



Ekonomická  
fakulta  
Faculty  
of Economics

Jihočeská univerzita  
v Českých Budějovicích  
University of South Bohemia  
in České Budějovice

Jihočeská univerzita v Českých Budějovicích  
Fakulta ekonomická  
Katedra ekonomie

Diplomová práce

# Tržní hodnota obchodní korporace jako faktor pro budoucí rozhodování vlastníka

Vypracovala: Bc. Eva Rezková  
Vedoucí práce: Ing. Filip Petrách, Ph.D.

České Budějovice 2017

# ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Eva REZKOVÁ**  
Osobní číslo: **E16643**  
Studijní program: **N6208 Ekonomika a management**  
Studijní obor: **Řízení a ekonomika podniku**  
Název tématu: **Tržní hodnota obchodní korporace jako faktor pro budoucí rozhodování vlastníka**  
Zadávající katedra: **Katedra ekonomiky**

## Z á s a d y p r o v y p r a c o v á n í :

Cílem práce je zjištění tržní hodnoty obchodní korporace pro účel výběru alternativy zachování pravidelných finančních příjmů vlastníka či dosažení jednorázového příjmu z prodeje této obchodní korporace.

Osnova:

1. Literární rešerše
2. Metodika a cíl práce
3. Charakteristika vybraného podniku a odvětví, v němž podnik působí
4. Ocenění podniku
5. Zhodnocení pravidelných příjmů plynoucích z činnosti podniku s možnými alternativami při využití jednorázového příjmu při prodeji podniku

Rozsah grafických prací:

Rozsah pracovní zprávy: **40 - 50 stran**

Forma zpracování diplomové práce: **tištěná**

Seznam odborné literatury:

**Damoradan, A. (2010). Applied Corporate Finance. Hoboken: John Wiley & Sons.**

**Krabec, T. (2009). Oceňování podniku a standardy hodnoty. Praha: Grada Publishing.**

**Mařík, M. (2011). Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy. Praha: Ekopress.**

**Růčková, P. (2011). Finanční analýza. Praha: GRADA Publishing, a. s.**

**Zákon č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku, ve znění pozdějších předpisů.**

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Filip Petrách, Ph.D.**

Katedra ekonomiky

Datum zadání diplomové práce: **16. ledna 2016**

Termín odevzdání diplomové práce: **30. dubna 2017**

12   
doc. Ing. Ladislav Rolínek, Ph.D.

děkan

JIHOČESKÁ UNIVERZITA  
V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH  
EKONOMICKÁ FAKULTA  
L.S. I.ska 12 (25)  
370 05, Česká Budějovice

 0-2  
Ing. Robert Zeman, Ph.D.

vedoucí katedry

V Českých Budějovicích dne 7. dubna 2017

## **Prohlášení**

*Prohlašuji, že svoji bakalářskou/diplomovou práci jsem vypracoval/a samostatně pouze s použitím*

*pramenů a literatury uvedených v seznamu citované literatury.*

*Prohlašuji, že v souladu s § 47 zákona č. 111/1998 Sb. v platném znění souhlasím se zveřejněním své*

*bakalářské/diplomové práce, a to - v nezkrácené podobě/v úpravě vzniklé vypuštěním vyznačených částí archivovaných Ekonomickou fakultou - elektronickou cestou ve veřejně přístupné části databáze STAG provozované Jihočeskou univerzitou v Českých Budějovicích na jejích internetových stránkách, a to se zachováním mého autorského práva k odevzdanému textu této kvalifikační práce. Souhlasím dále s tím, aby toutéž elektronickou cestou byly v souladu s uvedeným ustanovením zákona č. 111/1998 Sb. zveřejněny posudky školitele a oponentů práce i záznam o průběhu a výsledku obhajoby kvalifikační práce. Rovněž souhlasím s porovnáním textu mé kvalifikační práce s databází kvalifikačních prací Theses.cz provozovanou Národním registrem vysokoškolských kvalifikačních prací a systémem na odhalování plagiátů.*

*Datum:*

*Podpis studenta:*

## **Poděkování**

Děkuji panu Ing. Filipu Petráchovi, Ph.D. za odborné vedení mé diplomové práce.  
Dále bych chtěla poděkovat své rodině a blízkým za podporu během studií.

