení výroby. Graf 2-1 uvádí vývoj produkce v letech 2000-2011.

Výhradním odběratelem je Mlékárna TATRA Hlinsko. Odběr mléka je stěžejní, protože představuje 2/3 celkových tržeb společnosti. Další odběratelé nejsou již tolik významní, protože se jedná pouze o doplňkový odběr živočišných produktů. Jedná se o různé obchodní organizace, kterým firma prodává jateční skot, přičemž část připadá na tuzemský trh a zbytek je určen pro export. Specifickou „položku“ tvoří odběratelé telat, kde je celkem 100% určen pro export. Firma vyváží převážně do Nizozemí, Španělska, Itálie a Maďarska. Zbylou část tržeb tvoří rostlinná výroba (především produkce brambor doplněná o malou část produkce žita). V odběru brambor má firma

smluvního partnera – CHIO BOHEMIA CHIPS s.r.o. Co se týká žita, to tvoří pouhých 25 ha a odběrateli jsou různé mlýny.

Rostlinná a živočišná výroba jsou poté doplněny doplňkovými službami, jako jsou prodej v kantýně, prodej materiálu, zajištění dopravy apod.

Graf 2-1: Celková produkce mléka v litrech v letech 2000-2011



(Zdroj: Interní dokumenty AGRAS Bohdalov, a.s.)

3 Strategická analýza

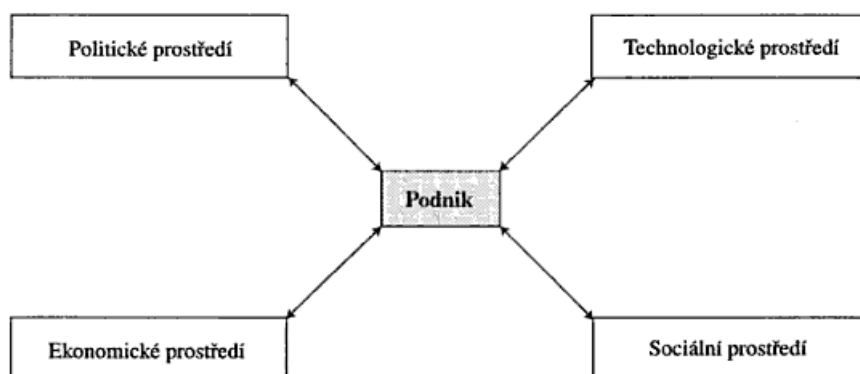
Nyní se zaměřím na vypracování strategické analýzy. Jedná se o podstatnou část celého procesu oceňování, jejímž smyslem je přiblížit prostředí, ve kterém se daný podnik vyskytuje a jaké prvky jej ovlivňují.

3.1 Makroekonomické prostředí

Je oceňován zemědělský podnik a sektor zemědělství úzce souvisí s výrobou potravin. Všeobecně platí, že poptávka po potravinách je relativně necitlivá na změny makroekonomických ukazatelů. Přesto považuji za důležité alespoň stručně charakterizovat prostředí, ve kterém společnost AGRAS Bohdalov působí, i z hlediska makroekonomie. Jak uvádí literatura⁶², vývoj makroprostředí, ve kterém podniky fungují (viz obrázek 3-1), má významný vliv na jejich celkovou výkonnost. Posouzení vývoje podmínek, ve kterých podnik působil v minulosti, funguje v současné situaci, jakož i prognóza budoucího vývoje, proto pomáhá odhadci při práci.

Vývoj hlavních makroekonomických indikátorů české ekonomiky a jejich predikce vycházejí z Makroekonomické predikce České republiky, vydávané MF ČR.

Obrázek 3-1: Postavení podniku v rámci makroprostředí



(Převzato z: Kislingarová, E. Oceňování podniku. 2001. str. 29)

⁶² Kislingarová, E. Oceňování podniku. 2001. str. 29

3.1.1 Ekonomické prostředí

Shrnutí makroekonomického vývoje

Vývoj hlavních makroekonomických indikátorů české ekonomiky a jejich predikce vycházejí z Makroekonomické predikce České republiky, vydávané MFČR a jsou shrnuty v následující tabulce:

Tabulka 3-1: Hlavní makroekonomické indikátory

		2010	2011	2012	2013	2014
					Aktuální predikce	
Hrubý domácí produkt	růst v %, s.c.	2,5	1,9	-1,3	0	1,2
Spotřeba domácností	růst v %, s.c.	1	0,7	-3,5	-1,2	1
Spotřeba vlády	růst v %, s.c.	0,5	-2,5	-1	-0,2	-1,7
Tvorba hrubého fixního kapitálu	růst v %, s.c.	1	-0,7	-1,7	-0,4	0,9
Příspěvek ZO k růstu HDP	p.b., s.c.	0,5	2	1,5	0,4	0,3
Deflátor HDP	růst v %	-1,4	-0,8	1,4	0,4	0,9
Průměrná míra inflace	%	1,5	1,9	3,3	2,1	1,7
Zaměstnanost	růst v %	-1	0,4	0,4	-0,2	0
Míra nezaměstnanosti	průměr v %	7,3	6,7	7	7,6	7,7
Objem mezd a platů	růst v %, b.c.	0,7	2,2	2	1,4	2,7
Poměr BÚ k HDP	%	-3,9	-2,7	-2,4	-2,3	-2,3
Předpoklady:						
Směnný kurz CZK/EUR		25,3	24,6	25,1	25,4	25,2
Dlouhodobé úrokové sazby	% p.a.	3,7	3,7	2,8	2,2	2,3
Ropa Brent	USD/barel	80	111	112	108	102
HDP eurozóny (EA12)	růst v %, s.c.	2	1,4	-0,6	-0,4	0,6

(Zdroj: MFČR)

Výkonnost české ekonomiky se v roce 2011 podle odhadů MFČR zvýšila o 1,8 %, růst však v průběhu prvních tří čtvrtletí postupně zpomaloval. Ve 3. čtvrtletí dokonce došlo k mírnému mezičtvrtletnímu poklesu o 0,1 %. Pro další období se předpokládá stagnace

ekonomiky, která je zapříčiněna zejména další eskalací problémů v eurozóně a zhoršenými ekonomickými vyhlídkami našich hlavních obchodních partnerů. V roce 2013 by se měl ekonomický výkon zvýšit o 1,6 %.

Pro rok 2012 počítá predikce s průměrným růstem spotřebitelských cen o 3,2 %, v roce 2013 by měla průměrná míra inflace dosáhnout 1,5 %. Vývoj spotřebitelských cen bude významným způsobem ovlivněn změnami DPH. Situace na trhu práce by měla odrážet pomalý růst ekonomiky a zvýšenou nejistotu.

Míra nezaměstnanosti by měla letos vzrůst na 7,0 %, k dalšímu mírnému nárůstu nezaměstnanosti by mělo dojít i v roce 2013. Objem mezd a platů by se v tomto roce mohl zvýšit o 2,0 %, v roce 2013 pak o 2,6 %. Poměr deficitu běžného účtu platební bilance k HDP by měl zůstat na nízké a udržitelné úrovni. Vzhledem k vysokým nejistotám ohledně dalšího vývoje v eurozóně je nová Makroekonomická predikce MF ČR zatížena významnými riziky směrem dolů. Další vývoj české ekonomiky bude do značné míry záviset na tom, zda a jak rychle se podaří současnou situaci v problémových zemích eurozóny vyřešit.

Tempo růstu hrubého domácího produktu

HDP je jedním z klíčových makroekonomických ukazatelů zobrazujících vývoj české ekonomiky, a proto se nyní podrobněji zaměřím na jeho vývoj. Rozeznává celkový počet vyrobených statků a služeb na určitém území v daném období. V tabulce 3-2 uvádím vývoj reálného HDP v letech 2006-2011, roky 2012-2015 představují prognózu Ministerstva financí České republiky.

Tabulka 3-2: Vývoj reálného HDP

Skutečnost	HDP		Prognóza MF	HDP	
Rok	mld. Kč	Tempo růstu v %	Rok	mld. Kč	Tempo růstu v %
2006	3 335	7,0	2012	3 600	-0,5
2007	3 526	5,7	2013	3 634	1,0
2008	3 635	3,1	2014	3 704	1,9
2009	3 465	-4,7	2015	3 804	2,7
2010	3 560	2,7			
2011	3 619	1,7			

(Zdroj: MF ČR)

Průměrné tempo růstu (vypočítané pomocí geometrického průměru) za roky 2006-2011 činí 2,51 %, resp. 1,27 % pro predikované období. Podle makroekonomické predikce České republiky⁶³ stále ještě nedosáhl ekonomický výkon úrovně před recesí na přelomu let 2008 a 2009.

Současnou fázi ekonomického cyklu můžeme považovat za stagnaci. Drobnými příznivými signály byly růst průmyslové výroby a výsledek obchodní bilance za listopad 2011, které by se mohli odrazit ve velmi mírně pozitivním mezičtvrtletním růstu. Ekonomika se tak v roce 2011 mohla vyhnout technické recesi (dva po sobě následující mezičtvrtletní poklesy HDP). Predikce dalšího vývoje je velmi nejistá. Ekonomický růst bude zřejmě brzděn pesimismem, ztrátou důvěry a obavami z dopadů dluhové krize Eurozóny, což se projeví v opatrnějším mikroekonomickém rozhodování, a tedy v poklesu hrubých domácích výdajů. V roce 2013 by mohlo dojít k zotavení na úroveň 1,6 %. Rizika jsou však výrazně vychýlena směrem dolů a to zejména v případě zostření dluhové krize v Eurozóně způsobené možnou nepředvídanou nepříznivou událostí.

Vývoj úrokových sazeb

Limitní úvěrová sazba pro dvoutýdenní repo operace je primárním nástrojem měnové politiky. V současné době se nachází na úrovni 0,25 procenta a oficiální prognóza ČNB počítá implicitně s dalším snižováním dokonce do záporných hodnot. Průměrná hodnota tříměsíční sazby PRIBOR se ve 2. čtvrtletí 2012 držela na úrovni 1,2 %; pro celý zbytek roku 2012 počítáme s hodnotou 1,1 %, která by měla setrvat i v roce 2013.

⁶³ Makroekonomická predikce České republiky. 2012. Q1

Tabulka 3-3: Vývoj ročních úrokových sazeb

Skutečnost	Úrokové sazby roční			Prognóza MF	Úrokové sazby roční		
	2T Reposazba	PRIBOR 3M*	Úrokové sazby z úvěrů**		2T repo sazba	PRIBOR 3M	Úrokové sazby z úvěrů**
2006	2,50	2,30	4,29	2012	-	1,1	-
2007	3,50	3,09	4,85	2013	-	1,1	-
2008	2,25	4,04	5,59				
2009	1,00	2,19	4,58				
2010	0,75	1,31	4,1				
2011	0,75	1,19	3,93				
*Tříměsíční sazba PRIBOR na mezibankovním trhu							
**Nefinanční podniky							

(Zdroj: MFČR)

Vývoj inflace

Průměrná míra inflace je dalším ukazatelem, kterým se hodnotí ekonomická situace země. Vývoj inflace v České republice je znázorněn v tabulce 3-4. Hlavním protiinflačním faktorem v roce 2012 je velmi slabá domácí poptávka. Naopak lehce proinflační by mělo být působení směnného kurzu. Předpokládaná průměrná míra inflace v roce 2012 je na úrovni 3,2 %. Příspěvky tržního růstu cen k meziroční inflaci by měly zůstat ve zbývající části roku kladné. Na ceny budou mít samozřejmě vliv administrativní opatření (viz zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod na 15, resp. 21 %).

Tabulka 3-4: Vývoj průměrné míry inflace

Skutečnost	Průměrná míra inflace	Prognóza MF	Průměrná míra inflace
	%		%
Rok		rok	
2006	2,50	2012	3,20
2007	2,80	2013	2,20
2008	6,30	2014	2,20
2009	1,00	2015	1,80
2010	1,50		
2011	1,90		

(Zdroj: MFČR)

Vývoj směnných kurzů

Analýzu makroprostředí doplním ještě o vývoj směnných kurzů koruny vůči dolaru a euru. Tržby společnosti AGRAS Bohdalov od zahraničních zákazníků nemají velký

vliv. Výše zmíněný prodej skotu do zahraničí není tolik významný, vývoj směnných kurzů tedy nemá na hospodaření podniku přímý účinek. Z pohledu hospodářského vývoje je ovšem zásadní. Navíc v úvahu připadá nepřímý vliv, kdy produkce některých zákazníků společnosti směřuje do zahraničí. Z tabulky 3-5 je patrné, že vývoj koruny ve sledovaném období má kolísavý průběh. Po poměrně razantním oslabení v posledním čtvrtletí roku 2011, které je spojeno s eskalací dluhové krize v Eurozóně, se vrátila k mírnému posilování. Nejistá politická situace v Eurozóně rovněž přispívá k nárůstu averze k riziku. To může mít za následek další oslabení koruny. Současné období je rovněž spojeno s vysokou volatilitou kurzu.

Tabulka 3-5: Vývoj směnného kurzu české koruny k euru a dolaru

Skutečnost	Směnné kurzy roční		Prognóza MF rok	Směnné kurzy roční	
	CZK/EUR	CZK/USD		CZK/EUR	CZK/USD
2006	28,34	22,59	2012	25,30	19,9
2007	27,76	20,31	2013	25,20	20,2
2008	24,96	17,06	2014	24,90	19,9
2009	26,45	19,06	2015	24,60	19,7
2010	25,29	19,11			
2011	24,59	17,69			

(Zdroj: MFČR)

3.1.2 Politické prostředí

V současné době se zmítá politická scéna mnoha aférami a je charakteristická poměrně nestabilním prostředím. Vláda s velkými obtížemi přestála přelom roku a vyhlídky nejsou zvláště pozitivní. Pro zemědělský sektor jsou politické vlivy zásadní. Přestože hlavní vlna dotační politiky je již za námi, je tato éra stále významná. V České republice nemají zemědělské podniky na vládu tak silný a přímý vliv jako například shodné společnosti ve Francii či Polsku. V důsledku úsporných opatření byly rovněž sníženy podpory poskytované zemědělským subjektům.

Společnost AGRAS Bohdalov není žádnou výjimkou, a proto musí sledovat obchodní zákoník, který upravuje normy akciové společnosti, stejně jako zákon o účetnictví, živnostenský zákon a spousty dalších zákonů, vyhlášek a norem. Rovněž legislativa

vztahující se na ochranu životního prostředí je pro zemědělské prvovýrobce v současné době zásadní.

3.1.3 Technologické prostředí

Technologický vývoj v zemědělství je stejně důležitý jako v dalších sektorech ekonomiky. Zásadou nových technologií při chovu hospodářských zvířat i efektivnějším strojům se v minulých letech ušetřilo na vyplácených mzdách v důsledku nahrazení lidské síly stroji. Společnost využívá nejmodernější dostupné dojící technologie (Boumatic) umožňující maximální hygienu při získávání mléka. Rovněž stroje pro polní práce a zpracování půdy dosahují vysoké úrovně. Revoluci v posledních letech představuje i nové složení krmných dávek včetně aplikace chemických přípravků. Snad jen současný stav podnikových budov je ve srovnání s oborem pod průměrem, kdy většina staveb je z poloviny 90. let a vyžadovala by rekonstrukci.

3.1.4 Sociální prostředí

Z údajů dostupných na stránkách Českého statistického úřadu lze odvodit následující analýzu sociálního prostředí. V České republice žilo k 31. Září 2012 10 513 209 obyvatel. Došlo k nárůstu o téměř 18 tis. obyvatel. V Evropské unii žije k 1. 1. 2013 dle údajů dostupných na EUROSTATU více než 503 milionů obyvatel. Struktura vzdělání obyvatel ČR je následovná:

- 17 % obyvatel dosáhlo základního vzdělání,
- 33 % má střední vzdělání s výučním listem,
- 31 % má střední vzdělání s maturitní zkouškou a
- 12 % vysokoškolské vzdělání.

Ve stále větší míře dochází k odlivu obyvatelstva z venkovských oblastí do měst. Venkov je spojen s nižšími průměrnými mzdami i nižším kulturním životem.

Lidé stále více upřednostňují nákupy kvalitních domácích potravin, zpravidla se zjevným označením (viz např. značka Klasa). Bývá tedy preferována kvalita před cenou. Ve větší míře se objevují i tzv. BIO výrobky.

V obci, ve které sídlí podnik AGRAS Bohdalov žije v současné době 1075 obyvatel ⁶⁴. Dosažené vzdělání, věková struktura ani životní úroveň obyvatel nemá na podnik výraznější vliv.

3.2 Analýza mikroprostředí

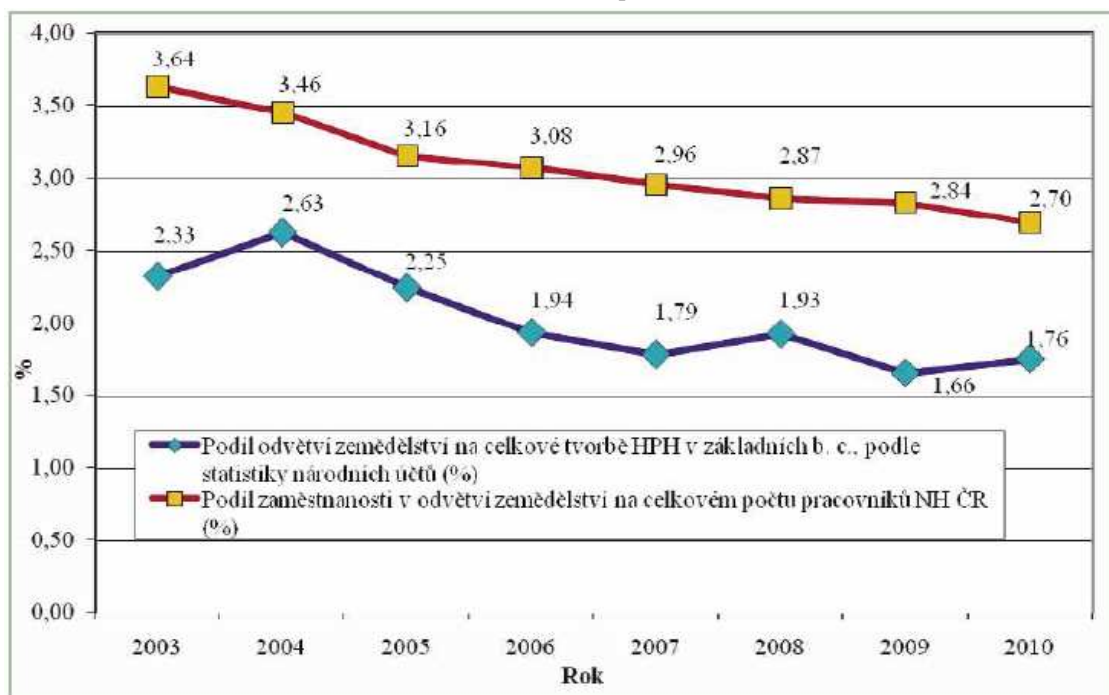
V této kapitole se zabývám odvětvím Smíšené hospodářství, v klasifikaci CZ-NACE se jedná o kategorii 01.50 sekce A – Zemědělství, lesnictví a rybářství. Údaje pro tuto analýzu představují data získána ze Zelené zprávy vydávané Ministerstvem zemědělství a z Českého statistického úřadu.

3.2.1 Pozice zemědělství v národním hospodářství

Zemědělství v rámci národního hospodářství je velmi pomalu se rozvíjející odvětví se spoustou specifických problémů. Úzká kooperace se státem ve formě dotací, výkupních kvót, intervenčních cen, ochranných opatření vůči zahraničí atd. zabraňuje jinak pravděpodobným finančním problémům podniků. Tyto zásahy státu do fungování zemědělského trhu stabilizují odvětví a částečně ho chrání před zahraniční konkurencí.

⁶⁴ Veřejná správa online, www.mesta.obce.cz

Graf 3-1: Pozice sektoru zemědělství v rámci národního hospodářství ČR



(Zdroj: Zelená zpráva 2010)

Při srovnání agrárního sektoru s dalšími sektory národní ekonomiky, lze vidět charakteristické rysy:

- **Nízká atraktivita** odvětví díky nízké výnosnosti a relativně vysoké nejistotě v oblasti rostlinné výroby (zásadní vliv výkyvů počasí v průběhu roku). V v provozech živočišné výroby odrazuje pracovní sílu špatné pracovní prostředí.
- **Nízké příjmy zaměstnanců** – dlouhodobě se pohybují na úrovni 75-80 % celostátního průměru.
- **Nízký podíl vysokoškolsky vzdělaných lidí** v zemědělství, nepříznivá věková struktura (45 % osob je ve věku 45-59 let a jen necelých 12 % osob ve věku 15-29 let; tyto poměry se každý rok nadále zhoršují).
- V zemědělství je **velmi málo inovací** výrobků, procesů či technologií (patenty); neexistují žádné nové výrobní metody.

3.2.2 Trh zemědělských výrobků

Zemědělská výroba je i s navazující výrobou potravinářskou jedním z **tradičních odvětví národního hospodářství**. Podíl zemědělství spolu s lesnictvím na hrubé přidané hodnotě v národním hospodářství se přibližuje průměru zemí bývalé evropské patnáctky. České zemědělství má za sebou stoletími prověřenou tradici, která nejenže zaručovala kýženou soběstačnost národa v základních potravinách, ale i tento středoevropský kout světa proslavila v zahraničí. V agrárním exportu se dlouhodobě uplatňují především komodity mléko, živá zvířata, obiloviny, cukr a slad.

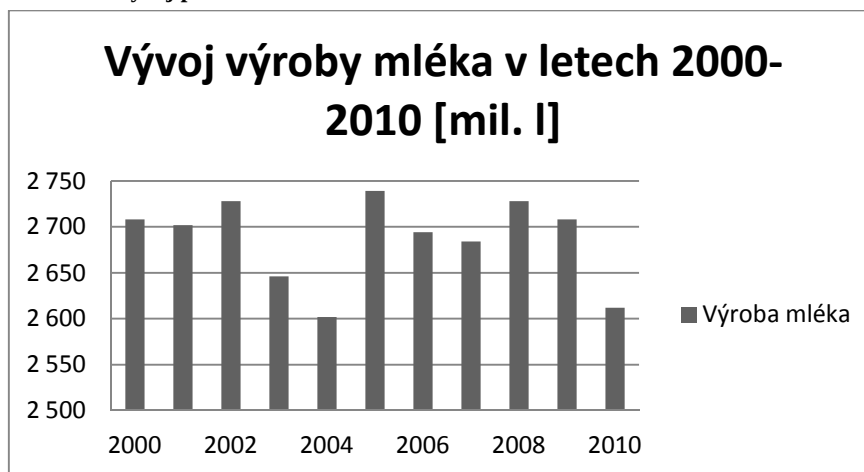
Trh zemědělských výrobků je značně **nejednotný** a v mnoha jeho segmentech vystupují rozličné subjekty. Jeho hlavní dvě části jsou trh **živočišné produkce** a trh **rostlinné produkce**. Podle podílu na celkové hrubé zemědělské produkci zabírá každá část přibližně polovinu trhu. Oba trhy mají naprosto odlišný okruh zákazníků.

Pro společnost AGRAS Bohdalov představuje nejvýznamnější položku vzhledem k vývoji tržeb **trh s mlékem**. Ten v České republice za rok 2010 lze charakterizovat meziročním výrazným snížením stavu dojeného skotu (o 13,9 tis. ks, tedy cca o 1,0 % na 1349,3 tis. ks) s následným poklesem produkce mléka, nárůstem průměrné domácí ceny zemědělských výrobců (dále jen CZV) mléka a stabilizací vývozu suroviny. Rovněž celková produkce mléka ve výši 2 612,5 milionů l představuje meziroční úbytek vyrobeného mléka o 3,5 % vlivem významného snížení dojeného skotu, i když průměrná roční užitkovost se zvýšila. V návaznosti na snížení celkové produkce mléka došlo rovněž k meziročnímu poklesu tržní produkce mléka o 3,1 % na 2 508,4 mil. l. Další typickou charakteristikou, která ovlivňovala možnosti domácího mlékárenského průmyslu, je vývoz surového mléka přímo do zahraničí, stejně jako vysoké konkurenční dovozy mlékárenských výrobků z jiných zemí EU.

Kvalita nakupovaného mléka byla již standardně na vysoké úrovni. V roce 2010 bylo celkem 97,7 % nakoupeného množství v I. a vyšší třídě jakosti.

Důležitou charakteristikou trhu je jeho velikost vyjádřená v jednotkách produkce. Na grafu 3-2 je zobrazena celková produkce mléka v České republice v letech 2000-2010. Je patrné, že produkce má ve sledovaných letech kolísavý průběh. Citelný je pokles výroby po roce 2008, kdy rok 2010 představuje druhou nejnižší produkci za posledních 10 let. Tento jev si vysvětlují především již zmíněnou redukcí stavu dojného skotu.

Graf 3-2: Vývoj produkce mléka v letech 2000-2010



(Zdroj: ČSÚ)

Ke každé charakteristice trhu patří rovněž vývoj cen. Tabulka 3-6 sleduje vývoj cen ve sledovaných obdobích v rámci měsíčních průměrů. Jak je patrné, v prosinci 2011 došlo k opětovnému nárůstu ceny. CZV posunula své tříleté maximum, rekordní cena z ledna roku 2008 (10,01Kč/l) však nebyla dosud překonána a letošní (rozuměj rok 2011) prosincová cena byla 1,64 Kč pod její úrovní (v lednu 2008 dosáhla cena nejvyšší hodnoty minimálně za posledních 14 let). V prosinci 2011 se od prvovýrobců nakupovalo kravské mléko třídy Q za 8,46 Kč/l, což je o 7 haléřů (0,8 %) vyšší hodnota, než v listopadu a meziroční nárůst o 0,48 Kč (6 %) proti prosinci 2010. Na opačném konci je období roku 2009. Tato etapa je označována jako „mléčná krize“, kdy cena mléka klesla na některých místech až pod šest korun za litr a někteří zemědělci na protest rozlévali mléko na polích.