## Obsah

Úvod.....	4
Literární rešerše .....	6
1 Podnik a jeho ocenění .....	6
1.1 Důvody oceňování podniku .....	7
1.1.1 Koncepce oceňování podniku.....	7
1.2 Subjekty zabývající se oceňováním podniku .....	8
1.3 Legislativní rámec oceňování podniku .....	9
2 Metody oceňování podniku .....	10
2.1 Výnosové metody.....	11
2.1.1 Metoda diskontovaných peněžních toků.....	11
2.2 Metody založené na stanových veličinách.....	15
2.3 Metody založené na analýze trhu.....	16
2.4 Kombinované metody .....	17
2.5 Doporučený základní postup při oceňování podniku .....	18
3 Strategická analýza .....	19
3.1 Analýza makroprostředí.....	19
3.2 Analýza mikroprostředí.....	19
3.2.1 SWOT analýza.....	20
4 Finanční analýza .....	21
4.1 Analýza absolutních ukazatelů.....	21
4.1.1 Horizontální analýza .....	21
4.1.2 Vertikální analýza .....	22
4.2 Pravidla financování.....	22
4.3 Analýza poměrových ukazatelů .....	23

4.3.1	Ukazatele rentability .....	23
4.3.2	Ukazatele aktivity .....	24
4.3.3	Ukazatele likvidity .....	25
4.3.4	Ukazatele zadluženosti .....	26
4.4	Bonitní a bankrotní modely.....	27
5	Generátory hodnoty .....	29
5.1	Sestavení finančního plánu .....	30
6	Metodika a cíl práce.....	31
6.1	Cíl diplomové práce .....	31
6.2	Metodika .....	31
	Praktická část .....	34
7	Charakteristika společnosti MADETA a. s.....	34
8	Strategická analýza .....	37
8.1	Analýza makroprostředí .....	37
8.1.1	Analýza odvětví .....	37
8.1.2	PESTE analýza .....	40
8.2	Analýza mikroprostředí.....	46
8.2.1	Porterův model pěti konkurenčních sil .....	46
8.2.2	SWOT analýza.....	50
8.3	Zhodnocení strategické analýzy a prognóza tržeb .....	51
9	Finanční analýza .....	54
9.1	Analýza účetní politiky .....	54
9.2	Analýza účetních výkazů .....	54
9.2.1	Analýza rozvahy .....	54
9.2.2	Analýza výkazu zisku a ztráty .....	61
9.2.3	Analýza poměrových ukazatelů.....	62
9.3	Hodnocení společnosti z hlediska bonitních a bankrotních modelů .....	69

9.4	Zhodnocení finanční analýzy .....	70
10	Generátory hodnoty a finanční plán.....	71
10.1	Rozčlenění aktiv na provozně potřebná a nepotřebná .....	71
10.2	Analýza a prognóza generátorů hodnoty .....	73
10.2.1	Analýza a predikce tržeb.....	73
10.2.2	Provozní zisková marže .....	74
10.2.3	Pracovní kapitál .....	78
10.3	Finanční plán .....	82
10.3.1	Plánovaný výkaz zisku a ztráty.....	82
10.3.2	Plánovaná rozvaha .....	83
10.3.3	Finanční analýza plánu .....	85
11	Ocenění společnosti MADETA .....	86
11.1	Model DCF s využitím FCFF .....	86
11.1.1	Náklady na cizí kapitál .....	86
11.1.2	Náklady na vlastní kapitál.....	86
11.2	Výpočet hodnoty podniku.....	87
	Závěr .....	90
	Summary.....	95
	Seznam použitých zdrojů.....	96
	Odborná literatura .....	96
	Internetové zdroje .....	97
	Seznam obrázků.....	100
	Seznam grafů .....	100
	Seznam tabulek .....	101
	Seznam příloh .....	103
	Přílohy.....	104



# Úvod

Ocenění společnosti je možné provést z několika důvodů. V současné době jsou podnikové akvizice a fúze, kdy se spojují dva nebo více podnikatelských subjektů, fenoménem. Mezi běžné situace patří rovněž rozhodování o prodeji či koupi obchodní korporace. V takovýchto případech je nezbytně důležité takový podnik ocenit jako celek. Ocenění společnosti je rovněž důležité i při transformaci právní formy podnikání, například při přeměně společnosti s ručením omezeným na akciovou společnost. Mezi další důvody pak lze uvést vstup obchodní korporace na burzu, záměr získat od bankovních institucí úvěr či zjištění reálné bonity podniku.