Tabulka 3-6: Nákupní ceny za mléko - placené mlékárnami

Rok/měsíc	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
2001	7,67	7,70	7,69	7,73	7,75	7,75	7,74	7,73	7,81	7,95	8,07	8,13
2002	8,25	8,23	8,22	8,20	8,15	8,08	8,04	8,01	8,04	8,05	8,08	8,08
2003	8,02	7,99	7,93	7,82	7,72	7,69	7,65	7,64	7,69	7,74	7,77	7,82
2004	7,90	7,89	7,96	7,94	7,99	7,99	8,03	8,03	8,11	8,24	8,31	8,34
2005	8,42	8,43	8,44	8,37	8,32	8,28	8,17	8,17	8,19	8,20	8,20	8,18
2006	8,13	8,06	8,05	7,95	7,84	7,76	7,60	7,59	7,61	7,67	7,72	7,76
2007	7,81	7,80	7,79	7,79	7,80	7,79	7,88	8,08	8,48	9,37	9,98	9,99
2008	10,01	9,98	9,69	9,19	8,74	8,44	8,07	7,89	7,73	7,46	7,13	6,83
2009	6,43	6,17	6,08	6,06	6,02	5,95	5,89	5,91	5,99	6,17	6,39	6,67
2010	6,90	7,08	7,16	7,23	7,30	7,34	7,37	7,46	7,62	7,77	7,89	8,02
2011	8,08	8,15	8,20	8,24	8,27	8,27	8,29	8,27	8,29	8,33	8,37	8,38

(Zdroj: Státní zemědělský a intervenční fond)

Ceny placené zemědělcům podle krajů se v prosinci pohybovaly v rozmezí od 7,20 Kč/l do 9,85 Kč/l. Nejvyšší cena byla zaplacená v Plzeňském kraji a nejnižší v Moravskoslezském kraji. Nejnižší průměrná cena byla placena rovněž v Moravskoslezském kraji 8,16 Kč/l a nejvyšší průměrná cena se v Jihočeském kraji vyšplhala na 8,99 Kč/l. V kraji Vysočina hovoří poslední údaje v průměru o částce 8,42 Kč/l.

Z pohledu rostlinné výroby, objem sklizené produkce obilovin v ČR v roce 2010 dosáhl 6 877,6 tis. tun, což představuje meziroční pokles o 12,2 %. Na celkové produkci se podílela již tradičně nejvyšším objemem pšenice (4 161,6 tis. t, tj. 60,5 %), ječmene bylo sklizeno 1 584,5 tis. t, kukuřice 692,6 tis. tun a dalších obilovin (žito, triticales, oves a ostatní) celkem 439,0 tis. tun.

V hospodářském roce 2010/11 meziročně klesly v ČR produkční plochy brambor celkem (se zápočtem ploch domácností) o 4,6 % na 35,05 tis. ha při průměrném výnosu 23,45 t/ha. Celková produkce brambor klesla proti roku 2009/10 o 11,5 % na 821,9 tis. tun. Rané brambory byly pěstovány na celkové ploše 2,98 tis. ha. Výnos se meziročně snížil o 2,9 % na 16,84 t/ha, což zapříčinilo pokles produkce o 12,2 % na 50,11 tis. tun.

Charakteristiku oboru už doplním pouze o vývoj počtu pracovníků v sektoru A – Zemědělství v kraji Vysočina. Ten ve sledovaných letech postupně klesal z hodnoty 23,5 tis. v roce 2005 až na 13,2 tis. v roce 2011, což vidíme i v tabulce 3-7.

Tabulka 3-7: Počet zaměstnaných osob v zemědělství v kraji Vysočina v letech 2005-2011

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Počet pracovníků (v tis.)	23,5	20,1	19,7	23,0	22,0	17,2	13,2

(Zdroj: ČSÚ)

V letech 2010 a 2011 pokračuje v zemědělství dynamické snižování zaměstnanosti. Meziroční úbytek pracovníků v zemědělských podnicích v rámci celé České republiky činil 5 % a jejich počet poklesl na 114,2 tis. Podíl pracovníků v zemědělství na celkové zaměstnanosti v národním hospodářství ČR činil 2,3 % a meziročně poklesl o 0,1 p. b.

3.2.3 Vymezení relevantního trhu a jeho analýza

Nejhrubším způsobem lze tržní pozici společnosti AGRAS Bohdalov, a.s. popsat tak, že nemá výraznější možnosti ovlivňovat ceny své produkce ani vstupů. Co se týká velikosti, tak firma působí na zajímavém trhu, který nicméně prochází v České republice dlouhodobým útlumem, či alespoň omezováním tradiční výroby, která je doposud jen částečně nahrazována alternativním využitím základních výrobních faktorů (především půdy) a produkce – především zapojením zemědělské výroby do energetického mixu. Z velikosti trhu je dále zřejmé, že vliv kterékoli společnosti na něj je zanedbatelný, tento fakt navíc podtrhuje rostoucí provázanost lokálních a globálních cen.

Z hlediska důležitosti lze říci, že relevantním trhem pro společnost AGRAS Bohdalov je trh celé České republiky, neboť produkce zemědělských výrobců je distribuována po celém jejím území a výkupny jednotlivých produktů se snaží udržovat shodné ceny. I vládní výkup má po celém území stejné ceny a podmínky.

Tabulka 3-8: Srovnání tržeb AGRAS a tržeb odvětví (běžné ceny)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Tržby ČR (mil. Kč)	102 893	102 265	120 182	119 776	97 815	102 605	118 865
Tržby AGRAS Bohdalov (tis. Kč)	80 318	84 646	83 262	85 168	75 066	80 412	87 294
Tržní podíl AGRAS Bohdalov (%)	0,0781	0,0828	0,0693	0,0711	0,0767	0,0784	0,0734

(Zdroj: Zelená zpráva, ČSÚ, Výroční zprávy AGRAS Bohdalov)

Tržby celého odvětví se vyvíjejí nepravidelně, propad v tržbách v roce 2009 je způsoben dopadem hospodářské krize. Zároveň od tohoto roku je vidět každoroční nárůst celkových tržeb v odvětví. Velmi podobně s vývojem tržeb celého odvětví se vyvíjí i tržby společnosti AGRAS Bohdalov. Tržní podíl podniku vyjádřený podílem tržeb podniku na tržbách za celou ČR je opět poměrně stabilní. Dá se předpokládat, že se i v následujících letech bude udržovat na úrovni okolo 0,075 %.

Tabulka 3-9: Meziroční změny tržeb AGRO a tržeb odvětví (běžné ceny)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Meziroční změna ČR (%)	88,89	99,39	117,52	99,66	81,67	104,90	115,85
Meziroční změna AGRAS Bohdalov (%)	104,97	105,39	98,36	102,29	88,14	107,12	108,56

(Zdroj: Zelená zpráva, ČSÚ, Výroční zprávy AGRAS Bohdalov)

V tabulce 3-10 je znázorněn vývoj přidané hodnoty odvětví a společnosti za období 2005-2011. Přidaná hodnota vykazuje kolísavý průběh s minimem opět v roce 2009. Stejně jako u tržeb kopíruje vývoj přidané hodnoty společnosti přibližně vývoj v odvětví.

Tabulka 3-10: Porovnání přidané hodnoty odvětví a AGRAS Bohdalov

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Přidaná hodnota ČR (mld. Kč)	29 789	28 470	33 550	30 869	19 132	24 436	34 841
Přidaná hodnota AGRAS Bohdalov (tis. Kč)	36 412	31 186	37 045	35 918	25 051	31 721	35 004
Meziroční změna ČR (%)	-	95,57	117,84	92,01	61,98	127,72	142,58
Meziroční změna AGRAS Bohdalov (%)	-	85,65	118,79	96,96	69,74	126,63	110,35

(Zdroj: Zelená zpráva, ČSÚ, Výroční zprávy AGRAS Bohdalov)

3.3 Analýza konkurenčních sil

Vzhledem k hlavní činnosti podniku je celkový rozsah působení společnosti AGRAS Bohdalov relativně široký. I proto má spoustu konkurentů, se kterými soupeří v boji o tržní podíly. Podnik momentálně působí pouze na českém trhu. Společnost mu dělají silné kapitálové podniky.

3.3.1 Porterův model pěti sil

K podrobnější analýze bližšího okolí podniku jsem se rozhodl aplikovat Porterův model pěti konkurenčních sil (obrázek 3-2).

Obrázek 3-2: Porterův model pěti sil



(Zdroj: Dedouchová, M. Strategie podniku. 2001. str. 17)

Rivalita mezi podniky uvnitř mikrookolí

Obdobné a nejbližší konkurenční podniky se nacházejí v mnoha blízkých vesnicích. Některé představují výraznou konkurenci, jiné jsou menší a z pohledu konkurence nevýznamné. Přímoou konkurenci společnosti AGRAS Bohdalov tvoří zejména: AGRO Měřín, ZDV Novoveselsko, ZERAS a.s. a Zemědělská společnost Zhoř. Pro představu o jejich velikosti ve srovnání se společností AGRAS Bohdalov uvádím v tabulce 3-10 vybrané hodnoty (hodnota aktiv, přidaná hodnota) získané z účetních závěrek zmíněných podniků za rok 2010. Nejsilnějším hráčem v odvětví je jednoznačně společnost AGRO Měřín, která přesahuje díky své velikosti a svým prostředkům technologické i finanční možnosti společnosti AGRAS Bohdalov. Hlavním konkurentem je ovšem společnost ZERAS a.s. sídlící v nedalekém Radostíně nad Oslavou. Mimo zmíněných společností přichází v úvahu rovněž soukromí farmáři, kteří se specializují na prodej nepasterizovaného mléka. V produkčním měřítku se ovšem jedná o nepatrnou část trhu přetrvávající především na venkově.

Tabulka 3-11: Srovnání vybraných hodnot konkurenčních podniků (2011)

Společnost	Přidaná hodnota (tis. Kč.)	Hodnota aktiv (netto) (tis. Kč)	Dospělá zvířata a jejich skupiny (tis. Kč)
AGRAS Bohdalov	35 004	177 868	7 414
AGRO Měřín	253 285	1 130 418	26 291
ZDV Novoveselsko	30 288	95 447	7 221
Zemědělská společnost Zhoř	23 956	128 590	6 005
ZERAS a.s.	71 065	239 743	11 353

(Zdroj: Obchodní rejstřík)

Významnou roli hrají i zahraniční zemědělské společnosti, které na trh přicházejí sice s méně kvalitními komoditami, ale zato s mnohem nižšími cenami. Pro zpracovatele není důležité nakoupit kvalitní vstupy, ale prodat své výstupy jako kvalitní.

Riziko vstupu potenciálních konkurentů

Nelze očekávat vstup nových společností do tak složitého odvětví, jakým zemědělství beze sporu je. V úvahu připadají pouze subjekty, které by udržovaly zemědělskou plochu pouze s environmentálními požadavky. Co se týká zemědělských ploch, ty mohou být eventuálně obsazeny dalšími podniky, které nabídnou vyšší nájemné.

Společnost AGRAS Bohdalov totiž velkou část zemědělských ploch nevlastní, ale platí nájem. Pravděpodobnější je úbytek konkurenčních společností v důsledku složitých hospodářských podmínek. Nebezpečí představují i plochy pro pěstování kukuřice, které se v poslední době snaží získat provozovatelé bioplynových stanic.

Smluvní síla kupujících

Zákazníci jsou klíčovým prvkem při kterékoli podnikatelské činnosti. Hlavním cílem podnikatelů je najít loajálního a solventního zákazníka. Situace v ČR je rovněž specifická, protože rozhodující prodej zemědělských komodit probíhá přes odbytová družstva, která sdružují více výrobců a disponují tak relativně velkou vyjednávací silou. Navíc kupující těchto zemědělských komodit mají povětšinou dlouhou lhůtu splatnosti, proto není možné se při prodeji soustředit pouze na cenu.

Platební podmínky nabídnuté odběrateli hrají rovněž důležitou roli. Situace s odběrem mléka je specifická v tom ohledu, že odběratelská cena se vyjednává s mlékárnou až po ukončení kalendářního měsíce, ve kterém je mléko vyrobeno a dodáno mlékárně. Nejvýznamnějším zákazníkem dle míry obratu je společnost TATRA Mlékárna Hlinsko, s.r.o.

Další odběratelé nejsou již tolik významní, protože se jedná pouze o doplňkový odběr živočišných produktů. Jedná se o různé obchodní organizace, kterým firma prodává jateční skot, přičemž část připadá na tuzemský trh a zbytek je určen pro export. Specifickou „položku“ tvoří odběratelé telat, kde je celkem 100% určen pro export. Firma vyváží převážně do Nizozemí, Španělska, Itálie a Maďarska. Mezi odběratele můžeme řadit i mlýny, odebírající část vypěstovaných obilnin. Společnost má spoustu drobných zákazníků, kteří nakupují potraviny v kantýně, kupují brambory nebo různorodý stavební či konstrukční materiál případně využívají firemní autodopravy.

Smluvní síla dodavatelů

Dodavatelé představují důležitý článek v podnikatelském řetězci. Nejvýznamnější dodavatele představují subjekty poskytující elektrickou energii (skupina E. ON), pohonné hmoty, krmné komponenty (Agropodnik Velké Meziříčí, JaM Servis Kutná

Hora, SANO, Jam Servis Domažlice) a chemické prostředky (Agroslužby Žďár nad Sázavou). V případě investičních projektů vystupují i dodavatelé moderních technologií či strojního zařízení (John Deere, Kuhn, Claas). Vyjednávací síla dodavatelů je ve srovnání s vyjednávací silou zákazníků mnohem nižší. To je způsobeno především tím, že na trhu výše uvedených prvků existuje vysoká míra konkurence. Proto v případě neuspokojivých výsledků může společnost vypovědět smluvní kontakt a obrátit se na další možné dodavatele. Samotní obchodní zástupci subjektů dodávající krmiva a chemikálie se vzájemně předbíhají s výhodnějšími cenami, kvalitou a celkovými podmínkami dodávky.

Hrozba substituce

V zemědělské prvovýrobě je hrozba substitutů na vysoké úrovni. Kromě tuzemských producentů, plyne i od zahraničních výrobců např. z Polska, kde má zemědělství vyšší postavení. Ohroženou komoditou jsou zejména brambory, kdy tuto tradiční českou potraviny v posledních letech stále častěji lidé nahrazují těstovinami, rýží, popř. luštěninami. V ohrožení je i hovězí maso, které bývá u spotřebitelů nahrazováno stále oblíbenějším a levnějším kuřecím a vepřovým masem nebo i preferencí jiného druhu masa. V poslední době se na trhu začalo objevovat levné maso nižší kvality z jižní Ameriky a Afriky. V případě mléka se jedná o pokles ve spotřebě mléka. Možnost představují i rostlinné náhrady mléka. Hlavní výhodou tohoto produktu je, že neobsahuje cholesterol, lepek ani laktózu. Tento produkt zvolí především zákazníci s výživovými onemocněními

3.3.2 Konkurenční síla podniku

Pro doplnění konkurenční analýzy využiji i přístup dle Maříka. V tabulce 3-12 uvádím jednu z možností, jak vyhodnotit konkurenční sílu podniku. Hlavní výhodou tohoto přístupu je jeho přehlednost a variantnost. Pro potřeby práce jsem diagram modifikoval, aby lépe vyhovoval podmínkám, ve kterých působí společnost AGRAS Bohdalov.

Tabulka 3-12: Profil konkurenční síly oceňovaného podniku

	Kritérium	Váha	Hodnocení						Body	Body x váha	
			Konkur ence má 0	převahu 1	Průměr 2	Podnik 3	má 4	převahu 5			6
Přímé faktory	Šíře sortimentu	1					#			4	4
	Kvalita výrobků	2							#	6	12
	Cenová úroveň	3					#			4	12
	Technická zabezpečení služeb	2					#			4	8
	Účinnost reklamy	2		#						1	2
	Image firmy	1			#					2	2
	Výhody místa	1				#				3	3
Nepřímé faktory	Kvalita managementu	3						#		5	15
	Výkonný personál	2				#				3	6
	Výzkum a vývoj	1			#					2	2
	Majetek, investice	2						#		5	10
	Finanční situace	1							#	6	6
CELKEM		21							82/126		

(Upraveno dle: Mařík, M. Metody oceňování podniku. 2011. str. 91)

Maximální možný počet získaných bodů je v našem specifickém případě 126 (=21*6). Podnik získal celkem 82 bodů, tedy cca 65%. To podle přístupu Maříka odpovídá faktu, že podnik svůj tržní podíl drží či lehce posiluje svoji pozici.

Podrobněji rozeberu jen dílčí faktory. Například kvalita managementu je na vysoké úrovni. Dokáže volit a realizovat správné strategie, pomocí kterých dosahuje podnik stanovených cílů. Úroveň výkonného personálu je srovnatelná s konkurencí, kdy v daném oboru nejsou požadavky na řadové zaměstnance extrémně vysoké. Vedení společnosti se řídí pravidlem, že k úspěchu firmy vede mimo managementu i veškerý personál. Proto považují za prioritu udržení základního kádru kvalitních pracovních sil. Realizované investice jsou důkladně plánované ve všech směrech, což zaručuje jejich

bezproblémovou návratnost. Kvalita výrobků odpovídá získaným certifikátům o kvalitě produkovaného mléka.

3.4 Odhad tržeb

Prognóza trhu se zemědělskými produkty je velice komplikovaná. V práci jsem zvolil přístup, kdy vycházím z již zpracované studie Ministerstva financí (Makroekonomická predikce ČR), kde jsou k dispozici jednak historické hodnoty do roku 2011 a rovněž prognóza pro období 2012-2015.

Tržby společnosti AGRAS Bohdalov lze rozdělit následovně:

- tržby z produkce mléka (představující cca 75-80% celkových tržeb podniku) a
- tržby doplňkové jako prodej v kantýně, prodej konzumních brambor, prodej materiálu (cca 20-25% tržeb).

Vzhledem k faktu, že výše zmíněné doplňkové tržby jsou převážně nárazové a nemají pravidelný charakter, lze považovat, že jejich růst bude ovlivněn pouze inflací. Samotnou prognózu tržeb jsem tedy navázal na vývoj HDP v ČR. Na základě provedeného predikčního testu (výpočet je uveden v příloze č. 8) jsem zjistil, že při využití HDP jako nezávislé proměnné je nejvhodnějším modelem model logaritmický. Má totiž nejnížší kumulativní odchylku od skutečných hodnot, což považuji za nejpodstatnější argument. Druhá v pořadí z hlediska kvality je pak exponenciální závislost na HDP. Výsledkem je tedy funkce:

$$\text{Sledovaný trh (v mld. Kč)} \quad Y = -152,526 + 32,272 * \ln (\text{HDP})$$

Předpokládaný růst tržeb společnosti AGRAS Bohdalov = (tempo růstu inflace (reprezentováno deflátozem HDP) tempo růstu trhu)/2

Tabulka 3-13: Vývoj tržeb relevantního trhu a společnosti AGRAS Bohdalov

Rok	HDP ČR v b.c. (mld. Kč)	Tempo růstu (%)	Trh (mld. Kč)	Růst trhu *	Tržby AGRAS Bohdalov (tis. Kč)	Tempo růstu tržeb *	Podíl na trhu (%)
2004	2 814,8	-	115,7515	-	76 513	-	0,0661
2005	2 983,9	6,01	102,8931	88,89	80 318	104,97	0,0781
2006	3 335,0	11,77	102,2654	99,39	84 646	105,39	0,0828
2007	3 526,0	5,73	120,1825	117,52	83 262	98,36	0,0693
2008	3 635,0	3,09	119,7761	99,66	85 168	102,29	0,0711
2009	3 465,0	-4,68	97,8155	81,67	75 066	88,14	0,0767
2010	3 560,0	2,74	102,6058	104,90	80 412	107,12	0,0784
2011	3 619,0	1,66	118,8659	115,85	87 294	108,56	0,0734
* Řetězový index							

(Zdroj: ČSÚ, MFČR, AGRAS Bohdalov, a.s.)

Je nutné podotknout, že jak výsledky regresní analýzy, tak především výsledky predikčního testu jsou ovlivněny výrazným propadem HDP, resp. tržeb v roce 2009 v celém odvětví i u sledované společnosti. Právě zásluhou zmíněného poklesu si vysvětlují relativně nízké hodnoty indexu spolehlivosti.

Tabulka 3-14: Prognóza vývoje tržeb trhu a společnosti AGRAS Bohdalov

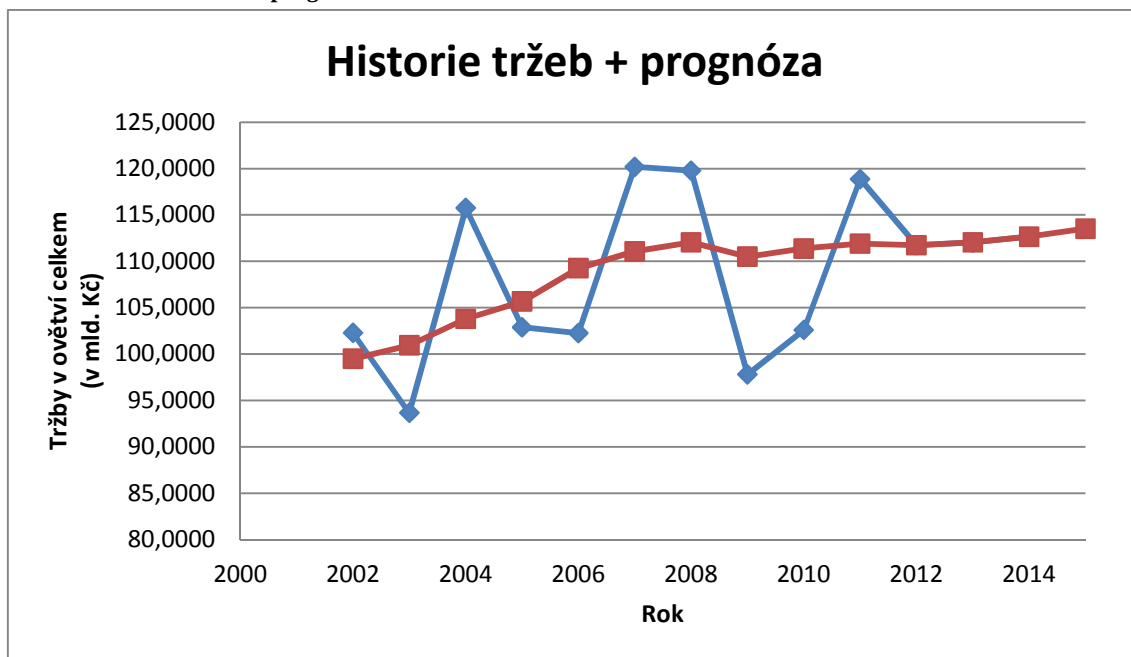
Rok	HDP ČR v b.c. (mld. Kč)	Tempo růstu (%)	Trh (mld. Kč)	Růst trhu *	Tržby AGRAS Bohdalov (tis. Kč)	Tempo růstu tržeb *	Podíl na trhu (%)
2012	3 600,0	-0,53	111,7393754	94,00	85 329,885	97,75	0,0764
2013	3 634,0	0,94	112,0427362	100,27	85 884,529	100,65	0,0767
2014	3 704,0	1,93	112,6584649	100,55	92 325,869	101,075	0,0820
2015	3 804,0	2,70	113,5181854	100,76	95 095,645	101,03	0,0838
* Řetězový index							

(Zdroj: Vlastní výpočty)

Výsledek prognózy tržeb je uvádím v tabulce 3-14. Z ní je rovněž patrné, že prognóza tempa růstu tržeb pro období 2012-2015 činí -2,25 - 1,075 % v závislosti na HDP

a inflaci. Pro větší objektivnost jsem se rozhodl porovnat tento růst s minulým obdobím 2004-2011, kdy růst tržeb společnosti vypočítaný pomocí geometrického průměru činil 1,9 %. A protože tempo růstu v predikovaném období vypočítané stejným způsobem se výrazně neliší (0,13 %), považuji získané hodnoty za přijatelné.

Graf 3-3: Historie tržeb a prognóza na období 2012-2015



(Zdroj: Vlastní zpracování)

4 Finanční analýza

V této části práci se soustředím na vypracování finanční analýzy, která je integrální součástí všech prací při oceňování podniků. Je velmi důležité poznat současnou finanční situaci společnosti. Ta se totiž stává podkladem pro posouzení stávajícího hospodaření podniku a především pro identifikaci potenciálních rizik plynoucích z jeho fungování v budoucnosti.

Finanční analýzu v této práci jsem zpracoval pouze v rozsahu nutném pro úspěšné ocenění podniku. Vstupní údaje představují výroční zprávy společnosti AGRAS Bohdalov z let 2007-2011. Podnik s výjimkou roku 2011 nevytváří samostatný výkaz Cash-flow. Proto jsem pro detailnější výsledky musel sestavit vlastní výkazy pro roky 2007-2010. Data pocházejí z účetních závěrek, které byly ověřeny nezávislým auditorem. Na základě výroku „bez výhrad“ lze považovat údaje v nich obsažené za věrně a poctivě zobrazující stav aktiv, závazků, vlastního kapitálu a finanční situace.

4.1 Analýza absolutních ukazatelů

Výchozím bodem finanční analýzy je tzv. vertikální a horizontální rozbor finančních výkazů. Oba postupy umožňují vidět původní absolutní údaje z účetních výkazů v určitých relacích, v určitých souvislostech. Horizontální analýza sleduje vývoj zkoumané veličiny v čase, vertikální analýza potom sleduje strukturu finančního výkazu vztahenou k nějaké smysluplné veličině (např. celková bilanční suma).

4.1.1 Analýza rozvahy – aktiva

Ze struktury aktiv je možné vyčíst následující:

- platí zlaté pravidlo platební bilance ($A=P$);
- jedná se o kapitálově těžkou firmu, protože převažuje dlouhodobý majetek nad oběžnými aktivy; podíl dlouhodobého majetku se pohybuje ve všech

sledovaných letech přes 70% (jedná se o výrobní firmu) a největší část tvoří dlouhodobý hmotný majetek (konkrétně stavby - 44% a samostatné movité věci- 14,5%);

- žádoucí je rostoucí tendence aktiv, i když z tabulky číslo 4-1 vyplývá, že nárůst nastává až v letech 2010 a 2011;
- podíl oběžných aktiv se pohybuje kolem hranice 25%; nejvýznamnější položkou OA jsou zásoby (cca 12%) a krátkodobé pohledávky (cca 10%).

Tabulka 4-1: Vertikální analýza aktiv

POLOŽKA	2006	2007	2008	2009	2010	2011
AKTIVA CELKEM	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Pohledávky za upsaný VK	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Stálá aktiva	75,12%	73,27%	74,14%	72,65%	72,28%	73,44%
DNM	0,10%	0,07%	0,04%	0,01%	0,00%	0,00%
DHM	68,19%	66,41%	67,24%	65,53%	65,40%	66,86%
DFM	6,82%	6,79%	6,86%	7,12%	6,88%	6,58%
Oběžná aktiva	24,84%	26,47%	25,76%	27,14%	27,69%	26,42%
Zásoby	10,04%	12,26%	14,12%	12,27%	11,96%	12,87%
Dlouhodobé pohledávky	0,00%	0,00%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%
Krátkodobé pohledávky	11,96%	8,43%	10,16%	10,42%	10,76%	11,49%
Finanční majetek	2,84%	5,79%	1,47%	4,45%	4,97%	2,07%
Časové rozlišení	0,05%	0,25%	0,10%	0,20%	0,03%	0,15%

(Zdroj: Vlastní výpočty)

Tabulka 4-2: Horizontální analýza aktiv

POLOŽKA	2007-2006		2008-2007		2009-2008		2010-2009		2011-2010	
AKTIVA CELKEM	704	0%	-1 792	-1,04%	-6 060	-3,56%	5 639	3,43%	7 848	4,62%
Stálá aktiva	-2 649	-2%	176	0,14%	-6 942	-5,49%	3 460	2,90%	7 728	6,29%
Oběžná aktiva	2 996	7%	-1 692	-3,71%	714	1,63%	2 463	5,52%	-94	-0,20%
Časové rozlišení	357	435%	-276	-62,87%	168	103,07%	-284	-85,80%	214	455,32%

(Zdroj: Vlastní výpočty)

4.1.2 Analýza rozvahy – pasiva

Ze struktury pasiv lze vyčíst následující:

- pasiva: nadpoloviční převaha vlastního kapitálu nad cizími zdroji – firma disponuje silnými vlastními zdroji financování;
- společnost dosahuje zisku,
- nejvýznamnější položkou vlastního kapitálu je základní kapitál (33%), následovaný rezervními fondy (23%) a nerozděleným výsledkem hospodaření (10%);

Tabulka 4-3: Vertikální analýza pasiv

POLOŽKA	2 006	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011
PASIVA CELKEM	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Vlastní kapitál	61,60%	66,46%	70,85%	75,93%	77,59%	76,92%
Základní kapitál	34,98%	34,84%	35,02%	36,30%	35,29%	33,73%
Kapitálové fondy	7,22%	7,19%	7,26%	7,53%	7,28%	6,96%
Rezervní fondy, ...	15,33%	19,39%	21,98%	24,79%	24,13%	23,26%
VH minulých let	0,00%	0,00%	4,58%	4,75%	6,79%	10,15%
Cizí zdroje	38,11%	33,02%	28,79%	23,10%	22,41%	23,03%
Rezervy	5,05%	5,49%	7,38%	4,05%	3,92%	3,54%
Dlouhodobé závazky	14,72%	11,70%	8,20%	7,79%	6,23%	5,03%
Krátkodobé závazky	4,41%	4,62%	4,41%	3,48%	3,74%	4,37%
BÚ a výpomoci	13,92%	11,20%	8,80%	7,78%	8,53%	10,09%
Časové rozlišení	0,29%	0,52%	0,36%	0,97%	0,00%	0,05%

(Zdroj: Vlastní výpočty)

Tabulka 4-4: Horizontální analýza pasiv

POLOŽKA	2007-2006		2008-2007		2009-2008		2010-2009		2011-2010	
PASIVA CELKEM	704	0,41%	-1 792	-1,04%	-6 060	-3,56%	5 639	3,43%	7 848	4,62%
Vlastní kapitál	8 805	8,33%	6 284	5,49%	4 063	3,36%	7 096	5,69%	4 909	3,72%
Cizí zdroje	-8 503	-13,01%	-7 790	-13,70%	-11 107	-22,63%	143	0,38%	2 846	7,47%
Časové rozlišení	402	80,40%	-286	-31,71%	984	159,74%	-1 600	-100,0%	93	-

(Zdroj: Vlastní výpočty)

4.1.3 Analýza VZZ

Společnost AGRAS Bohdalov vykazuje diametrálně vyšší výkony než tržby za prodej zboží. V roce 2009 jsou viditelné dopady globální hospodářské krize, protože se jedná o první rok, kdy společnost zaznamenala pokles výkonů, obdobně i pokles přidané hodnoty. Právě podíl přidané hodnoty je poměrně stálý a pohybuje se kolem 30%. Významnou nákladovou položku představují osobní náklady (v roce 2011 22,35%). Jedná se o kombinaci mzdových nákladů a odpisů. Vývoj provozního výsledku hospodaření je značně rozkolísaný. Navíc jeho podíl na tržbách nepřesahuje ve sledovaných letech 8%. Je známkou nízké a kolísavé hodnoty provozního cash flow.

Tabulka 4-5: Horizontální analýza VZZ

POLOŽKA	2007-2006		2008-2007		2009-2008		2010-2009		2011-2010	
Tržby za prodej zboží	429	17,26%	3	0,10%	-291	-9,97%	-157	-5,98%	-138	-5,59%
Obchodní marže	30	12,05%	25	8,96%	-59	-19,41%	5	2,04%	-34	-13,6%
Výkony	5 730	6,57%	2 295	2,47%	-20 386	-21,42%	9 831	13,14%	10 902	12,88%
Výkonová spotřeba	-101	-0,18%	3 447	6,14%	-9 578	-16,08%	3 166	6,33%	7 585	14,27%
Přidaná hodnota	5 861	18,79%	-1 127	-3,04%	-10 867	-30,26%	6 670	26,63%	3 283	10,35%
Osobní náklady	1 345	5,25%	-446	-1,65%	-2 227	-8,39%	-256	-1,05%	2 094	8,71%
Odpisy DNM a DHM	-220	-1,87%	934	8,11%	-632	-5,07%	-16	-0,14%	1 635	13,85%
Provozní VH	2 687	45,21%	-4 058	-47,02%	1 508	32,98%	2 797	46%	-1 526	-17,19%
VH z finančních operací	-45	8,43%	-578	-99,83%	0	0,00%	-103	-8,9%	50	3,97%
VH za běžnou činnost	3 994	93,47%	-4 870	-60,58%	620	18,25%	2 541	65,3%	-1 577	27,89%
VH za účetní období	1 700	24,34%	-5 261	-59,35%	784	22,90%	2 748	56,72%	-1 940	-22,94%

(Zdroj: Vlastní výpočty)

Tabulka 4-5: Vertikální analýza VZZ

POLOŽKA	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Výnosy celkem	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Tržby za prodej zboží	2,20%	2,51%	2,49%	2,78%	2,27%	1,99%
Obchodní marže	0,22%	0,24%	0,26%	0,26%	0,23%	0,18%
Výkony	77,02%	79,98%	81,13%	79,10%	77,89%	81,66%
Výkonová spotřeba	49,68%	48,32%	50,78%	52,87%	48,92%	51,92%
Přidaná hodnota	27,56%	31,90%	30,62%	26,49%	29,20%	29,92%
Osobní náklady	22,65%	23,23%	22,62%	25,70%	22,14%	22,35%
Odpisy DHM a DNM	10,38%	9,92%	10,62%	12,50%	10,87%	11,49%
Provozní HV	5,25%	7,43%	3,90%	6,43%	8,17%	6,28%
VH z finančních operací	-0,47%	-0,50%	-0,99%	-1,22%	-1,16%	-1,03%
VH za běžnou činnost	3,78%	7,12%	2,90%	4,25%	6,04%	4,26%
VH za účetní období	6,17%	7,48%	2,92%	4,45%	6,40%	4,29%

(Zdroj: Vlastní výpočty)

4.1.4 Analýza Cash-flow

V případě analýzy Výkazu peněžních toků zmíním pouze horizontální analýzu. V roce 2008 lze pozorovat výrazné snížení provozního cash-flow, a přestože v dalším období dochází k postupnému nárůstu, společnost doposud nedosáhla tak vysokých hodnot, jako v roce 2007. V celém sledovaném období vykazuje firma záporné investiční CF. To svědčí o investiční aktivitě. Vzhledem k záporným hodnotám CF vztahující se k finanční činnosti předpokládám, že část již zmíněných investic byla financována cizími zdroji.

Tabulka 4-6: Horizontální analýza Cash-flow

POLOŽKA	2007	2008	2009	2010	2011
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	18 217	6 940	10 131	17 444	16 987
Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-8 122	-11 112	-3 994	-14 225	-20 018
Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	-4 987	-2 995	-1 299	-2 411	-1 750

(Zdroj: Vlastní výpočty)

4.2 Poměrové ukazatele

V rámci analýzy poměrových ukazatelů bude společnost AGRAS Bohdalov analyzována pomocí ukazatelů platební schopnosti, rentability, aktivity, zadluženosti a produktivity práce. Souhrnné výsledky ukazatelů jsou uvedeny v příloze č. 7.

4.2.1 Rentabilita

Obecně lze vypořádat kolísavý trend u všech ukazatelů rentability. Souhrnně rovněž platí, že nejlepších hodnot dosahují jednotlivé ukazatele až na výjimky v roce 2010. Ukazatele rentability celkových aktiv dosahují ve sledovaných letech poměrně nízkých hodnot. Zejména v letech 2008 a 2009 je její hodnota velice nízká. Stejně tak ukazatele rentability tržeb vykazují neuspokojivé výsledky. I když ukazatel ROE je ve všech sledovaných letech vyšší než ROA, což by naznačovalo správné hospodaření, celkové výsledky jsou nepostačující.

Tabulka 4-7: Ukazatele rentability

Ukazatele rentability (výnosnosti)	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ROA - Rentabilita CA (EBIT/CA)	5,62%	5,62%	2,71%	3,68%	5,19%	3,97%
ROE - Rentabilita VK (Z/VK)	6,61%	7,59%	2,84%	3,37%	5,27%	3,67%
ROCE - Rentabilita dl. kapitálu (EBIT/(VK+DL.K))	5,90%	6,07%	2,85%	3,92%	5,39%	4,21%
ROS -Rentabilita tržeb (Z/T)	8,02%	10,08%	3,89%	5,42%	8,39%	5,60%

(Zdroj: Vlastní výpočty)

4.2.2 Aktivita

Ukazatele aktivity informují, kolikrát se majetek obrátí v tržbách. Platí, čím vyšší je hodnota ukazatele obratu, tím lépe společnost využívá svůj majetek. Naopak ukazatele doby obratu mají být co nejnižší.

Z ukazatele obratu celkových aktiv vychází, že firma vlastní nadměrné množství majetku, což má za následek zvyšování nákladů a s tím spojený pokles zisku. Doba obratu zásob má rostoucí tendenci, což je nežádoucí situace. Pozitivem není ani nižší

doba obratu závazků oproti pohledávkám. Tento jev má negativní dopad na provozní cash flow. Společnost AGRAS Bohdalov dostávala od svých odběratelů zaplacení v průměru za 80 dní, s výjimkou v roce 2007, kdy se jednalo jen o 60 dní. Své závazky splácí v o poznání kratší době. Firma by měla po svých odběratelích požadovat časnější platby a naopak svoje závazky pokud možno odsunout. To vše ovšem v takové podobě, aby se nezhoršily vzájemné vztahy.

Tabulka 4-8: Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity	Jednotka	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Obrat celkových aktiv (T/CA)	počet obrátek/rok	0,51	0,50	0,52	0,47	0,49	0,50
Obrat zásob (T/Zá)	počet obrátek/rok	5,06	4,08	3,66	3,85	4,07	3,92
Doba obratu aktiv (CA/(T/360))	dny	708,70	719,49	696,58	761,68	738,49	714,44
Doba obratu zásob (Zá/(T/360))	dny	71,13	88,18	98,38	93,46	88,36	91,91
Doba inkasa pohledávek (Po/(T/360))	dny	84,77	60,64	70,85	79,40	79,43	82,07
Doba splatnosti krátk. dluhů (KD/(T/360))	dny	31,28	49,97	30,71	38,06	28,49	39,96

(Zdroj: Vlastní výpočty)

4.2.3 Zadluženost

Ukazatel zadluženosti měří podíl cizích zdrojů na krytí celkových aktiv. Poměr mezi vlastním a cizím kapitálem určuje míru rizika ze strany věřitelů, kteří vyžadují dostatečnou hodnotu vlastního jmění zaručující splacení jejich pohledávek v případě likvidace společnosti.

Společnost nemá svůj majetek zadlužený ve velké míře. Celková zadluženost vykazuje relativně nízké hodnoty, přičemž má klesající tendenci. Růst společnosti je financován z převážné míry z vlastních prostředků. Dobrým signálem pro budoucí věřitele jsou vysoké hodnoty úrokového krytí, kdy doporučenou hodnotu na úrovni 2,5 ve všech letech výrazně převyšuje.

Tabulka 4-9: Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy (zadluženosti)

Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy (zadluženosti)	Jednotka	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Equity Ratio (VK/CA)	%	61,60%	66,46%	70,85%	75,93%	77,59%	76,92%
Debt Ratio I. (CZ/CA)	%	38,11%	33,02%	28,79%	23,10%	22,41%	23,03%
Úrokové krytí I. (EBIT/Ná.ú.)	hodnota-násobek	6,36	8,01	3,92	6,44	11,02	7,97
Úrokové krytí II. ((EBIT+Odp.)/Ná.ú.)	hodnota-násobek	14,11	17,55	14,50	19,00	25,78	23,14

(Zdroj: Vlastní výpočty)

4.2.4 Likvidita

Jak likvidita 1. stupně, tak i 2. stupně dosahuje velmi vysokých hodnot ve všech sledovaných letech. Ukazatele likvidity 1. stupně několikanásobně převyšují doporučené hodnoty (0,5-1). Obdobně je tomu i v případě ukazatelů 2. stupně. Nakonec likvidita 3. stupně nám ukazuje, že podnik má větší množství finančních prostředků, než je doporučeno. Je z nich schopna uhradit cca 80 %. Pouze v roce 2008 se hodnota vešla do intervalu doporučených hodnot (0,2-0,5). Zmíněné doporučené hodnoty je ovšem nutné brát s rezervou, protože se nejedná o hodnoty typické pro zemědělské podniky, kde se lze obecně setkat s rozdílnými výsledky.

Tabulka 4-10: Ukazatele platební schopnost (likvidity)

Ukazatele platební schopnosti (likvidity)	Jednotka	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Likvidita 1. stupně (OA/KZ)	hodnota	5,63	5,73	5,84	7,81	7,41	6,05
Likvidita 2. stupně ((KrP+FM)/KZ)	hodnota	3,35	3,08	2,64	4,28	4,21	3,10
Likvidita 3. stupně (FM/KZ)	hodnota	0,64	1,25	0,33	1,28	1,33	0,47
Pracovní kapitál na aktiva (ČPK/CA)	%	0,20	0,20	0,21	0,22	0,24	0,21
Pracovní kapitál na oběžná aktiva ((ČPK/OA)	%	0,82	0,74	0,83	0,82	0,86	0,79

(Zdroj: Vlastní výpočty)

4.3 Soustavy ukazatelů

V praxi se začaly uplatňovat soustavy ukazatelů, které mají větší vypovídací schopnost, než jednotlivé ukazatele. I přes své nedostatky (nelze určit příčiny daného stavu ani zformulovat různá doporučení) jsou velice využívány. V práci jsem zvolil tři různé soustavy ukazatelů (viz tabulka 4-11).

Tabulka 4-11: Bonitní + bankrotní modely

Bonitní modely	Jednotka	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Altmanův model predikce finanční tísně (Z)	hodnota	1,51	1,66	1,83	2,17	2,33	2,26
IN01 - Index finanční důvěryhodnosti	hodnota	1,43	1,55	1,35	1,77	1,99	1,69
Kralickuv rychlý test	známka (1-5)	2,75	1,75	2,50	2,75	2,00	2,50

(Zdroj: Vlastní výpočty)

Na základě Altmannova indexu finančního zdraví lze konstatovat, že firma se po celou sledovanou dobu nachází v tzv. šedé zóně ($1,21 < Z < 2,9$). Vykazuje ovšem rostoucí trend. Zatímco v letech 2006-2008 se nachází spíše v nižší polovině šedé zóny, tak v letech následujících se blíží horní hranici intervalu. Nenachází se přímo v ohrožení bankrotu, ale přesto se potýká s určitými finančními problémy.

Index důvěryhodnosti českého podniku přizpůsobený podmínkám českého podnikatelského prostředí, koresponduje s výsledky Altmannova modelu. Šedá zóna se v tomto případě pohybuje od 1,01-1,99. Hodnota ukazatele v průběhu let stoupá a v roce 2010 se nachází téměř u horní hranice intervalu doporučených hodnot. I proto, že je tato soustava specifikována na české podniky, se přikláním právě k ní při celkovém hodnocení podniku.

Kralicek uvádí, že podnik s výslednou známkou lepší než 2 je považován za dobře prosperující – bonitní. Naopak podnik s výslednou známkou horší než 3 lze považovat za podnik ohrožený bankrotem. Když porovnáme hodnoty všech tří modelů, až na malé výjimky se shodují.

4.4 Souhrnné hodnocení finanční analýzy a obchodní situace podniku

Podnik se nachází v relativně klidné finanční situaci. Neustále investuje do rozvoje a snaží se držet krok s konkurencí díky moderním technologiím. Tyto investice jsou ve velké míře úspěšné. A je rovněž důležité, že je podnik schopný bez větších problémů tyto investice financovat. Až na ukazatele rentability prokázala analýza relativně kvalitní výsledky, které lze shrnout následovně:

- Vlastní kapitál společnosti zaznamenal ve sledovaných letech mírný nárůst (v intervalu od 5 do 8%). Naopak cizí zdroje rovnoměrně klesají. Firma preferuje financování svých aktivit pomocí vlastních prostředků. Co se týká závazků, tak firma snižuje množství jak krátkodobých, tak i dlouhodobých závazků. Na druhou stranu firma nemá žádné dlouhodobé pohledávky a krátkodobé pohledávky se jí daří snižovat, s výjimkou roku 2008. To značí dobré vztahy s odběrateli i dodavateli. Majetek společnosti rovněž mírně klesá. Změny jsou nízké, zřejmě způsobeny odpisováním. Jen u DNM jsou změny výraznější. Ty jsou způsobeny odprodaním starých budov.
- Ukazatele ROI a ROA jsou velice nedostačující. I když je firma zisková, hodnoty jsou v porovnání s celkovým kapitálem nízké. Pozitivem jsou výsledky ROE. ROS je v roce 2007 na dobré úrovni, ale stejně jako další ukazatele v dalších letech zaostává. Její pokles je spojen s růstem nákladů a špatným hospodařením v tomto směru.
- U podniku nemůžeme mluvit o zadluženosti, protože vlastní kapitál převyšuje cizí zdroje. Společnost je nezávislá a úvěry a závazky je schopná hradit bez problémů.
- Stagnace růstu přidané hodnoty.
- Z pohledu doby splácení dluhu je podnik v dobré situaci, jelikož je schopný tyto závazky splatit od 2 do 5 let. K maximální doporučené hranici 8 let má tedy dostatečnou rezervu a i z tohoto pohledu je v rovnovážné situaci.

4.5 SWOT analýza

SWOT analýza zemědělských podniků je zpravidla velmi rozsáhlá kvůli celé řadě činitelů, které působí na podobné firmy. Z tohoto důvodu se soustředím jen na nejdůležitější faktory. Činnost sledovaného zemědělského podniku je specializována na živočišnou výrobu, přesto беру v potaz i rostlinnou složku výroby.

Tabulka 4-12: AGRAS Bohdalov - SWOT analýza

Silné stránky	Slabé stránky
- know-how - dlouholetá tradice - moderní dojící systém Boumatic - moderní strojový a vozový park - přední umístění v užitkovosti v rámci ČR - organizace zvířat ve stájích - relativně nízké procento úhynů - systém řízení reprodukce - nadprůměrný věk vyřazených krav na úrovni 3,09 laktace (průměr ČR 2,88 laktace) - struktura krmných dávek	- poloha podniku (problémy kvůli vyšší nadmořské výšce) - vysoká ztrátovost narozených telat - nedostatek kapitálu v zemědělském sektoru a ve venkovské ekonomice - malé zkušenosti s marketingem - chybí webová prezentace - převážně chudé půdy, velký stupeň zornění, velké bloky půdy - závislost na počasí - příjemce ceny
Příležitosti	Hrozby
- proškolení personálu - spolupráce s poradenskými společnostmi, které reprezentují špičku v daných směrech - dotace - moderní stroje a technologie - nabídka nevyužitých průmyslových a zemědělských areálů - zvyšování životní úrovně obyvatel - podpora kvality produktů a inovací v zemědělství	- zvýšené hodnoty somatických buněk (PSB) v mléce - zdravotní problémy v chovu - dovážené levné výrobky ze zahraničí - klimatické změny - růst vstupních nákladů - neatraktivnost zemědělství pro perspektivní a mladé lidi - tlak obchodních řetězců - omezení poptávky po tuzemských produktech - populační útlum a vyhlazování venkova - vysoké náklady na plnění evropských norem

(Zdroj: Vlastní zpracování)

5 Generátory hodnoty a návrh finančního plánu

V další části práce se nejdříve zaměřím na nezbytnou část každého ocenění, kterou je rozdělení majetku společnosti na provozně nutný a nenutný. Následně zpracuji analýzu generátorů hodnoty, na základě které provedu i první předběžné ocenění podniku. Dále sestavím dlouhodobý finanční plán, a to ve dvou variantách – optimistické a pesimistické.

5.1 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Jak jsem zmínil již v rámci predikce tržeb, při zpracování práce vycházím z faktu, že společnost AGRAS Bohdalov má jedno základní podnikatelské zaměření, tedy produkci mléka. Všechna aktiva nezbytná pro základní business se značí jako provozně nutná, všechna ostatní jako aktiva provozně nenutná (neprovozní).

Na základě odpisového plánu a dalších interních dokumentů jsem vyčlenil všechna aktiva, která přímo nesouvisí s hlavní výrobní činností podniku. Z níže položené tabulky je zřejmé, že společnost disponuje s velkým množstvím neprovozních aktiv (v řádu desítek miliónů korun). V převážné většině se jedná o nevyužívané nemovitosti. Jen malý počet těchto nemovitostí přináší společnosti výnos ve formě nájemného. Konkrétně se jedná o garáže, sklad kůží a truhlárnu. V podniku je rovněž provozně nepotřebný dlouhodobý finanční majetek ve formě cenných papírů ve výši 11 696 tis. Kč. Jedná se o akcie společností AGROFARM A AGROSLUŽBY. Tento neprovozně nutný majetek k 31. 12. 2011 (v celkové výši 58 069 tis. Kč)⁶⁵ na závěr připočtu k výsledné hodnotě podniku.

⁶⁵ Z důvodu nedostatku dat jsem vycházel z účetní hodnoty neprovozních aktiv k datu ocenění.

Tabulka 5-1:DM provozně nutný

Položka	2006	2007	2008	2009	2010	2011
DNM	176	121	67	14	0	0
DHM	116 973	114 379	114 609	107 720	111 194	118 922
Hodnota neprovozního majetku	42 110	41 176	41 259	38 779	40 030	43 865
Dlouhodobý majetek provozně nutný	75 039	73 324	73 417	68 955	71 164	75 057
Zásoby	17 217	21 108	24 071	20 169	20 342	22 883
Pohledávky	20 517	14 516	17 312	17 135	18 286	20 432
Ostatní aktiva	82	439	163	331	47	261
Krátkodobé závazky	7 570	7 963	7 515	5 714	6 353	7 773
Ostatní pasiva	500	902	616	1 600	0	93
Peníze v rozvaze	4 868	9 974	2 500	7 316	8 455	3 674
Likvidita	0,64	1,25	0,33	1,28	1,33	0,47
Provozně nutná likvidita	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Provozně nutné peníze	1 136	1 194	1 127	857	953	1 166
Pracovní kapitál provozně nutný	30 882	28 392	34 542	31 178	33 275	36 876
Investovaný kapitál provozně nutný	105 920	101 716	107 959	100 133	104 439	111 933

(Zdroj: Vlastní zpracování dle Mařík, M. Oceňování podniku. 2011. str. 124)

5.2 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Problematiku generátorů hodnoty jsem již vysvětlil v teoretické části práci. Pro připomenutí uvádím, že jednotlivé generátory tvoří tržby, provozní zisková marže, investice do dlouhodobého majetku, pracovní kapitál a diskontní míra. První generátor hodnoty, **tržby a jejich prognóza**, jsem již analyzoval v rámci strategické analýzy.

Dalším generátorem hodnoty je **provozní zisková marže** (před odpočtem odpisů a daní). Tu určím z upraveného provozního hospodářského výsledku před zdaněním, který se liší od účetního provozního hospodářského výsledku v zahrnutí, resp.

nezahrnutí některých nákladových a výnosových položek. Ziskovou marži jsem získal výpočtem prostřednictvím poměru KPVH před odpisy a tržeb (jedná se o tzv. výpočet shora).