Předkládaná diplomová práce na téma Tržní hodnota obchodní korporace jako faktor pro budoucí rozhodování vlastníka se zaměřuje na problematiku oceňování podniku jako celku v podmínkách České republiky, jelikož existuje mnoho postupů pro oceňování, které se však v jednotlivých zemích mohou lišit.

Ocenění obchodní korporace není snadnou záležitostí, jelikož každá společnost provádí svou podnikatelskou činnost v určitém prostředí konkurence a působí na specifických trzích s odlišnými charakteristikami. Není tedy možné pohlížet na všechny podnikatelské subjekty stejným způsobem, ale je třeba ke každému přistupovat individuálně. Oceňovatel by měl mít patřičné analytické schopnosti a znalosti v oblasti ekonomie, práva, ekonometrie i statistiky.

Cílem předkládané diplomové práce je stanovení tržní hodnoty vybrané obchodní korporace MADETA a. s. pro účel výběru alternativy zachování pravidelných finančních příjmů vlastníka či dosažení jednorázového příjmu z prodeje této obchodní korporace. Ocenění je stanoveno k 31. 12. 2015 a v jeho průběhu se vychází ze sledovaného období posledních pěti let.

Práce je členěna na dvě části. V literární rešerši je čtenář seznámen se základní problematikou oceňování. Praktická část se pak zaměřuje na ocenění společnosti MADETA a. s., jež byla pro tuto diplomovou práci vybrána autorkou.

V praktické části je nejprve představena vybraná obchodní korporace a předmět její podnikatelské činnosti. Po stručné charakteristice následuje kapitola zaměřující se na strategickou analýzu vybrané společnosti a trhu, na kterém tato působí. Pozornost je mimo jiné věnována také konkurenčnímu prostředí, ve kterém se vybraná obchodní organizace pohybuje.

Po strategické analýze následuje kapitola zabývající se finanční analýzou společnosti MADETA a. s. Cílem této kapitoly je zhodnotit finanční zdraví oceňované společnosti a ověřit si předpoklad nekonečného trvání společnosti, které je potřeba splnit pro ocenění obchodní korporace jednou z výnosových metod.

V předposlední kapitole jsou analyzovány a predikovány generátory hodnoty oceňované společnosti. Na jejich základě je pak sestaven finanční plán.

V samotném závěru předkládané diplomové práce bude vybraná obchodní korporace oceněna metodou diskontovaných peněžních toků k 31. 12. 2015 pro účel případného prodeje společnosti. Následně bude autorkou zhodnoceno, zda je pro vlastníka lepší zachovat pravidelné finanční příjmy plynoucí z činnosti oceňované společnosti, nebo získat jednorázový příjem z prodeje této obchodní korporace.

## Literární rešerše

Část práce s literární rešerší se zabývá základními pojmy v oblasti oceňování podniku. Pozornost je věnována důvodům pro ocenění společnosti, definici hodnoty podniku a legislativě upravující problematiku oceňování. Popsány jsou i jednotlivé metody, které se používají v rámci oceňování.

Důležitá je rovněž příprava strategické analýzy zahrnující nezbytnou analýzu mikroprostředí a makroprostředí oceňované společnosti. Z tohoto důvodu je v práci vysvětlen princip PESTE analýzy, Porterova modelu „pěti konkurenčních sil“ a SWOT analýzy.

Třetí kapitola literární rešerše se zabývá finanční analýzou a postupem jejího zpracování. Vysvětlen je princip a tvorba horizontální a vertikální analýzy účetních výkazů podniku. Popsána je i metodika bilančních pravidel financování podnikatelských aktivit spolu s metodikou analýzy poměrových ukazatelů. Uvedeny jsou rovněž metodiky bonitních a bankrotních modelů, jež jsou důležité pro ohodnocení finančního zdraví oceňované společnosti.

Závěrem literární rešerše je definován postup tvorby finančního plánu. K tomu je zapotřebí předpovědět základní generátory hodnot, mezi které lze zařadit například plánované tržby, pracovní kapitál či investice oceňované společnosti.