Hodnoty budoucího korigovaného provozního výsledku hospodaření jsem určil na základě plánovaného výkazu zisku a ztrát. Výsledky uvádím v tabulce 5-2, resp. 5-3. V případě prognózovaného období je patrný kolísavý průběh. V rámci předběžného ocenění беру v úvahu hodnotu blízkou údajů v roce 2012 (cca 10 %), v navazujících výpočtech předpokládám ustálení vývoje v ziskové marži pro první fázi na úrovni průměru predikovaného období, tedy cca 7,79 %.

Tabulka 5-2: Provozní ziskové marže (výpočet shora) - minulé období

Položka	2006	2007	2008	2009	2010	2011
KPVH před odpisy	17 686	20 153	17 029	17 905	20 686	20 795
Zisková marže před odpisy	20,89%	24,20%	19,99%	23,85%	25,73%	23,82%
Podíl odpisů na tržbách	13,87%	13,84%	14,63%	15,75%	14,68%	15,40%
Zisková marže po odpisech	7,02%	10,37%	5,37%	8,10%	11,04%	8,42%
Zisková marže po dani (19%)	5,69%	8,40%	4,35%	6,56%	8,94%	6,82%

(Zdroj: Vlastní výpočty)

Tabulka 5-3: Provozní ziskové marže (výpočet shora) - predikované období

Položka	2012	2013	2014	2015
KPVH před odpisy	21 461	19 236	19 659	20 100
Zisková marže před odpisy	25,15%	22,40%	21,29%	21,14%
Podíl odpisů na tržbách	11,14%	12,91%	14,00%	13,46%
Zisková marže po odpisech	14,01%	9,49%	7,30%	7,68%
Zisková marže po dani (19%)	11,35%	7,69%	5,91%	6,22%

(Zdroj: Vlastní výpočty)

Dále se budu zabývat **pracovním kapitálem**. S tímto konkrétním generátorem hodnoty úzce souvisí i koeficient náročnosti růstu tržeb na růst čistého pracovního kapitálu (k_{WC}). Oproti běžnému použití ukazatele pracovního kapitálu se v případě ocenění

podniků používá lehce upravený model (viz kapitola 1.10.4). Výpočet a konečná hodnota upraveného pracovního kapitálu v peněžním vyjádření je uveden v tabulce 5-4.

Výchozí krok k určení upraveného pracovního kapitálu představuje určení doby obratu z tržeb (viz tabulka 5-4). Hodnoty doby obratu zásob, pohledávek a závazků jsem stanovil na základě očekávaného vývoje trhu, ostatní aktiva i pasiva jsem stanovil na fixní úrovni z roku 2011. Doba obratu zásob se v minulém období pohybuje okolo 90 dnů a je patrný mírný nárůst. Pro dané odvětví považuji výši za uspokojivou a pro další období očekávám vývoj v nastaveném trendu. Z výsledků finanční analýzy je patrný výrazný pokles doby obratu pohledávek v roce 2007. Od tohoto roku je zřejmá rostoucí tendence. Po konzultaci s vedením podniku lze očekávat stabilní budoucí úroveň asi 82 dnů. V případě doby obratu závazků pozorujeme kolísavou tendenci. Pro prognózované období očekávám urovnání vztahů s výhodnějšími podmínkami a dalším prodloužením doby splatnosti. Doporučuji sledovat vývoj provozně nutné likvidity vzhledem k faktu, že dosahuje v minulých letech velice vysokých hodnot. V následujících letech předpokládám její snížení postupně alespoň na úroveň 25 % krátkodobých závazků.

Tabulka 5-4: Doba obratu z tržeb (ve dnech)

Doba obratu z tržeb (ve dnech)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Zásoby	71,13	88,18	98,38	93,46	88,36	91,91	92,00	92,00	92,00	92,00
Pohledávky obchodní	84,77	60,64	70,85	79,40	79,43	82,07	82,00	82,00	82,00	82,00
Krátkodobé závazky	31,28	49,97	30,71	38,06	28,49	39,96	40,00	40,00	40,00	40,00
Provozně nutná likvidita	0,64	1,25	0,33	1,28	1,33	0,47	0,40	0,35	0,30	0,25

(Upraveno dle: Mařík, M. Metody oceňování podniku. 2011, str. 142)

Tabulka 5-5: Upravený pracovní kapitál

Tis. Kč	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Zásoby	17 217	21 108	24 071	20 169	20 342	22 883	21 807	21 948	23 594	24 302
Pohledávky	20 517	14 516	17 312	17 135	18 286	20 432	19 436	19 563	21 030	21 661
Peněžní prostředky	4 868	9 974	2 500	7 316	8 455	3 674	3 792	3 340	3 078	2 642
Časové rozlišení aktivní	82	439	163	331	47	261	261	261	261	261
Krátkodobé závazky	7 570	7 963	7 515	5 714	6 353	7 773	9 481	9 543	10 258	10 566
Časové rozlišení pasivní	500	902	616	1 600	0	93	93	93	93	93
Upravený pracovní kapitál	34 614	37 172	35 915	37 637	40 777	39 384	35 722	35 476	37 611	38 206
k_{WC}	68,38%						25,44%			

(Upraveno dle: Mařík, M. *Metody oceňování podniku*. 2011, str. 142)

Důležitou položkou jsou nejen z konkurenčního hlediska **dlouhodobý majetek a investice**. Společnost AGRAS Bohdalov, a.s. se zaměřuje z velké části na investice do dlouhodobého hmotného majetku. Přehled aktivních úvěrů k 31. 12. 2011, kterými některé investice financovala je v tabulce 5-6. Jedná se převážně o vozový a strojový park, případně nové technologie dojení.

Podnik nemá sestaven žádný investiční plán. Model investic je podřízen v první řadě potřebě splátek úvěrů sloužících k financování předchozích investičních projektů. V dalších letech jsou dále uvažovány investice dle prioritních požadavků společnosti (rekonstrukce a rozšíření hnojiště, nové silážní žlaby na krmivo, stroje). Pro účely ocenění podniku vycházím tedy z odhadu na základě koeficientu investiční náročnosti minulého období a odhadů podnikového managementu. Konečný plán investic dlouhodobého majetku je včetně koeficientu náročnosti investic na tržbách v tabulce 5-7 a kompletní analýzu poté uvádím v příloze č. 13.

Tabulka 5-6: Parametry čerpaných úvěrů společnosti k 31. 12. 2011 (tis. Kč)

Banka	Titul	Aktuální ZC (tis. Kč)	Úroková sazba	Datum splatnosti
GE MONEY	Krmný vůz, manipulátor	872	7,10%	10-13
	Obilní kombajn	2710	6,85%	3-14
	John Deere 2x	1970	5,00%	10-16
	Žací stroj Potting. 2x	463	6,40%	10-15
	Sklad obilí	1813	4,50%	7-16
	John Deere 8270R	3200	5,01%	11-16
	Řezačka Claas Jag.	2750	5,01%	7-16
	Teleskop. manipulátor	1992	5,01%	5-16
Celkem		15770	-	-

(Zdroj: Upraveno dle Účetní závěrka AGRAS Bohdalov 2011)

Tabulka 5-7: Plán DM, investic a odpisů (tis. Kč)

Rok	2011	2012	2013	2014	2015	Suma
Odpisy	13 442	9 506	11 088	12 923	12 799	-
Zůstatková hodnota	60 770	61 758	62 746	63 733	64 721	-
Celkové investice netto do DM	-	988	988	988	988	3 951
Celkové investice brutto do DM	-	10 494	12 048	13 856	13 704	50 102
Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst DM (k_{DMn})				40,46%		

(Zdroj: Vlastní výpočty)

5.2.1 Kalkulovaná úroková míra

Před samotným předběžným stanovením hodnoty musím ještě vymezit diskontní míru pro ocenění podniku. Tu zjistím na základě průměrných vážených nákladů na kapitál WACC, který se skládá z nákladů na vlastní (n_{VK}) a cizí kapitál (n_{CK}).

5.2.1.1 Náklady na vlastní kapitál

Existuje několik různých způsobů, jak náklady na vlastní kapitál vypočítat. V práci se zaměřím na v praxi nejrozšířenější model oceňování kapitálových aktiv CAPM

(Capital Asset Pricing Model) používaný v anglosaských zemích a jako alternativní metodu volím stavebnicový model, ve Spojených státech označovaný jako build-up model.

Náklady na vlastní kapitál – CAPM

Bezriziková úroková míra – odpovídá výnosnosti 10-ti letých státních amerických dluhopisů (T-bonds). Ke dni 4.2.2013 činí jejich hodnota dle agentury Bloomberg 1,95 % p.a.⁶⁶

Riziková prémie trhu – založena na rizikové prémii kapitálového trhu USA. Vypočítá se jako geometrický průměr za co nejdelší období (zde: 1928-2011) - 5,41 %⁶⁷.

Dalším krokem je zjištění **ratingu země**, ve kterém se nachází oceňovaný podnik (literatura doporučuje systém hodnocení agentury Moody's). Česká republika se nachází ve skupině A1⁶⁸. Toto hodnocení se zobrazí v ukazateli, který nazýváme riziko selhání země. Nejsnadnější způsob zjištění tohoto rizika představuje využití dat Damodarana.

K získání požadované hodnoty je zapotřebí „[...] upravit **riziko selhání země** o rozdíl volatility trhu akcií v dané zemi a volatility vládních dluhopisů v této zemi. [...] v našich podmínkách je však obtížné získávat aktuální volatility trhu akcií a trhu vládních dluhopisů.“⁶⁹ V těchto případech lze použít orientační koeficient 1,5.

Vzhledem k faktu, že diskontní míra je z pohledu českého investora, upraví se riziková přírážka ještě o rozdíly v dlouhodobé prognózované inflaci mezi ČR a USA (1,2 %).

Koeficient beta – nezadlužená hodnota $\beta = 0,78$ získána z dat Damodarana jako průměr pro položku „Farming / Agriculture“.

⁶⁶ <http://www.bloomberg.com/quote/USGG10YR:IND>

⁶⁷ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

⁶⁸ Údaj platný v únoru 2013

⁶⁹ Mařík, M. Metody oceňování podniku. 2011. Str. 221

Riziková přírážka – za nižší likviditu vlastnických podílů 1,5 % (odhad).

Kompletní přehled důležitých dat a samotné určení n_{VK} je v následující tabulce:

Tabulka 5-8: Odhad nákladů vlastního kapitálu metodou CAPM

Bezriziková úroková míra (r_f)	1,95%
Riziková prémie kapitálového trhu USA (1928-2011)	5,14%
Nezadlužená BETA pro "Farming/Agriculture"	0,78
Rating České republiky	A1
Riziková prémie země	1,28%
Riziková prémie země upravená o rozdíl ve volatilitě (1,5%) a v inflaci (1,2%)	3,12%
Přirážka za menší likviditu vlastnických podílů	1,5%
Poměr vlastního a cizího kapitálu ke dni ocenění	17,01%
Daňová sazba	19%
Beta zadlužená	0,887
n_{VK}	11,132%

(Upraveno dle: Mařík, M. *Metody oceňování podniku*. 2011. Str. 221)

Náklady na vlastní kapitál – stavebnicová metoda

Kompletní výpočet je uveden v příloze č. 10. Zde uvádím jen nejpodstatnější data samotné kalkulace. Za hodnotu bezrizikové výnosové míry jsem zvolil výnosnost státních dluhopisů s dobou splatnosti 10 a více let, která dle údajů MFČR činí 4,70 %. Dále jsem dospěl k následujícím hodnotám rizikových přírážek pro konkrétní kritéria z každé skupiny rizik:

- nízké riziko = 0,081 %,
- průměrné riziko = 0,210 %,
- zvýšené riziko = 0,416 %,
- vysoké riziko = 0,742 %.

Použil jsem systém 32 faktorů rizika uspořádaných do skupin Obchodní riziko (řadíme sem Rizika oboru; Rizika trhu, na kterém je podnik činný; Rizika plynoucí z konkurence; Rizika managementu; Rizika výrobního procesu a Specifická obchodní rizika) a Finanční riziko. V každé skupině je různý počet kritérií, přičemž předpokládáme, že dílčí faktory obchodního rizika mají shodnou váhu 1 a faktory finančního rizika představují váhu 1,3. Maximální náklady vlastního kapitálu jsem zvolil úroveň 30 % (tedy cca 6,4 násobek bezrizikové výnosové míry). Maximální riziková přírážka bude tedy 25,3 %.

Tabulka 5-9: Stanovení nákladů na vlastní kapitál - stavebnicová metoda

Bezriziková výnosová míra		4,70%		
I.	Rizika oboru	0,842%		
II.	Rizika trhu	0,578%		
III.	Rizika konkurence	1,625%		
IV.	Management	0,836%		
V.	Výrobní proces	0,583%		
VI.	Specifické faktory	1,578%		
Obchodní riziko			6,043%	
Finanční riziko			2,448%	
Riziková prémie celkem				8,491%
Prémie za nižší likviditu				1,500%
Náklady VK				14,69%

(Zdroj: Vlastní výpočty)

5.2.1.2 Náklady na cizí kapitál

Při určování nákladů na cizí kapitál jsem postupoval podle jednoho ze způsobů Damodarana, který tyto náklady určuje pomocí výnosnosti státních dluhopisů spolu s přírážkou k této výnosnosti dle ratingu. Velikost přírážky je tedy závislá na ratingu společnosti. Vzhledem k faktu, že firma AGRAS Bohdalov nemá udělené žádné ratingové hodnocení, provedu zařazení do příslušné ratingové skupiny na základě doporučení Damodarana, a to dle dosažených výsledků ukazatele úrokového krytí. Jak je patrné z výsledků finanční analýzy, hodnota úrokového krytí v dosavadních

letech je poměrně vyrovnaná a dosahuje hodnoty průměrně 7,28. Z tabulky 5-10 je možné zařadit společnost do kategorie s hodnocením A. Pokud vezmu v úvahu i další výsledky finanční analýzy, lze považovat toto hodnocení za korektní.

Tabulka 5-10: Ratingové skupiny pro menší a rizikovější firmy dle Damodarana

Úrokové krytí větší než	≤	Rating	Doporučená přirážka
-100000	0,499999	D	12,00%
0,5	0,799999	C	10,50%
0,8	1,249999	CC	9,50%
1,25	1,499999	CCC	8,75%
1,5	1,999999	B-	6,75%
2	2,499999	B	6,00%
2,5	2,999999	B+	5,50%
3	3,499999	BB	4,75%
3,5	3,999999	BB+	3,75%
4	4,499999	BBB	2,50%
4,5	5,999999	A-	1,65%
6	7,499999	A	1,40%
7,5	9,499999	A+	1,30%
9,5	12,499999	AA	1,15%
12,5	100000	AAA	0,65%

(Převzato z: Damodaran online)

Doporučená přirážka k aktuální výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů je tedy 1,40 %. Aktuální výnosnost dlouhodobých státních dluhopisů k datu ocenění je dle údajů MFČR 4,70 %. Výsledkem součtu doporučené přirážky dle údajů Damodarana a výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů je hodnota **6,10 %** představující konečné náklady na cizí kapitál.

5.2.1.3 Určení WACC

Vzhledem k faktu, že stavebnicová metoda je založena na použití subjektivního odhadu rizik oceňovaného podniku, je považována za méně objektivní. Z tohoto důvodu použijí při výpočtu WACC výši nákladů na vlastní kapitál získanou metodou CAPM.

Posledním chybějícím údajem k výpočtu míry průměrných vážených nákladů na kapitál je zjištění zastoupení vlastního a cizího kapitálu na kapitálu celkovém. Účetní struktura kapitálu k datu ocenění je zobrazena v tabulce 5-10. Je důležité si uvědomit, že důležitá je pouze ta část nákladů, která dopadá přímo na podnik.

Tabulka 5-11: Účetní struktura kapitálu k datu ocenění

Položka	Účetní hodnota kapitálu (tis. Kč)	Váha
VK + nákladové rezervy	87 552	82,99%
Vydané dluhopisy	0	0,00%
BÚ dlouhodobé	15 770	14,95%
BÚ krátkodobé	2 176	2,06%
Zpoplatněný kapitál celkem	105 498	100,00%
Váhy jednotlivých položek kapitálu		
	Váha	Náklad
VK	82,99%	11,13%
CK (po dani)	17,01%	4,94%
Průměrné vážené náklady kapitálu	10,08%	

(Zdroj: Vlastní výpočty)

5.3 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

Generátory hodnoty nyní můžu použít k prvnímu odhadu hodnoty podniku k datu ocenění. Vstupní údaje ke stanovení předběžného ocenění jsou uvedeny v níže položené tabulce. Za hodnotu X_{t-1} jsem dosadil tržby v posledním skutečném roce (2011).

Tabulka 5-12: Vstupní údaje pro ocenění podniku pomocí generátorů hodnoty

Předběžné ocenění		Prognóza		
Generátor hodnoty	Značení	Pesimistická	Střední	Optimistická
Tempo růstu tržeb	g	-1,00%	1,00%	5,00%
Zisková marže po odpisech a po dani	r_{ZPx}	9,00%	11,00%	13,00%
Náročnost růstu tržeb na:				
- růstu pracovního kapitálu	k_{WC}	26,00%	25,00%	24,00%
- růstu dlouhodobého majetku	k_{DMn}	42,00%	41,00%	40,00%
- investice netto celkem		68,00%	66,00%	64,00%
Kalkulovaná úroková míra	i_k	11,00%	10,00%	9,00%

(Upraveno dle: Mařík, M. Metody oceňování podniku. 2011. Str. 148)

Po dosazení hodnot do vzorce pro předběžné ocenění:

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

získáme výnosové hodnoty pro všechny tři varianty prognózy:

- pesimistická varianta výnosové hodnoty podniku $H_b = 58,980$ mil. Kč,
- střední varianta výnosové hodnoty podniku $H_b = 83,044$ mil. Kč,
- optimistická varianta výnosové hodnoty podniku $H_b = 176,040$ mil. Kč.

5.4 Návrh dlouhodobého finančního plánu

Protože jsem se rozhodl provést ocenění podniku na základě výnosové metody, je vhodné sestavit pro oceňovaný podnik kompletní finanční plán skládající se z následujících finančních výkazů:

- výsledovka,
- rozvaha,
- výkaz peněžních toků.

K sestavení plánu jsem využil metodu procentního podílu na tržbách. Na základě závěrů z analýz a prognózy sestavím zmíněné plánované výkazy pro časové období 2012-2015. Beru v potaz fakt, že společnost je financována z větší části z vlastních zdrojů (viz výsledky finanční analýzy).

Plán vypracuji ve dvou variantách. Hlavním důvodem pro dvojí podobu FP je budoucí růst tržeb zjištěný v rámci strategické analýzy. Ten je vzhledem k popsáným skutečnostem velice mírný (nárůst jen cca 0,13%). Proto základní realistickou variantu považuji za pesimistický odhad a v optimistické variantě počítám s postupným nárůstem tržeb (3-5%), který nezohledňuje minulý vývoj (propad tržeb v roce 2009).

Samotný dlouhodobý finanční plán v obou variantách uvádím v příloze č. 11. Zde nastíním pouze některé zásady uplatněné při modelování finančního plánu a připojím finanční analýzu obou variant plánu:

- Plánovaná výsledovka:
 - o Změny rezerv neplánuji, jejich výše zůstává na úrovni roku 2011.
 - o Ostatní provozní výnosy představují objem prostředků získaných formou dotací.
 - o Plánovaný objem mzdových prostředků vychází z předpokládaného stavu zaměstnanců a tempa růstu inflace.
 - o Plánování odpisů vychází ze současného stavu a z plánovaných investic (viz plán DM).
 - o Mimořádný výsledek hospodaření pro budoucí roky neplánuji.
 - o Nákladové úroky jsem zjistil ze splátkových kalendářů stávajících a plánovaných investic.
 - o Neočekávám zvýšení daňové sazby (19%).
 - o S výnosy z dlouhodobého finančního majetku v plánu nepočítám (vycházím opět z dat z minulých období).
 - o Výnosové úroky tvoří 0,5% (= úrok na běžném podnikatelském účtu) ze zůstatku peněžních prostředků na začátku období.

- Plánovaná rozvaha:
 - o Základním východiskem je již provedená analýza a prognóza generátorů hodnoty.
 - o Dlouhodobý majetek ke konci roku převezu z plánu investic:
 - při respektování stavu majetku v posledním historickém vývoji,
 - zvyšování o plánovanou obnovu, rekonstrukce a investice,
 - snižování o plánované odpisy,
 - snižování o plánované odprodeje.
 - o Provozní ukazatele pokračující výroby:
 - stabilní rozsah obhospodařované půdy,
 - stavy hospodářských zvířat na úrovni let 2011/2010.
 - o Zásoby a pohledávky jsem již vypočítal v rámci plánu pracovního kapitálu. Plán krátkodobých pohledávek kalkulován ve vazbě k odpovídajícím výnosům s přihlédnutím k době obratu pohledávek.
 - o Peněžní prostředky převezu z plánu peněžních toků (není rozčleněno na provozně nutnou a provozně nadbytečnou část).
 - o Plánování stálých pasiv – financování jak vlastním tak i cizím kapitálem
 - o Základní kapitál a kapitálové fondy jsou ponechány na současné úrovni.
 - o Výsledek hospodaření běžného roku jsem převzal ze závěrečné části výsledovky.
 - o Dlouhodobé závazky a bankovní úvěry jsem vypočítal na představ vedení společnosti ohledně budoucích investic a jejich financování.

Poznámky k finanční analýze plánu:

- Ukazatele jsou konstruovány na stejné bázi jako u finanční analýzy minulosti.
- Běžná likvidita, která byla velice vysoká, zaznamenává mírný pokles.
- Podle plánu se zadluženost mírně snižuje.
- Rentabilita zaznamenala pokles, ale stále dosahuje relativně uspokojivých hodnot.

- Doby obratu jsou (u realistické varianty) v souladu s provedenou prognózou položek pracovního kapitálu. U optimistické varianty vzroste doba obratu z obchodních závazků asi o 10 dnů.

Tabulka 5-13: Finanční analýza plánu (realistická varianta)

Ukazatel	2011	2012	2013	2014	2015
Provozní	16 987	22 107	9 786	6 745	11 394
Likvidita					
Okamžitá likvidita	0,47	1,33	1,18	0,74	0,58
Pohotová likvidita	3,10	2,82	2,70	2,34	2,13
Běžná likvidita	6,05	4,49	4,41	4,14	3,87
Zadluženost					
Podíl vlastního kapitálu na celkovém (%)	76,92	76,07	78,49	80,63	82,26
Úrokové krytí	6,97	9,60	4,69	5,30	10,02
Průměrná doba splácení dluhů (roky)	2,04	1,78	3,55	4,53	2,43
Rentabilita					
Rentabilita CK z EBIT (%)	3,47	4,52	2,39	1,92	2,23
Rentabilita VK po dani (%)	2,82	3,67	1,94	1,56	1,81
Rentabilita tržeb po dani (%)	5,60	8,02	4,21	3,14	3,57
Rentabilita tržeb z provozního zisku (%)	6,31	6,63	6,77	6,47	6,45
Rentabilita tržeb z provozního CF (%)	18,95	25,23	11,10	7,13	11,69
Aktivita					
Doba obratu zásob (dny)	91,91	92,00	92,00	92,00	92,00
Doba obratu pohledávek (dny)	82,07	82,00	82,00	82,00	82,00
Doba obratu obchodních závazků (dny)	39,96	40,00	40,00	40,00	40,00

(Zdroj: Vlastní výpočty)

Tabulka 5-14: Finanční analýza plánu (optimistická varianta)

Ukazatel	2011	2012	2013	2014	2015
Provozní	16 987	19 095	10 231	10 209	11 689
Likvidita					
Okamžitá likvidita	0,47	1,13	0,99	0,75	0,64
Pohotová likvidita	3,10	2,72	2,60	2,37	2,26
Běžná likvidita	6,05	4,51	4,39	4,18	4,07
Zadluženost					
Podíl vlastního kapitálu na celkovém (%)	76,92	75,87	78,04	80,07	81,64
Úrokové krytí	6,97	12,29	7,43	8,86	16,10
Průměrná doba splácení dluhů (roky)	2,04	2,09	3,55	3,19	2,58
Rentabilita					
Rentabilita CK z EBIT (%)	3,47	5,76	3,73	3,12	3,47
Rentabilita VK po dani (%)	2,82	4,68	3,03	2,53	2,82
Rentabilita tržeb po dani (%)	5,60	9,74	6,13	4,91	5,29
Rentabilita tržeb z provozního zisku (%)	6,31	6,29	6,21	6,07	5,93
Rentabilita tržeb z provozního CF (%)	18,95	20,68	10,66	10,13	11,04
Aktivita					
Doba obratu zásob (dny)	91,91	91,91	92	92	92
Doba obratu pohledávek (dny)	82,07	82,07	82,00	82,00	82,00
Doba obratu obchodních závazků (dny)	32,06	52,88	52,50	52,09	52,05

(Zdroj: Vlastní výpočty)

6 Návrh ocenění společnosti

Jednou z možností, jak přistoupit ke stanovení tržní hodnoty podniku, je chápání tohoto problému jako jakékoli jiné investice. Na jejím konci může být umístění dočasného volného kapitálu. V podstatě nahlíží investor na podnik jako na „černou skříňku“, která pro vlastníka přináší určitý efekt, výnos. V tomto pojetí tvoří základ rozhodování současná hodnota budoucích výnosů investora.⁷⁰ Samotné ocenění provedu dvoufázovou metodou diskontovaných cash flow a metodou kapitalizovaných čistých výnosů. Metodu ocenění na základě DCF provedu v návaznosti na finanční plán ve dvou variantách (optimistická a „realistická-pesimistická“). Výsledná hodnota představuje objektivizovanou hodnotu (viz kapitola 1.3.3).

6.1 Ocenění podniku metodou DCF entity

První krok představuje výpočet **volných peněžních toků**. V představeném finančním plánu jsem dospěl k prognózám cash flow na úrovni CF provozního, investičního, finančního a celkového. Pro potřeby oceňování ovšem nejsou tyto varianty použitelné, a proto musím nejprve zjistit, kolik peněžních prostředků je možné z podniku vzít, aniž by to mělo vliv na jeho bezproblémový chod – určím volný peněžní tok (tab. 6-1).

Tabulka 6-1: Výpočet FCFF

Položka (tis. Kč)	Prognóza							
	Realistická varianta				Optimistická varianta			
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
KPVH	9 533	5 463	4 268	4 668	11 955	8 149	6 736	7 301
Upravená daň	1 811	1 038	811	887	2 272	1 548	1 280	1 387
KPVH po dani	7 722	4 425	3 457	3 781	9 684	6 600	5 456	5 913
Odpisy	9 506	11 088	12 923	12 799	9 506	11 088	12 923	12 799
Investice – DM	-8 951	-12 345	-14 181	-14 057	-9 377	-12 771	-14 606	-14 483
Investice - PK	1 154	246	-2 135	-595	-8 810	1 662	2 624	1 083
FCFF	9 430	3 413	64	1 928	1 003	6 579	6 397	5 313

(Zdroj: Vlastní výpočty)

⁷⁰ Kislingarová, E. Oceňování podniku. 2001. str. 145

V případě optimistické varianty, která je v souladu s optimistickou variantou dlouhodobého finančního plánu, nastává růst tržeb (tempo růstu tržeb na úrovni 5%), se kterým jsou spojeny změny v navazujících položkách a mají tedy vliv i na výslednou hodnotu podniku. Optimistická varianta je ovlivněna především nárůstem provozně nutného pracovního kapitálu v roce 2012. Oproti „realistické“ variantě, kdy byl, zaznamenám nejprve pokles, je zde patrný nárůst, což způsobuje nižší FCFF v roce 2012. V dalších letech lze vysledovat podstatně vyšší hodnoty, i když s klesající tendencí.

Výpočet metodou DCF je založen na **dvoufázové metodě** (vzorec je uveden v kapitole 1.12.1). Volný peněžní tok do firmy lze nyní použít k určení současné hodnoty první fáze ocenění (platí pro období, na které je sestaven finanční plán, tedy roky 2012-2015). Diskontní míru volím z dřívějších výpočtů na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál (ve výši 10,08%). **Hodnota první fáze**, udávaná prostým součtem jednotlivých diskontovaných FCFF, je rovna **12 704 tis. Kč v případě realistické varianty, respektive 14 670 tis. Kč v rámci optimistické varianty**.

Tabulka 6-2: Hodnota první fáze

Položka (tis. Kč)	Prognóza							
	Realistická varianta				Optimistická varianta			
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
FCFF	9 430	3 413	64	1 928	1 003	6 579	6 397	5 313
Odúročitel pro diskontní míru 10,31%	0,907	0,822	0,745	0,675	0,907	0,822	0,745	0,675
Diskontované FCFF k 1. 1. 2012	8 549	2 805	48	1 302	909	5 407	4 765	3 588
Hodnota první fáze k 1. 1. 2012	12 704				14 670			

(Zdroj: Vlastní výpočty)

Pro následný výpočet pokračující hodnoty musím nejdříve stanovit vstupní veličiny: tempo růstu zisku, míru investic netto a rentabilitu investic netto. Výchozí diskem pro určení tempa růstu g je v první řadě prognóza dlouhodobého růstu tržeb, kterou jsem provedl v závěru strategické analýzy. Pro druhou fázi ocenění předpokládám růst

tržeb podniku AGRAS Bohdalov na úrovni dlouhodobého růstu relevantního trhu, který jsem odhadl ve výši 0,13% (5% nárůst v rámci optimistické varianty). Tato fáze je založena na modelu stability relací, proto je doporučeno, aby platilo, že zmíněným tempem porostou jak tržby, tak KPVH i investovaný kapitál. V případě výpočtu KPVH je nutné vzít v úvahu fakt, že zisková marže ještě není stabilizovaná, a právě z tohoto důvodu je hodnota FCFF v roce 2016 tak vysoká⁷¹. Výpočet podkladů pro druhou fázi je uveden v příloze číslo 14/15.

Určení rentability investic netto je velmi problematické a v české literatuře doposud ne zcela sjednocené. Proto pokládám hodnotu, získanou podílem tempa růstu tržeb a míry investic ($r_I = g / m_I$), za pevně danou a využiji ji k dalším výpočtům.

Tabulka 6-3: Výpočet pokračující hodnoty

Položka	Realistická varianta	Optimistická varianta
Tempo růstu	0,13%	5,00%
Míra investic netto do DM a PK	1,99%	12,50%
Rentabilita investic netto	6,53%	39,99%
FCFF 2016	7 450	7 576
Parametrický vzorec	74 881	149 177
Gordonův vzorec	74 881	149 177

(Zdroj: Vlastní výpočty)

Diskontováním získané hodnoty zjistím **hodnotu druhé fáze ocenění** ($PH/1,1031^4$), která je rovna **50 572 tis. Kč / 100 749 tis. Kč**. Součtem hodnoty první fáze a pokračující hodnoty získám *provozní hodnotu brutto podniku* (63 276 tis. Kč / 115 419 tis. Kč). Od výsledné hodnoty ještě odečtu hodnotu *úročeného cizího kapitálu k datu ocenění* (15 770 tis. Kč), abych dospěl k *provozní netto hodnotě podniku* (47 506 tis. Kč / 99 649 tis. Kč). Ta společně s *hodnotou neprovozního majetku* zastoupeného peněžními prostředky nad provozní likviditu (2 508 tis. Kč), DFM (11 696 tis. Kč) a neprovozními aktivy (43 865 tis. Kč) dává **výslednou hodnotu vlastního kapitálu společnosti AGRAS Bohdalov, a.s. k 1.1 2012 105 575 tis. Kč, resp. 157 718 tis. Kč**.

⁷¹ $KPVH_{2016} = KPVH_{2015} * (1 + g) * \text{Zisková marže}$

6.2 Ocenění podniku paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů

Pro další pohled uvádím ocenění podniku na základě paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů. Jedná se o metodu „netto“, tj. zjišťujeme hodnotu z výnosů pouze pro držitele vlastního kapitálu a výsledkem je tedy přímo hodnota vlastního kapitálu. Tento přístup má dvě varianty, které se liší v pojetí čistých výnosů. V této práci jsem zvolil variantu, která je založena na upraveném výsledku hospodaření, tedy rozdílu výnosů a nákladů.

Základní princip je založen na analýze minulých výsledků hospodaření podniku, přičemž se předpokládá, že podnik dosáhne v budoucnu minimálně takových výnosů, jakých dosahoval v minulosti. Finální hodnotu získanou tímto postupem lze tedy považovat za spodní hranici odhadu hodnoty společnosti na základě výnosových metod.

V první řadě určím hodnotu upraveného výsledku hospodaření (postup je uveden v tabulce 6-7). Hodnotu UVH před odpisy upravím o inflaci a váhy. Váhami zohledním fakt, že se vzdálená minulost podílí na hodnotě trvalých čistých výsledků méně.

Tabulka 6-4: Výpočet UVH

Položka (tis. Kč)	2006	2007	2008	2009	2010	2011
VH před zdaněním	8 123	8 470	3 443	5 115	8 016	6 177
(+) odpisy	11 742	11 522	12 456	11 824	11 808	13 443
(-) finanční výnosy	-971	-629	-21	-6	-21	-6
(-) tržby z prodeje DM	-7 956	-7 212	-7 574	-5 280	-7 810	-7 007
(+) zůstatková cena prodaného DM	1 265	1 389	1 709	1 554	1 488	1 731
(+) mimořádné osobní náklady - restrukturalizace	0	0	0	0	0	0
(-) mimořádné výnosy	-2 711	-418	-27	-191	-398	-35
(+) mimořádná náklady	0	0	0	0	0	0
UVH před odpisy	9 492	13 122	9 986	13 016	13 083	14 303
Cenový index řetězový	1,025	1,028	1,063	1,01	1,015	1,019
Cenový index bazický vztažený k roku 2011	0,876	0,901	0,957	0,967	0,981	1,000
UVH upravený o inflaci	9 260	12 765	9 394	12 887	12 890	14 036
Váhy	1	2	3	4	5	6
UVH upravený o inflaci * váhy	9 260	25 529	28 183	51 549	64 448	84 218

(Zdroj: Vlastní výpočty)

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy získám podílem celkového součtu váženého UVH a součtu vah. Získám hodnotu 12 533 tis. Kč, kterou dále upravím o odpisy z reprodukčních cen. Takto získaný čistý výnos je možné rozdělit, aniž by se snížila majetková podstat podniku. Odpisy byly odhadnuty na základě reprodukčních cen ve výši 10 000 tis. Kč (oproti účetním výši 13 443 tis. Kč). Kalkulovaná úroková míra je rovna rozdílu nákladů vlastního kapitálu, které převezmu z odhadu pro metodu DCF získané metodou CAPM (ve výši 10,986%) a dlouhodobé inflace (odhadnuta na úrovni 3%). Daňový základ je záporný vzhledem k tomu, že odpisy v posledním známém roce převyšují trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy.

Tabulka 6-5: Hodnota podniku dle paušální metody KČV (v tis. Kč)

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	12 533
Odpisy z reprodukčních cen ze zadání	10 000
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	2 533
Daňový základ	-910
Daň	0
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	2 533
Dlouhodobá inflace	3%
Kalkulovaná úroková míra	8,13%
Výnosová hodnota provozní	31 146
Neprovozní majetek k datu ocenění	2 508
Hodnota VK podle KČV	89 215

(Zdroj: Vlastní výpočty)

Výsledná hodnota společnosti AGRAS Bohdalov, a.s. dle paušální metody KČV ke dni 1. 1. 2012 činí 89 215 tis. Kč. Takto získaná hodnota představuje ocenění potenciálu podniku. A protože nezachycuje budoucí růstové příležitosti, je možné ji chápat jako spodní hranici odhadu výnosové hodnoty podniku.

6.3 Stanovení hodnoty metodou tržních násobitelů

Dosavadní výsledky hodnoty společnosti AGRAS Bohdalov získané využitím výnosových metod nyní ještě doplním o zjednodušené kontrolní ocenění metodou tržního srovnání, konkrétně metodou na základě srovnatelných podniků. Jedná se totiž o metodu, která je „běžnému občanovi“ nejbližší. Při výpočtech vycházím z dat Damodarana, který shromáždil údaje za několik relativně srovnatelných podniků v oboru „Agriculture/Farming“⁷². Porovnání násobitelů AGRAS Bohdalov při ocenění na úrovni DCF s průměrnými násobiteli na evropských trzích je poté v tabulce 6-6. Vzhledem k nedostatku dat je ovšem nutné brát následující výsledky s rezervou.

⁷² Jejich výčet je zobrazen v příloze číslo 16.

Tabulka 6-6: Orientační propočet násobitelů

	AGRAS Bohdalov	Podobné podniky	Vstupní veličiny (tis. Kč)	
P/E	21,05	20,61	EV (tržní hodnota investovaného kapitálu)	121 645
P/VK	0,77	1,32		
EV/Tržby	1,39	4,35	P (tržní cena akcie, tj. vlastního kapitálu)	105 575
EV/EBIT	17,18	16,58		

(Zdroj: Damodaran online, Vlastní výpočty)

Hodnota násobitelů pro AGRAS Bohdalov vychází pozitivně v případě ukazatelů P/E a EV/EBIT. Naopak u zbývajících je hodnota nižší než násobitele podobných podniků. Společnost AGRAS Bohdalov působí pouze regionálně, a přestože dosahuje velmi slušných výsledků, nedá se předpokládat její další výrazná expanze (i vzhledem k již nasycenému trhu). Navíc obchodovatelnost podnikových akcií je značně omezena a likvidita vlastnických podniků tedy nízká. Pokud vezmeme všechna zmíněná omezení v úvahu, je zřejmé, že není možné brát výsledky ocenění v rámci násobitelů podobných podniků jako postačující základ. Ale vypočítané hodnoty mohou sloužit jako indikátor, že výsledky získané výnosovými metodami lze akceptovat.

Závěr

V dnešní době, kdy je hospodaření většiny firem nejen u nás, ale i ve světě do značné míry ovlivněno nástupem hospodářské krize, se téma hodnocení podniků stává opět velmi aktuálním. Jeho význam nadále roste – společnosti se prodávají, transformují, slučují, dostávají se do finanční tísně, krachují...

V této diplomové práci jsem se zabýval návrhem ocenění podniku AGRAS Bohdalov, a.s. výnosovými metodami ocenění za účelem zjistit objektivizovanou hodnotu, která by posloužila jako přibližná orientace hodnoty vlastníkům podniku.

Základní teoretická východiska jsem uvedl v úvodní části práce. Zaměřil jsem se především na definování důležitých pojmů jako podnik, kategorie hodnot, generátory hodnot, metody ocenění apod. Před samotným návrhem ocenění jsem nejdříve musel provést strategickou a finanční analýzu oceňovaného podniku, které tvoří podklad navazujícího ocenění. Výsledky strategické analýzy poukázaly na obecně známé skutečnosti, které platí pro společnosti v zemědělském sektoru hospodářství. Zemědělská výroba je i s navazující výrobou potravinářskou jedním z tradičních odvětví národního hospodářství. Přesto, srovnáme-li agrární sektor s dalšími sektory národní ekonomiky, lze pozici zemědělství charakterizovat nízkou atraktivitou, nízkým příjmem zaměstnanců, nízkým podílem vysokoškolsky vzdělaných zaměstnanců a malým počtem inovací. Trh zemědělských výrobků je do značné míry nejednotný a v mnoha jeho segmentech se vyskytují rozličné subjekty. To platí i o relevantním trhu oceňované společnosti – trh s mlékem. Pozici společnosti AGRAS Bohdalov lze charakterizovat malým celkovým podílem (cca 0,07%) s minimální možností podniku ovlivnit cenu. Tato situace je ovšem stejná pro naprostou většinu firem v odvětví.

Výsledky finanční analýzy za roky 2006-2011 ukázaly, že společnost se nachází v relativně klidné finanční situaci. Pomocí investic do nových technologií se snaží držet krok s konkurencí. Tyto investice jsou do velké míry úspěšné a společnost nemá výraznější problémy v rámci jejich financování. Ve všech sledovaných letech dosáhla společnost kladného výsledku hospodaření. Doposud nejúspěšnějším byl rok 2007,

kdy výsledek hospodaření po zdanění činil 8 470 tis. Kč. Výsledné modely soustav ukazatelů zařadily společnost mezi stabilní podniky bez akutního nebezpečí bankrotu. Za jediný vyloženě negativní výsledek lze považovat ukazatele rentability, které dosahují poměrně nízkých hodnot ve všech sledovaných letech (s výjimkou roku 2007).

Na základě výše zmíněných analýz jsem posléze sestavil návrh dlouhodobého finančního plánu pro období 2012-2015, který tvoří základ pro výsledné ocenění podniku. Při samotném ocenění jsem využil dvou výnosových metod: metody diskontovaného cash flow a metody čistých kapitalizovaných výnosů. Ke zdárnému určení výsledné hodnoty pomocí těchto metod jsem musel zjistit podnikovou diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál (10,079%). V závěrečné části práce jsem dospěl k následujícím výnosovým hodnotám podniku AGRAS BOHDALOV, a.s.:

- | | |
|---|-----------------|
| • Predběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty | 83 044 tis. Kč |
| • Ocenění metodou DCF (realistická varianta) | 105 575 tis. Kč |
| • Ocenění metodou DCF (optimistická varianta) | 157 718 tis. Kč |
| • Ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů | 89 215 tis. Kč |

Pokud jde o získané výsledky obecně, potvrdila se skutečnost, že v celé řadě případů ocenění zemědělských podniků, mohou výnosové metody přinášet do značné míry nejednotné výsledky. Při predběžném ocenění podniku na základě analýzy generátorů hodnoty jsem dospěl k hodnotě 83 044 tis. Kč (střední varianta). Důvodem pro tento relativně nízký výsledek může v tomto specifickém případě být struktura majetku oceňované společnosti. Na základě analýzy provozně potřebného a nepotřebného majetku jsem totiž dospěl k závěru, že společnost AGRAS Bohdalov disponuje neprovozním majetkem ve výši cca 44 mil. Kč, což má značný vliv na konečnou hodnotu podniku.

Za výslednou objektivizovanou hodnotu podniku k 1. 1. 2012 stanovím střední hodnotu výsledku získanou metodou DCF, tj. po zaokrouhlení přibližně 131 000 tis. Kč. Dolní limit představuje hodnota získaná metodou kapitalizovaných čistých výnosů.

Seznam použitých zdrojů

Knihy

- (1) ALLMAN, Keith A. *Corporate Valuation Modeling: A Step-by-Step Guide* [online]. Hoboken, NJ, USA: Wiley, 2010 [cit. 2013-11-29]. ISBN 9780470579367. Dostupné z: site.ebrary.com/lib/hiof/docDetail.action?docID=10361284.
- (2) DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on valuation: Security Analysis for Investment And Corporate Finance*. Canada: John Wiley & Sons, Inc., 2008. ISBN 978-0-47175121-2.
- (3) DEDOUCHOVÁ, Marcela. *Strategie podniku*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2001, 256 s. ISBN 80-7179-603-4.
- (4) FOTR, Jiří a Ivan SOUČEK. *Podnikatelský záměr a investiční rozhodování*. První vydání. Praha: Grada Publishing, a.s., 2005, 356 s. ISBN 80-247-0939-2.
- (5) KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přepracované vydání. Praha: C. H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1.
- (6) KNÁPKOVÁ, Adriana a Drahomíra PAVELKOVÁ. *Finanční analýza: Komplexní průvodce s příklady*. První vydání. Praha: Grada Publishing, s.a., 2010, 208 s. ISBN 978-80-247-3349-4.
- (7) KORÁB, Vojtěch, Jiří PETERKA a Mária REŽŇÁKOVÁ. *Podnikatelský plán*. Dotisk prvního vydání. Brno: Computer press, a.s., 2008, 216 s. ISBN 978-80-251-1605-0.
- (8) KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. První vydání. Praha: Grada Publishing, a.s., 2009, 264 s. ISBN 978-247-2865-0.
- (9) MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- (10) MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. Praha: Ekopress, s.r.o., 2005. ISBN 80-86119-61-0.
- (11) MLČOCH, Jan. *Oceňování podniku: Ekonomické aspekty*. Praha: Linde, 1998. ISBN 97-88-07201-145-2.

- (12) NEMETHY, Les. *Úspěšný prodej firmy: Ve správný čas a za dobrou cenu*. Vydání první. Brno: Computer Press, s.s., 2011, 208 s. ISBN 978-80-251-3417-7.
- (13) POLÁČEK, Bohumil a Jan ATTIL. *Posudek znalce a podnik*. Praha: C.H. Beck, 2006, 184 s. ISBN 80-7179-503-8.
- (14) REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Finanční management*. Brno: Akademické nakladatelství CERM, s.r.o., 2005. ISBN 80-214-3035-4.
- (15) RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 3. rozšířené vydání. Praha: Grada Publishing, a.s., 2010, 144 s. ISBN 978-80-247-3308-1.
- (16) SYNEK, Miloslav a Eva KISLINGEROVÁ a kol. *Podniková ekonomika*. 5. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010, 498 s. ISBN 978-80-7400-336-3.

Zákony a vyhlášky

- (17) Zákon č. 513/1991 Sb., Obchodní zákoník.
- (18) Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů.

Internetové zdroje

- (19) US Generic Govt 10 Year Yield. *Bloomberg* [online]. ©2013 [cit. 2013-04-21]. Dostupné z: <<http://www.bloomberg.com/quote/USGG10YR:IND>>.
- (20) Bohdalov. *Veřejná správa online* [online]. © 1996-2013 [cit. 2013-04-21]. Dostupné z: <<http://mesta.obce.cz/zsu/vyhledat-608.htm>>.
- (21) Český statistický úřad [online]. © 2013 [cit. 2013-04-21]. Dostupné z: <http://www.czso.cz/>
- (22) *Damodaran Online* [online]. [2013] [cit. 2013-04-21]. Dostupné z: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>.
- (23) Dvanáct tisíc na Vysočině. *Náš Chov* [online]. [30.9.2011] [cit. 2013-04-21]. Dostupné z: http://www.naschov.cz/@AGRO/informacni-servis/Dvanact-tisic-na-Vysocine__s485x57704.html.
- (24) Juniorstav. In: BRUMOVSKÝ, Martin. *MEZINÁRODNÍ OCEŇOVACÍ STANDARDY A JEJICH VÝVOJ* [online]. 2008 [cit. 2013-11-17]. Dostupné z:

- <http://www.fce.vutbr.cz/veda/juniorstav2008_sekce/pdf/7/Brumovsky_Martin_CL.pdf>.
- (25) Makroekonomická predikce. *Ministerstvo financí ČR* [online]. ©2005 [cit. 2013-04-21]. Dostupné z: Trh státních dluhopisů. <i>Česká národní banka</i> [online]. ©2003-2013 [cit. 2013-04-21]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/trh_statnich_dluhopisu/CZSO>.
- (26) *Mapy Google* [online]. 2013 [cit. 2013-01-10]. Dostupné z: <maps.google.com>.
- (27) Obchodní rejstřík a sbírka listin. *Ministerstvo spravedlnosti a ČR* [online]. © 2012 [cit. 2013-04-21]. Dostupné z: <<https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-dotaz?dotaz=agras+bohdalov>>.
- (28) *Portál Justice: Obchodní rejstřík a Sbírka listin* [online]. 2012 [cit. 2013-01-10]. Dostupné z: <<https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-vypis?subjektId=isor%3a281194&typ=full&klic=6xsb06>>.
- (29) Strategická situační analýza. *STRATEG.cz* [online]. c2012 [cit. 2013-11-17]. Dostupné z: <http://www.strateg.cz/Strategicka_analyza.html>.
- (30) Státní zemědělský a intervenční fond. *SZIF* [online]. © SZIF 2000-2013 [cit. 2013-04-21]. Dostupné z: <<http://www.szif.cz/irj/portal/anonymous/uvod>>.
- (31) Trh státních dluhopisů. *Česká národní banka* [online]. ©2003-2013 [cit. 2013-04-21]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/trh_statnich_dluhopisu/>.
- (32) Zelená zpráva 201. *EAGRI* [online]. © 2009-2011 [cit. 2013-04-21]. Dostupné z: <<http://eagri.cz/public/web/mze/zemedelstvi/publikace-a-dokumenty/zelene-zpravy/zelena-zprava-2010.html>>.

Ostatní zdroje

- (33) Výroční zprávy společnosti AGRAS Bohdalov z let 2004-2011
- (34) International Valuation Standards 2010
- (35) IDW Standard

Seznam použitých zkratek a symbolů

A	Aktiva
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CF	Peněžní tok
CZV	Ceny zemědělských výrobců
ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČSÚ	Český statistický úřad
DCF	Diskontovaný peněžní tok
DM	Dlouhodobý majetek
EAT	Výsledek hospodaření po dani
EBT	Výsledek hospodaření před odpisy
EBIT	Provozní výsledek hospodaření
EBITDA	Výsledek hospodaření před zdaněním, úroky, odpisy a amortizací
EU	Evropská Unie
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FA	Finanční analýza
FCF	Volný peněžní tok
FCFF	Volný peněžní tok do firmy
HDP	Hrubý domácí produkt
IVS	Mezinárodní oceňovací standardy
KČV	Kapitalizovaný čistý výnos
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
MFČR	Ministerstvo financí České republiky
P	Pasiva
PH	Pokračující hodnota
PRIBOR	Prague Interbank Offered Rate
SA	Strategická analýza
UVH	Upravený výsledek hospodaření
WACC	Průměrné vážené náklady kapitálu

Seznam příloh

Příloha č. 1: Seznam obrázků	116
Příloha č. 2: Seznam tabulek.....	116
Příloha č. 3: Seznam grafů	118
Příloha č. 4: Rozvaha (2006-2011)	119
Příloha č. 5: VZZ (2006-2011)	123
Příloha č. 6: Přehled o peněžních tocích (2007-2011).....	125
Příloha č. 7: Podrobné výsledky finanční analýzy.....	126
Příloha č. 8: Predikční test	132
Příloha č. 9: Závislost tržeb na HDP - logaritmická	133
Příloha č. 10: Určení nákladů na vlastní kapitál pomocí stavebnicové metody	134
Příloha č. 11: Dlouhodobý finanční plán (realistická varianta)	141
Příloha č. 12: Dlouhodobý finanční plán (optimistická varianta).....	144
Příloha č. 13: Plán dlouhodobého majetku a investic	147
Příloha č. 14: Odhad parametrů pro druhou fázi – „realistická“ varianta.....	151
Příloha č. 15: Odhad parametrů pro druhou fázi – optimistická varianta.....	151
Příloha č. 16: Hodnoty násobitelů u vybraných společností v rámci odvětví „Agriculture/Farming“ pro evropské trhy	152

Příloha č. 1: Seznam obrázků

Obrázek 1-1: Hlavní funkce oceňování podle Kolínské školy	22
Obrázek 1-2: Postup při oceňování podniku.....	25
Obrázek 1-3: Analýza vývoje podniku	27
Obrázek 1-4: Rozbor poměrových ukazatelů podle zdrojů, ze kterých je čerpáno	29
Obrázek 1-5: Generátory hodnoty	33
Obrázek 1-6: Konkurenční struktura odvětví	34
Obrázek 1-7: Metody analýzy a prognózy dlouhodobého majetku.....	35
Obrázek 1-8: Algoritmus tvorby finančního plánu.....	38
Obrázek 1-9: Postup výpočtu hodnoty metodou DCF entity.....	42
Obrázek 1-10: Přehled metod pro odhad nákladů vlastního kapitálu.....	45
Obrázek 1-11: Přímka cenných papírů	46
Obrázek 2-1: Logo společnosti	48
Obrázek 2-2: Schéma představenstva společnosti	49
Obrázek 2-3: Popis organizační struktury	49
Obrázek 2-4: Poloha vedení společnosti a farmy v Rudolci.....	50
Obrázek 3-1: Postavení podniku v rámci makroprostředí	53
Obrázek 3-2: Porterův model pěti sil.....	67

Příloha č. 2: Seznam tabulek:

Tabulka 1-1: Struktura IVS.....	18
Tabulka 1-2: Rychlý test podniku.....	31
Tabulka 1-3: Výpočtové schéma FCF	41
Tabulka 3-1: Hlavní makroekonomické indikátory.....	54
Tabulka 3-2: Vývoj reálného HDP	55
Tabulka 3-3: Vývoj ročních úrokových sazeb	57
Tabulka 3-4: Vývoj průměrné míry inflace	57
Tabulka 3-5: Vývoj směnného kurzu české koruny k euru a dolaru	58
Tabulka 3-6: Nákupní ceny za mléko - placené mlékárnami	64

Tabulka 3-7: Počet zaměstnaných osob v zemědělství v kraji Vysočina v letech 2005-2011	65
Tabulka 3-8: Srovnání tržeb AGRAS a tržeb odvětví (běžné ceny).....	66
Tabulka 3-9: Meziroční změny tržeb AGRO a tržeb odvětví (běžné ceny)	66
Tabulka 3-10: Porovnání přidané hodnoty odvětví a AGRAS Bohdalov	67
Tabulka 3-11: Srovnání vybraných hodnot konkurenčních podniků (2011).....	68
Tabulka 3-12: Profil konkurenční síly oceňovaného podniku.....	71
Tabulka 3-13: Vývoj tržeb relevantního trhu a společnosti AGRAS Bohdalov.....	73
Tabulka 3-14: Prognóza vývoje tržeb trhu a společnosti AGRAS Bohdalov.....	73
Tabulka 4-1: Vertikální analýza aktiv	76
Tabulka 4-2: Horizontální analýza aktiv	76
Tabulka 4-3: Vertikální analýza pasiv	77
Tabulka 4-4: Horizontální analýza pasiv	77
Tabulka 4-5: Vertikální analýza VZZ.....	79
Tabulka 4-6: Horizontální analýza Cash-flow	79
Tabulka 4-7: Ukazatele rentability	80
Tabulka 4-8: Ukazatele aktivity.....	81
Tabulka 4-9: Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy (zadluženosti)	82
Tabulka 4-10: Ukazatele platební schopnost (likvidity).....	82
Tabulka 4-11: Bonitní + bankrotní modely	83
Tabulka 4-12: AGRAS Bohdalov - SWOT analýza	85
Tabulka 5-1:DM provozně nutný	87
Tabulka 5-2: Provozní ziskové marže (výpočet shora) - minulé období.....	88
Tabulka 5-3: Provozní ziskové marže (výpočet shora) - predikované období	88
Tabulka 5-4: Doba obratu z tržeb (ve dnech)	89
Tabulka 5-5: Upravený pracovní kapitál	90
Tabulka 5-6: Parametry čerpaných úvěrů společnosti k 31. 12. 2011 (tis. Kč).....	91
Tabulka 5-7: Plán DM, investic a odpisů (tis. Kč)	91
Tabulka 5-8: Odhad nákladů vlastního kapitálu metodou CAPM.....	93
Tabulka 5-9: Stanovení nákladů na vlastní kapitál - stavebnicová metoda.....	94
Tabulka 5-10: Ratingové skupiny pro menší a rizikovější firmy	95
Tabulka 5-11: Účetní struktura kapitálu k datu ocenění.....	96

Tabulka 5-12: Vstupní údaje pro ocenění podniku pomocí generátorů hodnoty	97
Tabulka 5-13: Finanční analýza plánu (realistická varianta).....	100
Tabulka 5-14: Finanční analýza plánu (optimistická varianta)	101
Tabulka 6-1: Výpočet FCFF	102
Tabulka 6-2: Hodnota první fáze	103
Tabulka 6-3: Výpočet pokračující hodnoty	104
Tabulka 6-4: Výpočet UVH.....	106
Tabulka 6-5: Hodnota podniku dle paušální metody KČV (v tis. Kč)	107
Tabulka 6-6: Orientační propočet násobitelů.....	108

Příloha č. 3: Seznam grafů:

Graf 2-1: Celková produkce mléka v litrech v letech 2000-2011.....	52
Graf 3-1: Pozice sektoru zemědělství v rámci národního hospodářství ČR	61
Graf 3-2: Vývoj produkce mléka v letech 2000-2010	63
Graf 3-3: Historie tržeb a prognóza na období 2012-2015	74

Příloha č. 4, Rozvaha (2006-2011)

R O Z V A H A - a k t i v a	2006	2007	2008	2009	2010	2011
AKTIVA CELKEM	171 529	172 233	170 441	164 381	170 020	177 868
A. Pohledávky za upsaný vlastní kapitál	0	0	0	0	0	0
Stálá aktiva (Dlouhodobý majetek)	128 845	126 196	126 372	119 430	122 890	130 618
Dlouhodobý nehmotný majetek	176	121	67	14	0	0
Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0	0
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0	0
Software	0	0	0	0	0	0
Ocenitelná práva	176	121	67	14	0	0
<i>Goodwill</i>	0	0	0	0	0	0
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	116 973	114 379	114 609	107 720	111 194	118 922
Pozemky	2 242	2 313	2 414	2 699	2 940	6 852
Stavby	80 506	78 532	81 281	80 202	77 617	78 809
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	21 994	20 956	22 012	17 600	16 633	25 826
Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0	0	0	0
Základní stádo a tažná zvířata	7 081	7 038	7 576	7 196	7 518	7 414
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0	0
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	5 032	5 147	1 326	23	6 486	0
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	118	393	0	0	0	21
Oceňovací rozdíl k nabytému	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý finanční majetek	11 696	11 696	11 696	11 696	11 696	11 696
Podíly v ovládaných a říz. osobách	0	0	0	0	0	0
Podíly v účetních jednotkách podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly (vklady)	11 696	11 696	11 696	11 696	11 696	11 696
<i>Půjčky a úvěry - ovládající a řídící osoba</i>	0	0	0	0	0	0
Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	42 602	45 598	43 906	44 620	47 083	46 989
Zásoby	17 217	21 108	24 071	20 169	20 342	22 883
Materiál	920	1 657	407	928	1 152	1 848

Nedokončená výroba a polotovary	2 305	3 791	3 727	2 775	3 126	3 480
Výrobky	4 930	6 593	11 094	7 509	6 309	9 521
Zvířata	8 970	8 970	8 717	8 846	9 621	7 916
Zboží	92	97	126	111	134	118
Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé pohledávky	0	0	23	0	0	0
Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0
<i>Pohledávky - ovládající a řídicí osoba</i>	0	0	0	0	0	0
<i>Pohledávky - podstatný vliv</i>	0	0	0	0	0	0
<i>Pohledávky za společníky, členy družstva</i>	0	0	0	0	0	0
<i>Dlouhodobé poskytnuté zálohy</i>	0	0	0	0	0	0
<i>Dohadné účty aktivní</i>	0	0	0	0	0	0
Jiné pohledávky	0	0	23	0	0	0
<i>Odložená daňová pohledávka</i>	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	20 517	14 516	17 312	17 135	18 286	20 432
Pohledávky z obchodních vztahů	16 812	12 353	15 156	15 797	14 926	18 201
<i>Pohledávky - ovládající a řídicí osoba</i>	0	0	0	0	0	0
<i>Pohledávky - podstatný vliv</i>	0	0	0	0	0	0
<i>Pohledávky za společníky</i>	0	0	0	0	0	0
Sociální zabezpečení (a zdravotní pojištění)	0	0	0	0	0	0
Stát - daňové pohledávky	242	514	181	13	44	480
<i>Krátkodobé poskytnuté zálohy</i>	104	155	139	26	147	176
<i>Dohadné účty aktivní</i>	2 409	1 363	1 369	884	2 808	1 309
Jiné pohledávky	950	131	467	415	361	266
Finanční majetek	4 868	9 974	2 500	7 316	8 455	3 674
Peníze	121	159	90	115	209	130
Účty v bankách	4 747	9 815	2 410	7 201	8 246	3 544
Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0
Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	82	439	163	331	47	261
Náklady příštích období	82	29	21	5	47	30
<i>Komplexní náklady příštích období</i>	0	0	0	0	0	0
<i>Příjmy příštích období</i>	0	410	142	326	0	231

R O Z V A H A - p a s i v a	2006	2007	2008	2009	2010	2011
PASIVA CELKEM	171 529	172 233	170 441	164 381	170 020	177 868
Vlastní kapitál	105 663	114 468	120 752	124 815	131 911	136 820
Základní kapitál	60 000	59 998	59 691	59 669	60 000	60 000
Základní kapitál	60 000	60 000	60 000	60 000	60 000	60 000
Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	0	-2	-309	-331	0	0
<i>Změny základního kapitálu</i>	0	0	0	0	0	0
Kapitálové fondy	12 382	12 382	12 382	12 382	12 381	12 382
Emisní ážio	1 251	1 251	1 251	1 251	1 251	1 251
Ostatní kapitálové fondy	1 977	1 977	1 977	1 977	1 976	1 977
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku (a závazků)	9 154	9 154	9 154	9 154	9 154	9 154
<i>Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách</i>	0	0	0	0	0	0
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ost. fondy ze zisku (Fondy ze zisku)	26 296	33 403	37 455	40 756	41 024	41 372
<i>Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond</i>	7 976	8 676	9 561	9 985	10 443	10 898
<i>Statutární a ostatní fondy</i>	18 320	24 727	27 894	30 771	30 581	30 474
Výsledek hospodaření minulých let	0	0	7 800	7 800	11 550	18 050
Nerozdělený zisk minulých let	0	0	7 800	7 800	11 550	18 050
Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	6 985	8 685	3 424	4 208	6 956	5 016
Cizí zdroje	65 366	56 863	49 073	37 966	38 109	40 955
Rezervy	8 669	9 462	12 582	6 660	6 660	6 293
<i>Rezervy podle zvláštních právních předpisů (Rezervy zákonné)</i>	8 669	9 462	12 582	6 660	6 660	6 293
<i>Rezerva na důchody a podobné závazky</i>	0	0	0	0	0	0
<i>Rezerva na daň z příjmů</i>	0	0	0	0	0	0
Ostatní rezervy	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	25 253	20 144	13 982	12 806	10 586	8 943
Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0
<i>Závazky - ovládající a řídicí osoba</i>	0	0	0	0	0	0
<i>Závazky - podstatný vliv</i>	0	0	0	0	0	0
<i>Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení</i>	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	0	0

Emitované dluhopisy	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0	0	0	0	0
<i>Dohadné účty pasivní</i>	0	0	0	0	0	0
Jiné (dlouhodobé) závazky	15 995	11 591	5 786	4 616	3 006	1 515
<i>Odložený daňový závazek</i>	9 258	8 553	8 196	8 190	7 580	7 428
Krátkodobé závazky	7 570	7 963	7 515	5 714	6 353	7 773
Závazky z obchodních vztahů (z obchodního styku)	4 044	4 650	5 319	3 046	3 176	5 391
<i>Závazky - ovládající a řídicí osoba</i>	0	0	0	0	0	0
<i>Závazky - podstatný vliv</i>	0	0	0	0	0	0
<i>Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení</i>	0	0	0	0	0	0
Závazky k zaměstnancům	1 616	1 795	1 254	1 075	1 174	1 233
Závazky ze sociálního a zdravotního zabezpečení	915	971	634	637	656	760
Stát - daňové závazky a dotace	765	517	168	888	1 288	230
<i>Krátkodobé přijaté zálohy</i>	0	0	32	0	0	0
<i>Vydané dluhopisy</i>	0	0	0	0	0	0
<i>Dohadné účty pasivní</i>	0	0	0	0	151	81
Jiné závazky	230	30	108	68	-92	78
Bankovní úvěry a výpomoci	23 874	19 294	14 994	12 786	14 510	17 946
Bankovní úvěry dlouhodobé	23 874	15 294	14 994	10 286	14 303	15 770
Krátkodobé bankovní úvěry (Běžné bankovní úvěry)	0	4 000	0	2 500	207	2 176
Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	500	902	616	1 600	0	93
Výdaje příštích období	500	902	616	1 600	0	93
Výnosy příštích období	0	0	0	0	0	0

Příloha č. 5, VZZ (2006-2011)

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Tržby za prodej zboží	2 486	2 915	2 918	2 627	2 470	2 332
Náklady vynaložené na prodané zboží	2 237	2 636	2 614	2 382	2 220	2 116
Obchodní marže	249	279	304	245	250	216
Výkony	87 158	92 888	95 183	74 797	84 628	95 530
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	84 646	83 262	85 168	75 066	80 412	87 294
Změna stavu vnitropodnikových zásob vlastní výroby	-4 320	1 785	2 545	-6 055	-2 201	1 861
Aktivace	6 832	7 841	7 470	5 786	6 417	6 375
Výkonová spotřeba	56 223	56 122	59 569	49 991	53 157	60 742
Spotřeba materiálu energie	46 354	48 329	51 754	43 926	45 720	51 199
Služby	9 869	7 793	7 815	6 065	7 437	9 543
Přidaná hodnota	31 184	37 045	35 918	25 051	31 721	35 004
Osobní náklady	25 634	26 979	26 533	24 306	24 050	26 144
Mzdové náklady	18 582	19 556	18 943	17 856	17 025	18 984
Odměny členům orgánů společnosti	106	105	105	106	106	103
Náklady na SZP	6 314	6 702	6 741	5 570	6 188	6 299
Sociální náklady	632	616	744	774	731	758
Daně a poplatky	525	539	510	575	656	668
Odpisy DHM a DNM	11 742	11 522	12 456	11 824	11 808	13 443
Tržby z prodeje DM a materiálu	7 956	7 212	7 574	5 280	7 810	7 007
<i>Tržby z prodeje dlouhodobého majetku</i>	2 159	2 140	3 229	2 442	2 531	2 884
<i>Tržby z prodeje materiálu</i>	5 797	5 072	4 345	2 838	5 279	4 123
ZC prodaného DM a materiálu	6 311	5 995	6 192	3 590	5 526	5 308
<i>ZC prodaného DM</i>	1 265	1 389	1 709	1 554	1 488	1 731
<i>Prodaný materiál</i>	5 046	4 606	4 483	2 036	4 038	3 577
<i>Změna stavu rezerv a opr.pol.</i>	-1 453	763	3 047	-5 887	-35	-367
Ostatní provozní výnosy	11 189	12 077	11 593	11 662	13 212	12 080
Ostatní provozní náklady	1 626	1 905	1 774	1 504	1 860	1 543
Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0	0
Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0	0
Provozní výsledek hospodaření	5 944	8 631	4 573	6 081	8 878	7 352
Tržby z prodeje CP a podílů	690	0	0	0	111	0
Prodané CP a podíly (vklady)	680	0	0	0	331	0
Výnosy z DFM	0	0	0	0	0	0
Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách	0	0	0	0	0	0
Výnosy z ostatních dlouhodobých CP	0	0	0	0	0	0

Výnosy z ostatního DFM	0	0	0	0	0	0
Výnosy z KFM	0	0	0	0	0	0
Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0	0
Výnosy z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0	0	0
Náklady z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0	0	0
<i>Změna stavu rezerv a opravných pol.</i>	0	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	18	7	18	6	21	6
Nákladové úroky	1 515	1 208	1 178	941	800	886
Ostatní finanční výnosy	953	622	3	0	0	0
Ostatní finanční náklady	0	0	0	222	261	330
Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0	0
Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0	0
Finanční výsledek hospodaření	-534	-579	-1 157	-1 157	-1 260	-1 210
Daň z příjmů za běžnou činnost	1 137	-215	19	907	1 060	1 161
-splatná	611	490	377	913	1 670	1 313
-odložená	526	-705	-358	-6	-610	-152
Hosp. výsledek za běžnou činnost	4 273	8 267	3 397	4 017	6 558	4 981
Mimořádné výnosy	2 711	418	27	191	398	35
Mimořádné náklady	0	0	0	0	0	0
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0	0
-splatná	0	0	0	0	0	0
-odložená	0	0	0	0	0	0
Mimořádný výsledek hospodaření	2 711	418	27	191	398	35
Převod podílu na HV společníkům	0	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření za účetní období	6 985	8 685	3 424	4 208	6 956	5 016
Výsledek hospodaření před zdaněním	8 123	8 470	3 443	5 115	8 016	6 177

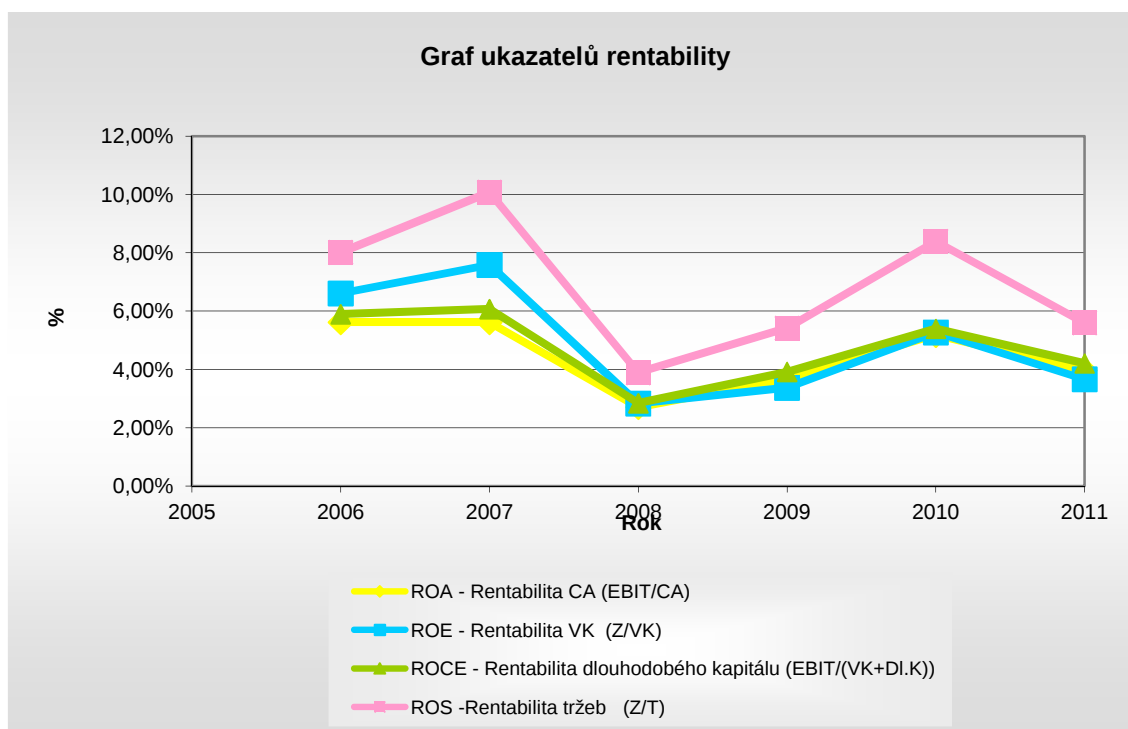
Příloha č. 6, Přehled o peněžních tocích (2007-2011)

Položka			2007	2008	2009	2010	2011
P.	Stav peněžních prostředků na začátku období		4 868	9 974	2 500	7 316	8 455
Z.		Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	8 052	3 416	4 924	7 618	6 142
A.	1	Úpravy o nepeněžní operace	12 765	15 216	5 949	11 544	12 803
A.	1	1 Odpisy stálých	11 522	12 456	11 824	11 808	13 443
A.	1	2 Změna stavu opravných položek, rezerv	793	3 120	-5 922	0	-367
A.	1	3 Zisk z prodeje stálých aktiv	-751	-1 520	-888	-1 043	-1 153
A.	1	5 Vyúčtované nákl. úroky s výjimkou kapitalizovaných	1 201	1 160	935	779	880
A.	*	Čistý peněžní tok z prov. činnosti před zdaněním	20 817	18 632	10 873	19 162	18 945
A.	2	Změny stavu nepeněžních složek PK	-2 032	-10 540	909	-277	48
A.	2	1 Změna stavu pohledávek z provozní činnosti	5 644	-2 543	32	-867	-2 360
A.	2	2 Změna stavu KZ z provozní činnosti	-3 785	-5 034	-3 025	763	4 949
A.	2	3 Změna stavu zásob	-3 891	-2 963	3 902	-173	-2 541
A.	***	Čistý peněžní tok z provozní činnosti	18 785	8 092	11 782	18 885	18 993
A.	3	Vyplacené úroky s výjimkou kapitalizovaných	-1 208	-1 178	-941	-800	-886
A.	4	Přijaté úroky	7	18	6	21	6
A.	5	Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost	215	-19	-907	-1 060	-1 161
A.	6	Příjmy a výdaje spojené s mimořádným HV	418	27	191	398	35
A.	***	Čistý peněžní tok z provozní činnosti	18 217	6 940	10 131	17 444	16 987
B.	1	Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-8 873	-12 632	-4 882	-15 268	-21 171
B.	2	Příjmy z prodeje stálých aktiv	751	1 520	888	1 043	1 153
B.	3	Půjčky a úvěry spřízněným osobám	0	0	0	0	0
B.	***	Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-8 122	-11 112	-3 994	-14 225	-20 018
C.	1	Dopady změn dl. ,resp. kr. závazků	-5 109	-6 162	-1 176	-2 220	-1 643
C.	2	Dopady změn VK na peněžní prostředky	122	3 167	-123	-191	-107
C.	2	5 Přímé platby na vrub fondů	7 107	4 052	3 301	267	349
C.	2	6 Vyplacené dividendy nebo podíly na zisku	-6 985	-885	-3 424	-458	-456
C.	***	Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	-4 987	-2 995	-1 299	-2 411	-1 750
F.	Čisté zvýšení resp. snížení peněžních prostředků		5 108	-7 167	4 838	808	-4 781
R.	Stav peněžních prostředků na konci období		9 974	2 500	7 316	8 455	3 674

Příloha č. 7, Podrobné výsledky finanční analýzy

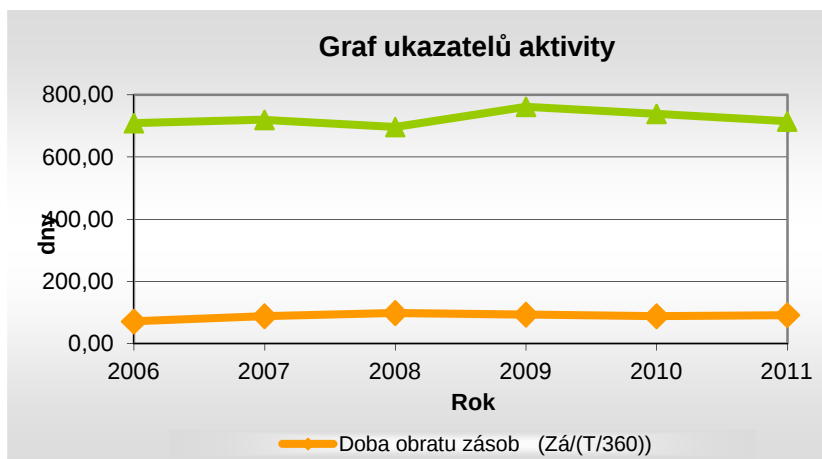
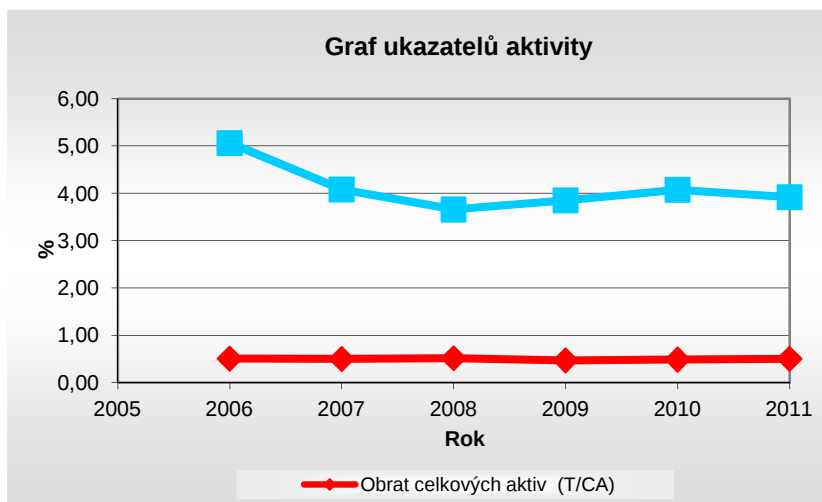
Ukazatelé rentability

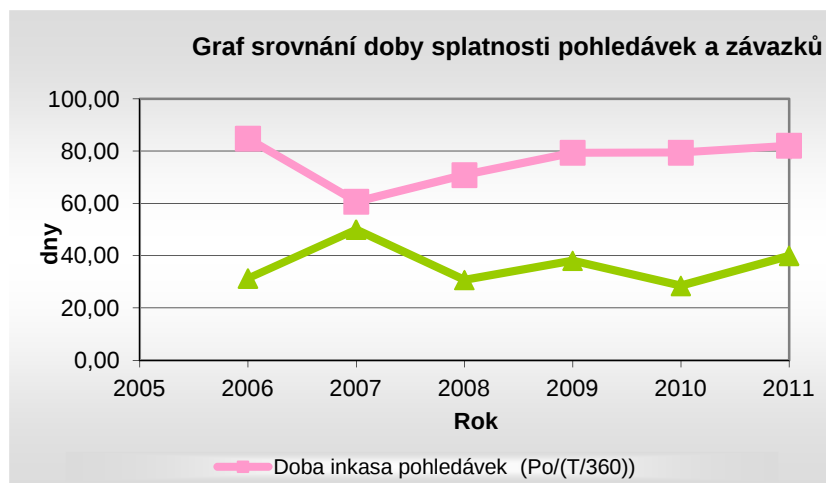
Ukazatele rentability (výnosnosti)	Jednotka	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ROA	%	5,62	5,62	2,71	3,68	5,19	3,97
ROE	%	6,61	7,59	2,84	3,37	5,27	3,67
ROCE	%	5,90	6,07	2,85	3,92	5,39	4,21
ROS	%	8,02	10,08	3,89	5,42	8,39	5,60
Nákladová rentabilita	%	6,65	8,07	3,01	4,70	6,91	4,53
Nákladovost tržeb	%	120,55	124,94	129,27	115,13	121,42	123,64
Mzdová náročnost	%	29,42	31,31	30,12	31,28	29,02	29,17



Ukazatelé aktivity

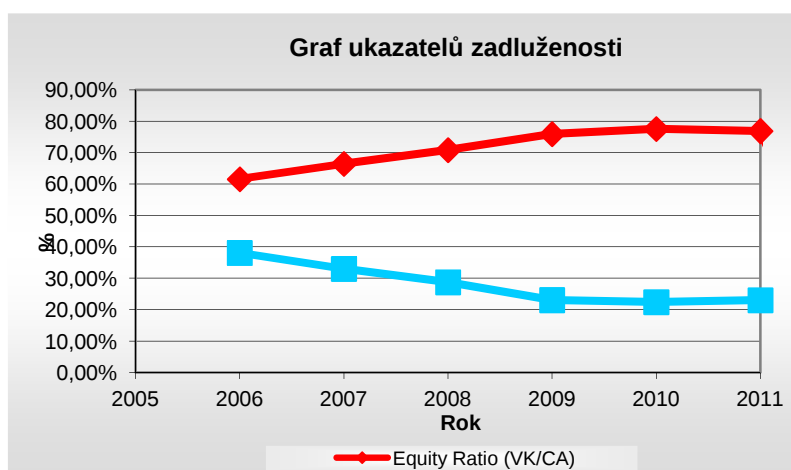
Ukazatele aktivity	Jednotka	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Obrat CA	počet obrátek/rok	0,51	0,50	0,52	0,47	0,49	0,50
Obrat zásob	počet obrátek/rok	5,06	4,08	3,66	3,85	4,07	3,92
Doba obratu A	dny	708,70	719,49	696,58	761,68	738,49	714,44
Doba obratu zásob	dny	71,13	88,18	98,38	93,46	88,36	91,91
Doba inkasa pohledávek	dny	84,77	60,64	70,85	79,40	79,43	82,07
Doba splatnosti kr. dluhů	dny	31,28	49,97	30,71	38,06	28,49	39,96

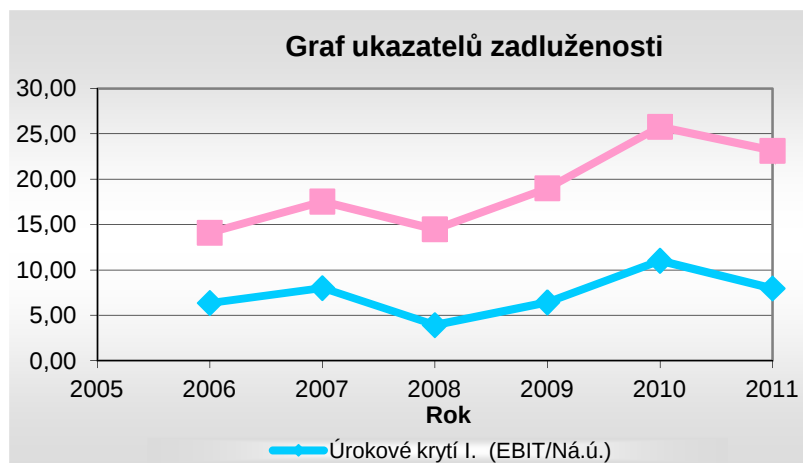




Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy (zadluženosti)

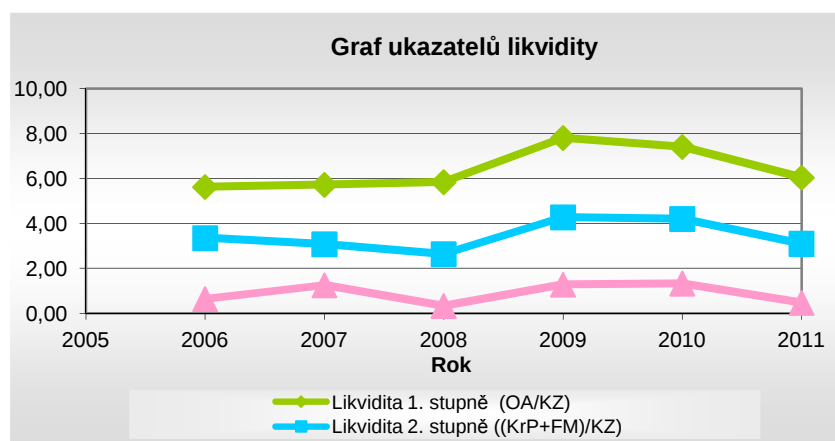
Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy (zadluženosti)	Jednotka	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Equity Ratio	%	61,60	66,46	70,85	75,93	77,59	76,92
Debt Ratio I.	%	38,11	33,02	28,79	23,10	22,41	23,03
Úrokové krytí I.	hodnota-násobek	6,36	8,01	3,92	6,44	11,02	7,97
Úrokové krytí II.	hodnota-násobek	14,11	17,55	14,50	19,00	25,78	23,14

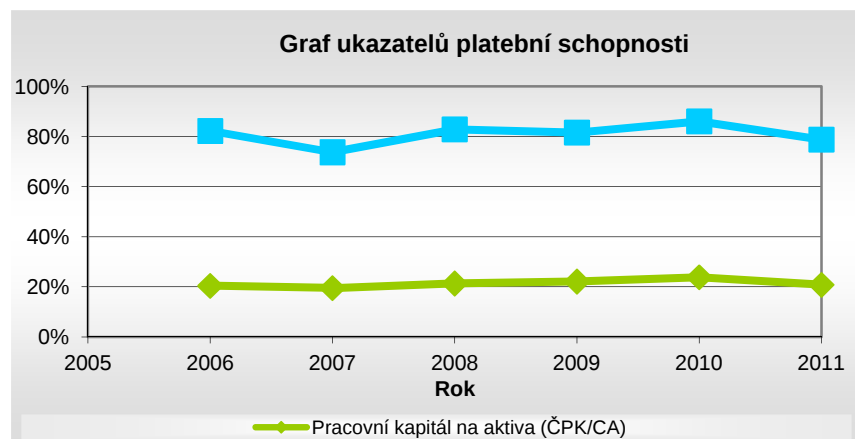




Ukazatele platební schopnosti (likvidity)

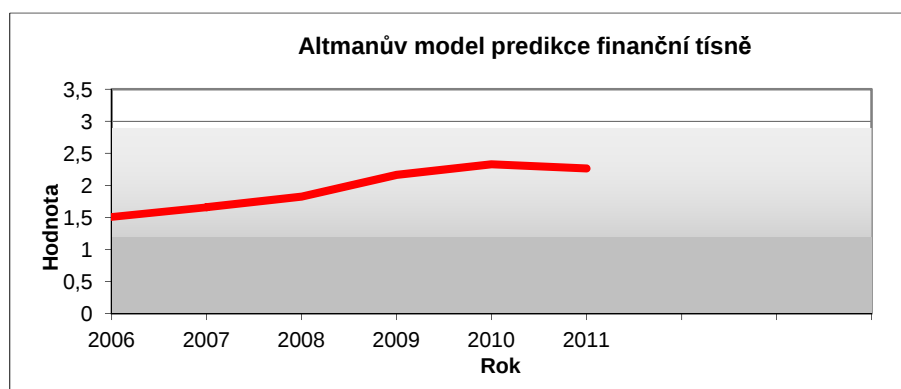
Ukazatele platební schopnosti (likvidity)	Jednotka	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Likvidita 1. stupně	hodnota	5,63	5,73	5,84	7,81	7,41	6,05
Likvidita 2. stupně	hodnota	3,35	3,08	2,64	4,28	4,21	3,10
Likvidita 3. stupně	hodnota	0,64	1,25	0,33	1,28	1,33	0,47
Pracovní kapitál na aktiva	%	0,20	0,20	0,21	0,22	0,24	0,21
Pracovní kapitál na oběžná aktiva	%	0,82	0,74	0,83	0,82	0,86	0,79



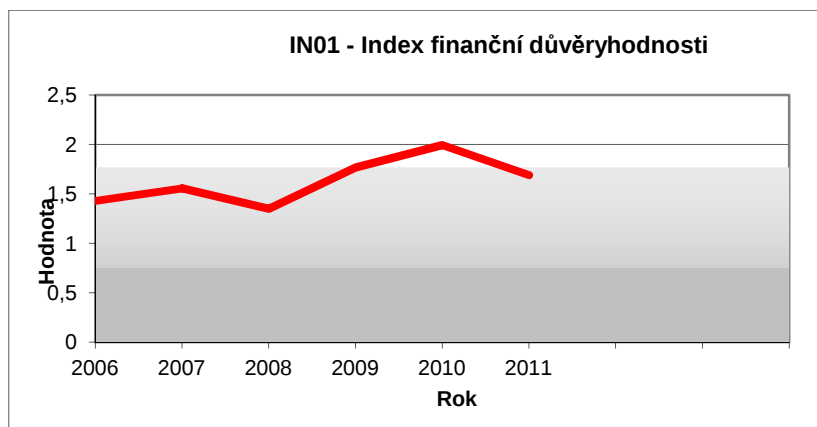


Soustavy ukazatelů

Bonitní modely	Jednotka	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Altmanův model	hodnota	1,51	1,66	1,83	2,17	2,33	2,26
predikce finanční tísně							
IN01 - Index finanční	hodnota	1,43	1,55	1,35	1,77	1,99	1,69
důvěryhodnosti							
Kralickuv rychlý test	známka (1-5)	2,75	1,75	2,50	2,75	2,00	2,50



Podniky bezprostředně ohrožené bankrotem	Z < 1,20
Tzv. šedá zóna - nelze jednoznačně určit	1,21 < Z < 2,9
Finančně silný podnik	Z > 2,9



Podnik ve finanční tísní

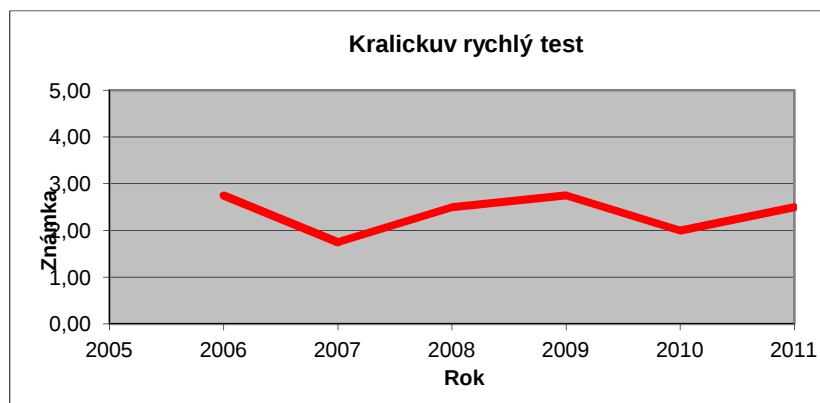
"Šedá zóna" - nelze určit, zda podnik je či není ve finanční tísní

Podnik bez finanční tísně

IN95 < 1,00

1,01 < IN95 < 1,99

2,00 ≤ IN95



Výborně

1

Velmi dobře

2

Dobře

3

Špatně

4

Ohrožení

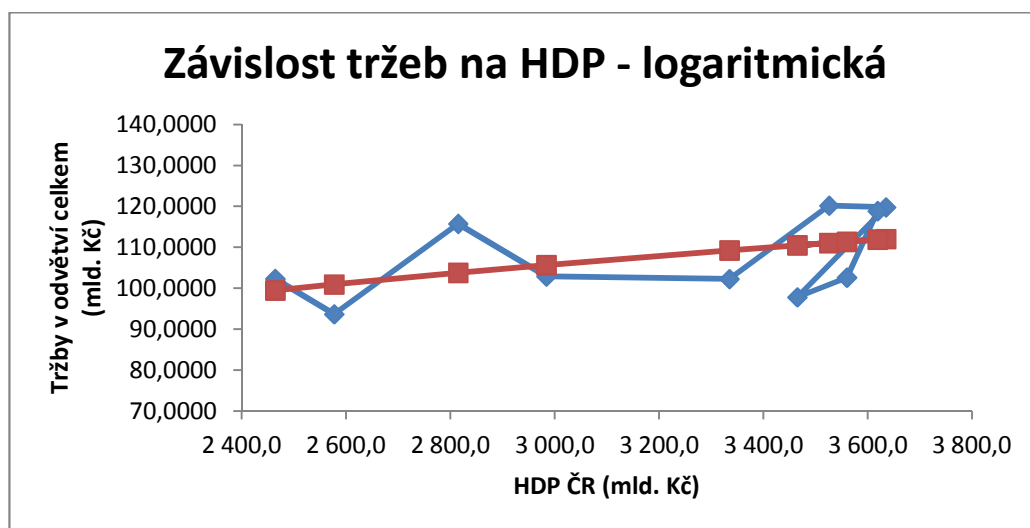
5

Příloha č. 8, Predikční test

Skutečnost				
		Y	X	
Rok		Trh ČR (v mld. Kč)	HDP ČR (v mld. Kč)	
2009		97,8155	3 465,0	
2010		102,6058	3 560,0	
2011		118,8659	3 619,0	
Funkce/Položka		2009	2010	2011
X (HDP)		3 465,0	3 560,0	3 619,0
Y (trh)	Skutečnost	97,8155	102,6058	118,8659
	Lineární	114,5506662	116,0159229	116,9259243
	Exponenciální	114,2837607	115,8408739	116,8185844
	Logaritmická	114,4930783	115,7409770	116,4993334
	Parabolická	114,3951232	116,7872492	118,3698292

ODCHYLKA	Funkce/Položka	2009	2010	2011	Suma	Max
	Skutečnost	97,8155	102,6058	118,8659	-	-
	Lineární	17,109%	13,070%	-1,632%	28,547%	17,109%
	Exponenciální	16,836%	12,899%	-1,722%	28,013%	16,836%
	Logaritmická	17,050%	12,802%	-1,991%	27,861%	17,050%
	Parabolická	16,950%	13,821%	-0,417%	30,354%	16,950%

Příloha č. 9, Závislost tržeb na HDP - logaritmická



Sledovaný trh (v mld. Kč) = $-152,526 + 32,272 * \ln(\text{HDP})$

$R^2=0,683$

Příloha č. 10, Určení nákladů na vlastní kapitál pomocí stavebnicové metody

A. Faktory variability tržeb a ziskové marže			
I. Rizika na úrovni oboru			
1.	Dynamika oboru		
	1.	stabilní obor, větší změny se nepředpokládají (tempo růstu asi na úrovni inflace)	nízké
	2.	dlouhodobě mírně rostoucí obor	přiměřené
	3.	obor v krizi, tendence k poklesu, obtížně předvídatelný vývoj	zvýšené
	4.	velmi rychle rostoucí obor, pravděpodobné zvraty a výkyvy	vysoké
2.	Závislost oboru na hospodářském cyklu		
	1.	nezávislost na hospodářském cyklu	nízké
	2.	mírná závislost na hospodářském cyklu	přiměřené
	3.	značná závislost na hospodářském cyklu	zvýšené
	4.	typicky cyklické produkce	vysoké
3.	Potenciál inovací v oboru		
	1.	standardní obor s minimem technologických změn	nízké
	2.	standardní obor s mírnými technologickými změnami	přiměřené
	3.	obor se značným technologickým růstem, ale bez řádových inovací	zvýšené
	4.	obor vyznačující se zásadním technologickými inovacemi	vysoké
4.	Určování trendů v oboru		
	1.	podnik se výrazně podílí na určování nových trendů v oboru	nízké
	2.	podnik je schopen rychlé reakce na nové trendy v oboru	přiměřené
	3.	podnik je schopen postupně reagovat na nové trendy v oboru	zvýšené
	4.	podnik obtížně zachycuje a dohání nové trendy v oboru	vysoké
II. Rizika na úrovni trhu, kde je podnik činný			
1.	Kapacita trhu, možnosti expanze		
	1.	domácí trh nenasycen, dominantní podíl, minimální vývoz	nízké
	2.	domácí trh nenasycen, tržní podíl srovnatelný s hl. konkurenty, minimální vývoz	přiměřené
	3.	domácí trh nasycen	zvýšené
	4.	domácí trh nasycen, hledání nových zahraničních trhů	vysoké
2.	Rizika dosažení tržeb		
	1.	prokazatelná historie tržeb, prognózovatelný malý růst tržeb	nízké
	2.	prokazatelná historie tržeb, prognózovatelný nárůst tržeb	přiměřené
	3.	nová společnost, bez historie tržeb, umíněný nárůst tržeb	zvýšené

	4.	nová společnost, bez historie tržeb, extrémní nebo skokový nárůst tržeb	vysoké
3.	Rizika proniknutí na trhy, cílové trhy		
	1.	zavedené výrobky, rozhodující jsou stávající trhy	nízké
	2.	zavedené výrobky, zvýšení tržního podílu nebo proniknutí na nové trhy	přiměřené
	3.	nové výrobky, stávající trhy	zvýšené
	4.	nové výrobky, nové trhy	vysoké
III.	Rizika konkurence		
1.	Konkurence		
	1.	tržní mezera, konkurence nepůsobí	nízké
	2.	nekonsolidovaná konkurence na cílovém trhu	přiměřené
	3.	obtížný vstup na nový trh a působení mezi existujícími konkurenty	zvýšené
	4.	zvyšující se tlak existujících konkurentů, nástup nové konkurence	vysoké
2.	Konkurenceschopnost produktů		
	1.	parametry a životnost - srovnatelné se špičkovou konkurencí	nízké
	2.	parametry a životnost - srovnatelné s lepší konkurencí	přiměřené
	3.	parametry a životnost - srovnatelné s průměrnou konkurencí	zvýšené
	4.	parametry a životnost - nižší než průměrná konkurence	vysoké
3.	Ceny		
	1.	ceny nižší než konkurence, uspokojivá marže zisku, možnost poskytnutí slev	nízké
	2.	ceny a marže zisku obdobná jako u konkurence	přiměřené
	3.	ceny srovnatelné s konkurencí	zvýšené
	4.	ceny vyšší než konkurence	vysoké
4.	Kvalita, řízení kvality		
	1.	lepší než konkurence	nízké
	2.	srovnatelné s konkurencí	přiměřené
	3.	mírně nižší než konkurence	zvýšené
	4.	výrazně zaostává za konkurencí, časté reklamace	vysoké
5.	Výzkum a vývoj		
	1.	vlastní vývoj, nové sofistikované výrobky, předstih před konkurencí	nízké
	2.	vývoj reaguje na požadavky zákazníků, vylepšování stávajících konkurenčních výrobků	přiměřené
	3.	kopírování konkurenčních výrobků, snaha dohnat konkurenci	zvýšené
	4.	absence vlastního vývoje, podniková kooperace, příležitostné zakázky	vysoké

6.	Reklama a propagace		
	1.	pravidelné náklady větší než v odvětví, účinnost vysoká	nízké
	2.	pravidelné náklady odpovídající průměru v odvětví, účinnost obvyklá	přiměřené
	3.	nepravidelně, sporný přínos	zvýšené
	4.	nepravidelně, omezené náklady, nejistý přínos	vysoké
7.	Distribuce, servis		
	1.	vybudovaná distribuční síť, rychlé a spolehlivé dodávky	nízké
	2.	vybudovaná distribuční síť, občas nepravidelné dodávky zákazníkům	přiměřené
	3.	neúplná distribuční síť	zvýšené
	4.	nedostatečná distribuční síť, bez zpětné vazby	vysoké
IV.	Management		
1.	Vize, strategie		
	1.	jasná vize a strategie a prostředky jejího dosažení	nízké
	2.	změna vize, upřesňování strategií a bezprostředních cílů společnosti	přiměřené
	3.	strategie společnosti se postupně vytváří	zvýšené
	4.	neurčitá strategie, převažuje improvizace	vysoké
2.	Klíčové osobnosti		
	1.	zastupitelnost klíčových osobností	nízké
	2.	dostupná přiměřená náhrada	přiměřené
	3.	obtížná náhrada klíčových osobností	zvýšené
	4.	vysoká závislost na několika klíčových nepostradatelných osobnostech	vysoké
3.	Organizační struktura		
	1.	jednoduchá a přehledná struktura, komunikace bez potíží	nízké
	2.	jednoduchá organizační struktura, běžné komunikační potíže	přiměřené
	3.	složitá organizační struktura, mnohoúčelové řízení	zvýšené
	4.	komplikovaná, nepřehledná, často se měnící struktura	vysoké
V.	Výrobní proces		
1.	Struktura výrobků		
	Hodnocení pouze z pohledu výrobních rizik		
	1.	vlastní finální nebo zavedené výrobky, opakované prodeje, minimální technické změny	nízké
	2.	vlastní výrobky, četné modifikace	přiměřené
	3.	zakázková výroba, opakované stabilní požadavky	zvýšené
	4.	nepravidelné zakázky, častá změna dokumentace od zákazníků	vysoké
2.	Technologické možnosti výroby		

	1.	postačující stávající zařízení, vyzkoušená technologie, stávající výroby	nízké
	2.	vyzkoušená technologie, stávající výroby, nutné rozšíření nebo rekonstrukce stávajícího zařízení	přiměřené
	3.	stávající výroby, obdobné postupy, potřebná zásadní obnova výrobních zařízení	zvýšené
	4.	komplexně nová výrobní zařízení, nová technologie, nové výroby	vysoké
3.	Pracovní síla		
	1.	běžně dostupné profese, bez mimořádných nároků na kvalifikaci	nízké
	2.	dostupné profese, běžná učňovská, středoškolská, vysokoškolská kvalifikace	přiměřené
	3.	vyšší podíl specializovaných profesí, požadavky na zvyšování kvalifikace	zvýšené
	4.	převaha vysoce specializovaných profesí	vysoké
4.	Dodavatelé		
	1.	stabilní dodavatelé, pravidelně požadované množství, bez potíží	nízké
	2.	stabilizovaný okruh dodavatelů, běžné dodavatelé problémy	přiměřené
	3.	částečná změna klíčových dodavatelů, výpadky dodávky	zvýšené
	4.	značně nestálí dodavatelé, pravidelné potíže s dodávkami	vysoké
VI.	Ostatní faktory provozních ziskových marží		
1.	Úroveň fixních nákladů		
	1.	podíl fixních nákladů (aktiv) na celkových nákladech (aktivech) je malý	nízké
	2.	podíl fixních nákladů (aktiv) je okolo průměru	přiměřené
	3.	podíl fixních nákladů (aktiv) je vysoký	zvýšené
	4.	podíl fixních nákladů (aktiv) je velmi vysoký	vysoké
2.	Postavení podniku vůči odběratelům		
	1.	velmi silné - větší počet malých odběratelů	nízké
	2.	silné - větší počet odběratelů, několik větších odběratelů s nepřevažujícím podílem	přiměřené
	3.	slabší - rozhodující váhu má několik velkých odběratelů	zvýšené
	4.	slabé - závislost na 1 až 2 silných odběratelích	vysoké
3.	Postavení podniku vůči dodavatelům		
	1.	velmi silné - větší počet malých dodavatelů	nízké
	2.	silné - větší počet dodavatelů, několik větších dodavatelů s nepřevažujícím podílem	přiměřené
	3.	slabší - rozhodující váhu má několik velkých dodavatelů	zvýšené
	4.	slabé - závislost na 1 až 2 silných dodavatelích	vysoké

4.	Bariéry vstupu do odvětví		
	1.	velmi silné	nízké
	2.	silné	přiměřené
	3.	překonatelné	zvýšené
	4.	slabé	vysoké
B.	Faktory rizika financování		
1.	Úročený cizí kapitál / vlastní kapitál		
	1.	nízký podíl cizích zdrojů	nízké
	2.	přiměřené cizí zdroje, prostor pro další financování cizím kapitálem	přiměřené
	3.	cizí zdroje ve stejné výši jako vl. Kapitál	zvýšené
	4.	cizí zdroje vyšší než vl. Kapitál	vysoké
2.	Krytí úroků - EBIT / placené úroky		
	1.	dosahuje hodnotu 10 a více	nízké
	2.	dosahuje hodnotu 4 až 10	přiměřené
	3.	dosahuje hodnotu 1,5 až 4	zvýšené
	4.	je nižší než 1,5	vysoké
3.	Krytí splátek úvěrů z CF - EBITDA / (splátky úvěrů + leasingové splátky)		
	1.	CF mnohonásobně převyšuje splátky	nízké
	2.	CF několikanásobně převyšuje splátky	přiměřené
	3.	CF dostatečně převyšuje splátky	zvýšené
	4.	CF je nižší než 1,2 násobek splátek	vysoké
4.	Podíl čistého pracovní kapitálu (WC) na běžných aktivech		
	1.	WC kryje i část přechodné výše oběžných aktiv	nízké
	2.	WC kryje stálou část oběžných aktiv	přiměřené
	3.	WC nekryje stálou výši oběžných aktiv	zvýšené
	4.	WC je nulový nebo dokonce záporný	vysoké
5.	Běžná a okamžitá likvidita		
	1.	vysoká běžná a rychlá likvidita, dostačující likvidní prostředky	nízké
	2.	vysoká běžná likvidita, mírná závislost na zásobách	přiměřené
	3.	obvyklá hodnota běžné likvidity, nízký podíl likvidních prostředků v oběžných aktivech	zvýšené
	4.	nízká běžná likvidita, vysoké pohledávky a zásoby, nedostatek likvidních prostředků	vysoké

6.	Průměrná doba inkasa pohledávek		
	1.	odpovídá době splatnosti faktur	nízké
	2.	přiměřeně převyšuje splatnost faktur	přiměřené
	3.	značně převyšuje splatnost faktur, riziko nedobytných pohledávek	zvýšené
	4.	vysoce převyšuje splatnost faktur, značný podíl nedobytných pohledávek	vysoké
7.	Průměrná doba držení zásob		
	1.	odpovídá minimálním nutným technologickým zásobám	nízké
	2.	přiměřená rezerva zásob, mírné předzásobení	přiměřené
	3.	zřetelně vyšší zásoby než je nutné, částečně zastaralé zásoby	zvýšené
	4.	vysoce předzásobená společnost, vysoký podíl zastaralých a neprodejných zásob	vysoké

		Počet hodnocených kritérií	Váha	Počet * váha
Obchodní riziko		25		25
I.	Rizika oboru	4	1	4
II.	Rizika trhu	3	1	3
III.	Rizika konkurence	7	1	7
IV.	Management	3	1	3
V.	Výrobní proces	4	1	4
VI.	Specifické faktory	4	1	4
Finanční riziko		7	1,3	9,1
Počet kritérií		32		34,1
Výpočet rizikových přírážek				
X-stupeň rizika	a^x	Z(=a^x-1)	RP pro 1 faktor (=Z* r_i/n)	
1 nízké	1,589	0,589	0,081% 0,210% 0,416% 0,742%	
2 přiměřené	2,526	1,526		
3 zvýšené	4,016	3,016		
4 vysoké	6,383	5,383		

X (stupeň rizika)	Z ($a^x - 1$)	RP ($Z \cdot r_f$)	$n_{vk}(rf+RP)$
0	0,000	0,000	4,700
1	0,589	2,771	7,471
2	1,526	7,174	11,874
3	3,016	14,174	18,874
4	5,383	25,300	30,000

Bezriziková výnosová míra			4,70%
I. Rizika oboru	0,842%		
II. Rizika trhu	0,578%		
III. Rizika konkurence	1,625%		
IV. Management	0,836%		
V. Výrobní proces	0,583%		
VI. Specifické faktory	1,578%		
Obchodní riziko		6,043%	
Finanční riziko		2,448%	
Riziková prémie celkem			8,491%
Prémie za nižší likviditu			1,500%
Náklady VK			14,69%

Příloha č. 11, Dlouhodobý finanční plán (realistická varianta)

	VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY	2011	2012	2013	2014	2015
I.	Tržby za prodej zboží	2 332	2 280	2 294	2 319	2 343
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	2 116	2 068	2 082	2 104	2 126
+	Obchodní marže	216	211	213	215	217
II.	Výkony	95 530	93 381	93 988	101 037	104 068
1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	87 294	85 330	85 885	92 326	95 096
B.	Výkonová spotřeba	60 742	59 375	59 761	64 243	66 171
+	Přidaná hodnota	35 004	34 005	34 226	36 793	37 897
C.	Osobní náklady	26 144	25 556	25 722	27 651	28 481
D.	Daně a poplatky	668	579	623	623	623
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	13 443	9 506	11 088	12 923	12 799
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	7 007	2 500	0	0	0
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	5 308	0	0	0	0
G.	Změna stavu rezerv a opr.pol a komplex.nákl.příštích období	-367	0	0	0	0
IV.	Ostatní provozní výnosy	12 080	10 000	10 000	10 000	10 000
	Ostatní provozní náklady	1 543	1 543	1 543	1 543	1 543
*	Provozní výsledek hospodaření	7 568	9 533	5 463	4 268	4 668
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	6	18	87	76	49
N.	Nákladové úroky	886	901	976	689	428
XI.	Ostatní finanční výnosy	0	0	0	0	0
O.	Ostatní finanční náklady	330	0	0	0	0
*	Finanční výsledek hospodaření	-1 210	-883	-889	-613	-379
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	1 161	1 626	860	687	806
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	4 981	7 024	3 714	2 968	3 482
XIII.	Mimofádné výnosy	35	0	0	0	0
R.	Mimofádné náklady	0	0	0	0	0
S.	Daň z příjmů z mimofádné činnosti	0	0	0	0	0
*	Mimofádný výsledek hospodaření	35	0	0	0	0
T.	Převod podílu na HV společníkům	0	0	0	0	0
***	Výsledek hospodaření za účetní období	5 016	7 024	3 714	2 968	3 482
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	6 177	8 650	4 574	3 655	4 288

	R O Z V A H A - a k t i v a	2011	2012	2013	2014	2015
	AKTIVA CELKEM	177 868	191 227	191 165	190 619	192 051
A.	A. Pohledávky za upsaný vlastní kapitál	0	0	0	0	0
B.	Stálá aktiva (Dlouhodobý majetek)	130 618	132 394	134 190	135 987	137 784
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	118 922	120 698	122 494	124 291	126 088
	Pozemky	6 852	6 852	6 852	6 852	6 852
	Stavby	78 809	78 589	78 369	78 150	77 930
	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	25 826	27 843	29 859	31 876	33 892
	Základní stádo a tažná zvířata	7 414	7 414	7 414	7 414	7 414
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	11 696	11 696	11 696	11 696	11 696
C.	Oběžná aktiva	46 989	58 572	56 714	54 370	54 007
C. I.	Zásoby	22 883	21 807	21 948	23 594	24 302
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
C. III.	Krátkodobé pohledávky	20 432	19 436	19 563	21 030	21 661
C. IV.	Finanční majetek	3 674	17 329	15 203	9 746	8 044
D. I.	Časové rozlišení	261	261	261	261	261
	R O Z V A H A - p a s i v a	2011	2012	2013	2014	2015
	PASIVA CELKEM	177 868	191 227	191 165	190 619	192 051
A.	Vlastní kapitál	136 820	145 470	150 044	153 699	157 987
A. I.	Základní kapitál	60 000	60 000	60 000	60 000	60 000
A. II.	Kapitálové fondy	12 382	12 382	12 382	12 382	12 382
A. III.	Fondy ze zisku	41 372	41 372	41 372	41 372	41 372
	Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	10 898	10 898	10 898	10 898	10 898
	Statutární a ostatní fondy	30 474	30 474	30 474	30 474	30 474
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let	18 050	23 066	31 716	36 290	39 945
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	5 016	8 650	4 574	3 655	4 288
B.	Cizí zdroje	40 955	45 664	41 029	36 827	33 971
B. I.	Rezervy	6 293	6 293	6 293	6 293	6 293
B. II.	Dlouhodobé závazky	8 943	8 742	8 799	9 060	9 094
B. III.	Krátkodobé závazky	7 773	13 054	12 858	13 138	13 950
	Závazky z obchodních vztahů (z obchodního styku)	5 391	9 949	9 734	9 798	10 516
	Závazky k zaměstnancům	1 233	2 130	2 143	2 304	2 373
	Závazky ze sociálního a zdravotního zabezpečení	760	745	750	806	831
	Ostatní (daňové závazky a dotace, dohadné účty, jiné závazky)	230	230	230	230	230
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	17 946	17 575	13 079	8 336	4 634
C. I.	Časové rozlišení	93	93	93	93	93

Položka				2011	2012	2013	2014	2015
P.	Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku účetního období			8 455	3 674	17 329	15 203	9 746
Z.			Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	6 142	8 650	4 574	3 655	4 288
A.	1		Úpravy o nepeněžní operace	12 803	7 907	12 064	13 612	13 227
A.	1	1	Odpisy stálých aktiv a umořování opravné položky k nabytému majetku	13 443	9 506	11 088	12 923	12 799
A.	1	2	Změna stavu opravných položek, rezerv	-367	0	0	0	0
A.	1	3	Zisk z prodeje stálých aktiv	-1 153	-2 500	0	0	0
A.	1	5	Vyúčtované nákladové úroky s výjimkou kapitalizovaných a vyúčtované výnosové úroky	880	901	976	689	428
A.	*		Čistý peněžní tok z prov. činnosti před zdaněním, změnami prac. kapitálu a mim.položkami	18 945	16 557	16 637	17 267	17 516
A.	2		Změny stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu	48	8 059	-5 102	-9 222	-4 937
A.	2	1	Změna stavu pohledávek z provozní činnosti, přechodných účtů aktiv	-2 360	2 072	-268	-3 113	-1 339
A.	2	2	Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti, přechodných účtů pasiv	4 949	4 910	-4 692	-4 463	-2 890
A.	2	3	Změna stavu zásob	-2 541	1 076	-142	-1 646	-708
A.	**		Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a mimořádnými položkami	18 993	24 616	11 535	8 044	12 579
A.	3		Vyplacené úroky s výjimkou kapitalizovaných	-886	-901	-976	-689	-428
A.	4		Přijaté úroky	6	18	87	76	49
A.	5		Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost a doměrky daně za minulá období	-1 161	-1 626	-860	-687	-806
A.	6		Příjmy a výdaje spojené s mimořádným hospodářským výsledkem včetně daně z příjmů	35	0	0	0	0
A.	***		Čistý peněžní tok z provozní činnosti	16 987	22 107	9 786	6 745	11 394
B.	1		Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-21 171	-7 117	-16 046	-13 381	-12 497
B.	2		Příjmy z prodeje stálých aktiv	1 153	2 500	0	0	0
B.	***		Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-20 018	-4 617	-16 046	-13 381	-12 497
C.	1		Dopady změn dlouhodobých, resp. krátkodobých závazků	-1 643	-201	57	261	34
C.	2		Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky a ekvivalenty	-107	-3 634	4 077	919	-634
C.	***		Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	-1 750	-3 835	4 133	1 180	-599
F.	Čisté zvýšení resp. snížení peněžních prostředků			-4 781	13 655	-2 126	-5 457	-1 703
R.	Stav peněžních prostředků a pen. ekvivalentů na konci účetního období			3 674	17 329	15 203	9 746	8 044

Příloha č. 12, Dlouhodobý finanční plán (optimistická varianta)

	VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY	2011	2012	2013	2014	2015
I.	Tržby za prodej zboží	2 332	2 402	2 498	2 623	2 754
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	2 116	2 222	2 355	2 520	2 696
+	Obchodní marže	216	180	143	103	58
II.	Výkony	95 530	98 396	102 332	107 448	112 821
1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	87 294	89 913	93 509	98 185	103 094
B.	Výkonová spotřeba	60 742	62 564	65 067	68 320	71 736
+	Přidaná hodnota	35 004	35 832	37 265	39 128	41 085
C.	Osobní náklady	26 144	26 928	28 005	29 406	30 876
D.	Daně a poplatky	668	579	623	623	623
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	13 443	9 506	11 088	12 923	12 799
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	7 007	2 500	0	0	0
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	5 308	0	0	0	0
G.	Změna stavu rezerv a opr.pol a komplex.nákl.příštích období	-367	0	0	0	0
IV.	Ostatní provozní výnosy	12 080	12 000	12 000	12 000	12 000
	Ostatní provozní náklady	1 543	1 543	1 543	1 543	1 543
*	Provozní výsledek hospodaření	7 568	11 955	8 149	6 736	7 301
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	6	18	77	54	20
N.	Nákladové úroky	886	901	976	689	428
XI.	Ostatní finanční výnosy	0	0	0	0	0
O.	Ostatní finanční náklady	330	0	0	0	0
*	Finanční výsledek hospodaření	-1 210	-883	-899	-635	-408
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	1 161	2 081	1 363	1 147	1 296
**	Hosp. výsledek za běžnou činnost	4 981	8 992	5 887	4 955	5 597
XIII.	Mimořádné výnosy	35	0	0	0	0
R.	Mimořádné náklady	0	0	0	0	0
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0
*	Mimořádný výsledek hospodaření	35	0	0	0	0
T.	Převod podílu na HV společníkům	0	0	0	0	0
***	Výsledek hospodaření za účetní období	5 016	8 992	5 887	4 955	5 597
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	6 177	11 073	7 250	6 101	6 893

	R O Z V A H A - a k t i v a	2011	2012	2013	2014	2015
	AKTIVA CELKEM	177 868	192 192	194 382	195 640	198 737
A.	A. Pohledávky za upsaný vlastní kapitál	0	0	0	0	0
B.	Stálá aktiva (Dlouhodobý majetek)	130 618	132 394	134 190	135 987	137 784
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	118 922	120 698	122 494	124 291	126 088
	Pozemky	6 852	6 852	6 852	6 852	6 852
	Stavby	78 809	78 589	78 369	78 150	77 930
	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	25 826	27 843	29 859	31 876	33 892
	Základní stádo a tažná zvířata	7 414	7 414	7 414	7 414	7 414
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	11 696	11 696	11 696	11 696	11 696
C.	Oběžná aktiva	46 989	59 538	59 930	59 392	60 692
C. I.	Zásoby	22 883	23 569	24 535	25 762	27 050
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
C. III.	Krátkodobé pohledávky	20 432	21 045	21 868	22 962	24 110
C. IV.	Finanční majetek	3 674	14 923	13 527	10 668	9 533
D. I.	Časové rozlišení	261	261	261	261	261
	R O Z V A H A - p a s i v a	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015
	PASIVA CELKEM	177 868	192 192	194 382	195 640	198 737
A.	Vlastní kapitál	136 820	145 812	151 699	156 654	162 251
A. I.	Základní kapitál	60 000	60 000	60 000	60 000	60 000
A. II.	Kapitálové fondy	12 382	12 382	12 382	12 382	12 382
A. III.	Fondy ze zisku	41 372	41 372	41 372	41 372	41 372
	Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	10 898	10 898	10 898	10 898	10 898
	Statutární a ostatní fondy	30 474	30 474	30 474	30 474	30 474
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let	18 050	23 066	32 058	37 945	42 900
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	5 016	8 992	5 887	4 955	5 597
B.	Cizí zdroje	40 955	46 288	42 590	38 893	36 393
B. I.	Rezervy	6 293	6 293	6 293	6 293	6 293
B. II.	Dlouhodobé závazky	8 943	9 211	9 580	10 059	10 562
B. III.	Krátkodobé závazky	7 773	13 208	13 638	14 206	14 904
	Závazky z obchodních vztahů (z obchodního styku)	5 391	9 949	10 257	10 667	11 201
	Závazky k zaměstnancům	1 233	2 244	2 334	2 450	2 573
	Závazky ze sociálního a zdravotního zabezpečení	760	785	817	858	901
	Ostatní (daňové závazky a dotace, dohadné účty, jiné závazky)	230	230	230	230	230
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	17 946	17 575	13 079	8 336	4 634
C. I.	Časové rozlišení	93	93	93	93	93

Položka				2011	2012	2013	2014	2015
P.	Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku účetního období			8 455	3 674	14 923	13 527	10 668
Z.			Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	6 142	11 073	7 250	6 101	6 893
A.	1		Úpravy o nepeněžní operace	12 803	7 907	12 064	13 612	13 227
A.	1	1	Odpisy stálých aktiv a umořování opravné položky k nabytému majetku	13 443	9 506	11 088	12 923	12 799
A.	1	2	Změna stavu opravných položek, rezerv	-367	0	0	0	0
A.	1	3	Zisk z prodeje stálých aktiv	-1 153	-2 500	0	0	0
A.	1	5	Vyúčtované nákladové úroky s výjimkou kapitalizovaných a vyúčtované výnosové úroky	880	901	976	689	428
A.	*		Čistý peněžní tok z prov. činnosti před zdaněním, změnami prac. kapitálu a mim.položkami	18 945	18 980	19 314	19 713	20 120
A.	2		Změny stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu	48	3 078	-6 821	-7 722	-6 728
A.	2	1	Změna stavu pohledávek z provozní činnosti, přechodných účtů aktiv	-2 360	-1 299	-1 789	-2 320	-2 436
A.	2	2	Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti, přechodných účtů pasiv	4 949	5 064	-4 067	-4 175	-3 003
A.	2	3	Změna stavu zásob	-2 541	-686	-966	-1 227	-1 288
A.	**		Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a mimořádnými položkami	18 993	22 058	12 492	11 991	13 393
A.	3		Vyplacené úroky s výjimkou kapitalizovaných	-886	-901	-976	-689	-428
A.	4		Přijaté úroky	6	18	77	54	20
A.	5		Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost a doměrky daně za minulá období	-1 161	-2 081	-1 363	-1 147	-1 296
A.	6		Příjmy a výdaje spojené s mimořádným hospodářským výsledkem včetně daně z příjmů	35	0	0	0	0
A.	***		Čistý peněžní tok z provozní činnosti	16 987	19 095	10 231	10 209	11 689
B.	1		Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-21 171	-6 638	-15 100	-14 480	-12 685
B.	2		Příjmy z prodeje stálých aktiv	1 153	2 500	0	0	0
B.	***		Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-20 018	-4 138	-15 100	-14 480	-12 685
C.	1		Dopady změn dlouhodobých, resp. krátkodobých závazků	-1 643	268	368	479	503
C.	2		Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky a ekvivalenty	-107	-3 976	3 104	933	-643
C.	***		Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	-1 750	-3 707	3 473	1 412	-140
F.	Čisté zvýšení resp. snížení peněžních prostředků			-4 781	11 249	-1 396	-2 859	-1 135
R.	Stav peněžních prostředků a pen. ekvivalentů na konci účetního období			3 674	14 923	13 527	10 668	9 533

Příloha č. 13, Plán dlouhodobého majetku a investic

4) Dlouhodobý majetek a investice							
a) Výpočet koeficientů náročnosti za minulé období							
Přírůstek tržeb od konce roku 2006 do roku 20011:						2 648	
Nehmotný majetek	2006	2007	2008	2009	2010	2011	suma
Stav majetku ke konci roku	176	121	67	14	0	0	
Investice netto		-55	-54	-53	-14	0	-176
Investiční náročnost růstu tržeb 2003-2006					-6,65%		
Stavby							
Stav majetku ke konci roku	38 396	37 356	40 022	41 423	37 587	34 944	
Odpisy							
Investice netto		-1 040	2 666	1 401	-3 836	-2 643	-3 452
Investice brutto							
Investiční náročnost růstu tržeb 2003-2006					-130,35%		
Samostatné movité věci							
Stav majetku ke konci roku	21 994	20 956	22 012	17 600	16 633	25 826	
Zůstatková hodnota prodaného zařízení	6 311	5 995	6 192	3 590	5 526	5 308	
Investice netto		-1 038	1 056	-4 412	-967	9 193	3 832

Investiční náročnost růstu tržeb 2003-2006		144,71%
b) Odhad investic pro budoucí období		
Přírůstek tržeb od konce roku 2012 do roku 2015:		9 766
Odhad podle minulého koeficientu náročnosti:		
Majetek	Minulý koeficient náročnosti	Odhad investic netto pro růst tržeb v letech 2012-2015
Nehmotný majetek	-6,65%	-649
Stavby	-130,35%	-12 730
Samostatné movité věci	144,71%	14 132
Celkem	7,71%	753
Odhad podle názoru podnikového managementu:		
Majetek	Odhad investic netto pro růst tržeb v letech 2012-2015	
Nehmotný majetek	0	
Stavby	4 500	
Samostatné movité věci	2 000	
Celkem	6 500	
Výsledný odhad investic (průměr z obvyklých investic a odhadu managementu):		
Majetek	Odhad investic netto pro růst tržeb v letech 2012-2015	
Nehmotný majetek	0	

Stavby	-4 115					
Samostatné movité věci	8 066					
Celkem	3 951					
Výsledný koeficient náročnosti růstu tržeb na investice:	40,46%					
c) Plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů (tis. Kč)						
Stavby	2011	2012	2013	2014	2015	SUMA
Původní - odpisy	3 696	2 486	2 486	2 486	2 486	
- zůstatková hodnota	34 944	32 458	29 972	27 486	25 000	
Nový - investice netto		-1 029	-1 029	-1 029	-1 029	-4 115
- investice brutto		1 457	1 506	1 556	1 608	
- pořizovací hodnota k 31. 12.		1 457	2 963	4 519	6 127	
- odpisy (1/30 z pořizovací hodnoty k 1.1.)		0	49	99	151	
Celkem - odpisy	3 696	2 486	2 535	2 585	2 637	
- zůstatková hodnota	34 944	33 915	32 887	31 858	30 829	
Samostatné movité věci						
Původní - odpisy	9 746	7 020	7 020	7 020	4 766	
- zůstatková hodnota	25 826	18 806	11 786	4 766	0	

Nový - investice netto		2 017	2 017	2 017	2 017	8 066
- investice brutto		9 037	10 543	12 300	12 096	
- pořizovací hodnota k 31. 12.		9 037	19 579	31 879	43 975	
- odpisy (1/6 z pořizovací hodnoty k 1.1.)		0	1 506	3 263	5 313	
Celkem - odpisy	9 746	7 020	8 526	10 283	10 079	
- zůstatková hodnota	25 826	27 843	29 859	31 876	33 892	
Pozemky - zůstatková hodnota	6 852	6 852	6 852	6 852	6 852	
Celkem						
Odpisy	13 442	9 506	11 088	12 923	12 799	
Zůstatková hodnota	60 770	61 758	62 746	63 733	64 721	
Celkové investice netto do dlouhodobého majetku		988	988	988	988	3 951
Celkové investice brutto do dlouhodobého majetku		10 494	12 048	13 856	13 704	50 102
kDMn		40,46%				

Příloha č. 14, Odhad parametrů pro druhou fázi – „realistická“ varianta

Položka	2011	2012	2013	20114	2015
Provozně nutný investovaný kapitál k 31.12. (K) v tis. Kč	111 933	110 224	111 236	114 629	116 482
KPVH po dani (tis. Kč)	6 130	7 722	4 425	3 457	3 781
Tempo růstu zisku (KPVH _t /KPVH _{t-1})	-	25,96%	-42,69%	-21,88%	9,37%
míra investic netto ($\Delta K_t/KPVH_t$)	-	-22,13%	22,86%	98,15%	49,00%
Rentabilita investic netto ($\Delta KPVH_t/\Delta K_{t-1}$)	-	1,42%	-2,99%	-0,87%	0,28%
Rentabilita kapitálu (KPVH _t /K _{t-1})	-	6,90%	4,01%	3,11%	3,30%
Parametr	Průměr				
	za minulost	za plán	celkem		
Tempo růstu zisku	5,13%	-7,31%	-1,09%		
Míra investic netto	14,50%	36,97%	25,74%		
Rentabilita investic netto	23,42%	-0,54%	11,44%		

Příloha č. 15, Odhad parametrů pro druhou fázi – optimistická varianta

Položka	2011	2012	2013	20114	2015
Provozně nutný investovaný kapitál k 31.12. (K) v tis. Kč	111 933	120 614	120 635	119 695	120 295
KPVH po dani (tis. Kč)	6 130	9 684	6 600	5 456	5 913
Tempo růstu zisku (KPVH _t /KPVH _{t-1})	-	57,97%	-31,84%	-17,33%	8,38%
míra investic netto ($\Delta K_t/KPVH_t$)	-	89,64%	0,32%	-17,23%	10,16%
Rentabilita investic netto ($\Delta KPVH_t/\Delta K_{t-1}$)	-	3,17%	-2,56%	-0,95%	0,38%
Rentabilita kapitálu (KPVH _t /K _{t-1})	-	8,65%	5,47%	4,52%	4,94%
Parametr	Průměr				
	za minulost	za plán	celkem		
Tempo růstu zisku	5,13%	4,29%	4,71%		
Míra investic netto	14,50%	20,72%	17,61%		
Rentabilita investic netto	23,42%	0,01%	11,71%		

Příloha č. 16, Hodnoty násobitelů u vybraných společností v rámci odvětví „Agracilture/Farming“ pro evropské trhy

Company Name	Country	FV (US \$)	EV (US \$)	PE	EV/BV	EV/Sales
Nutreco N.V.	Netherlands	3 543,60	3 372,60	17,18	2,11	0,55
Vilmorin & Cie, SA	France	2 919,10	2 524,90	20,79	1,80	1,49
Origin Enterprises Plc	Ireland	959,80	842,50	14,30	2,96	0,51
KWS SAAT AG	Germany	2 128,00	2 053,00	18,08	2,91	1,64
Wynnstay Group plc	UK	145,10	144,59	14,76	1,61	0,26
Ciccolella SpA	Italy	379,70	346,30	NA	1,36	0,84
Anglo Eastern Plantations plc	UK	432,17	360,67	6,62	0,86	1,39
R.E.A. Holdings plc	UK	383,60	371,20	5,16	0,85	2,51
Malteries Franco-Belges SA	France	111,29	111,27	9,96	0,67	0,97
KTG Agrar AG	Germany	410,60	389,70	123,16	1,05	3,62
Donegal Creameries	Ireland	71,00	71,00	NA	0,72	0,79
Trigon Agri A/S	Denmark	189,70	183,97	71,38	0,79	2,87
Industrial Milk S.A.	Luxembourg	229,90	219,90	9,41	1,20	7,56
M.P. Evans Group plc	UK	491,30	436,30	12,25	1,19	7,55
Sabeton SA	France	57,01	30,31	27,06	0,92	0,51
AgroGeneration, SA	France	107,50	102,43	23,97	1,43	3,39
KSG Agro S.A.	Luxembourg	98,40	97,97	2,01	0,77	2,82
Continental Farmers G	Isle of Man	97,80	91,26	16,14	0,94	2,81
FirstFarms A/S	Denmark	39,10	38,70	17,45	0,59	1,71
Equatorial Palm Oil	UK	27,40	25,67	NA	1,25	66,68
Socfinaf SA	Luxembourg	504,80	430,10	2,66	0,58	0,86
Socfinasia SA	Luxembourg	792,50	662,20	2,83	0,62	2,15
Societe Financi re des Caoutchoucs	Luxembourg	705,80	381,20	2,59	0,23	0,42
Naturex Societe A.n.	France	731,00	731,00	28,57	1,56	2,22
ADM Hamburg Ags.	Germany	478,00	477,78	25,94	1,62	0,39
Fala SA	France	131,80	123,64	13,38	3,95	NA
W. S. Holdings plc	UK	49,20	47,84	8,91	1,18	0,56
Tonkens Agrar AG	Germany	22,40	22,40	NA	NA	NA
SA Olmix	France	19,80	19,80	NA	NA	NA
VISONKA Nyrt	Hungary	4,48	4,48	NA	NA	0,44