## 1 Podnik a jeho ocenění

Oceňování podniku lze chápat jako proces stanovení hodnoty dané společností v penězích či peněžních ekvivalentech. Velmi významný vliv na tvorbu terminologie v oblasti oceňování má zákonná regulace a v ní obsažená terminologie, odborná literatura zabývající se danou problematikou a rovněž také překlady zahraničních oceňovacích standardů.

Oceňování společnosti se provádí za účelem stanovení hodnoty oceňovaného subjektu. Podnik je v rámci oceňování považován za zboží určené ke směně na trhu. Výsledkem procesu oceňování je ocenění, prostřednictvím kterého je podnikatelskému subjektu přidělena určitá hodnota.

V odborné literatuře můžeme nalézt různé definice podniku. Podnik lze chápat jako soubor hmotných a nehmotných složek podnikání, přičemž k podniku patří věci, práva

a jiné majetkové hodnoty patřící podnikateli, a které slouží k provozování podniku. Jinými majetkovými hodnotami se rozumí například obchodní jméno, postavení na trhu, know how apod.

## 1.1 Důvody oceňování podniku

Důvodů, které vedou management k ocenění společnosti, je hned několik. V první řadě se může jednat o koupi či prodej podniku nebo splynutí a sloučení více obchodních korporací. Ocenění hraje důležitou roli rovněž při transformaci z jedné právní formy do druhé, uvedení podniku na burzu či záměru získat finanční prostředky formou úvěru. Mezi další důvody lze zařadit například vklad podniku do nově zakládané obchodní korporace, rozhodování o možnostech sanace a likvidace podniku, hodnocení reálné bonity podniku nebo náhrada za vyvlastnění (Mařík, 1998).

Výše uvedené důvody vedoucí k potřebě provést ocenění podniku jsou důležité pro uvědomění si skutečnosti, že s různými podněty pro ocenění je spojeno i různé zadání pro oceňovatele, jež obnáší použití různých metod ocenění, a tudíž povedou i k odlišným výsledkům.

### 1.1.1 Koncepce oceňování podniku

Podle Maříka (1998) lze při oceňování hledat odpovědi na tyto zásadní otázky:

- a) Kolik je ochoten zaplatit běžný zájemce za podnik a kolik bychom mohli dostat na trhu? Jaká je tedy tržní hodnota?
- b) Jakou hodnotu má podnik z hlediska konkrétního kupujícího?
- c) Jakou hodnotu lze považovat za nepochybnou?

Na základě tohoto hlediska se postupně vyvinuly tři základní koncepce oceňování podniku (Mařík, 2011):

#### *1. Tržní koncepce oceňování podniku*

Tržní hodnota podniku je definována jako cena podniku, která je sjednána na základě odhadu na volném a konkurenčním trhu. Ocenění podnikatelského subjektu je pak závislé na informacích týkajících se srovnatelných majetků. Z tohoto důvodu je důležité, aby oceňovatel v průběhu oceňování podniku provedl adekvátní a relevantní průzkum trhu.

Tržní hodnota je tedy odhad ceny dosažitelné na trhu k určitému datu po dohodě mezi stranou kupující a stranou prodávající, kteří sledují racionální cíle, nejednají pod nátlakem a jsou dostatečně informovaní o stavu na trhu a konkurenci.

### *2. Subjektivní koncepce oceňování podniku*

Subjektivní hodnota podniku je založena na odhadu konkrétním subjektem, kterým může být vlastník podniku, kupující, investor apod. Subjekt je ovlivněn osobními očekáváními budoucích užiteků, jež plynou z konkrétního oceňovaného podniku. Z tohoto důvodu je možné setkat se v rámci ocenění jednoho podnikatelského subjektu s více zcela odlišnými subjektivními hodnotami.

### *3. Objektivizovaná koncepce oceňování podniku*

Objektivizovaná hodnota je charakteristická tím, že ji může stanovit pouze profesionální odhadce. Tato koncepce by měla být postavena na předpokladu pokračujícího provozu podniku a na realistickém očekávání budoucího vývoje. Objektivizovanou hodnotu lze stanovit na základě všeobecně uznávaných dat (např. dostupných z kapitálového trhu) nebo lze aplikovat některý z výnosových modelů či metod založených na analýze trhu.

## **1.2 Subjekty zabývající se oceňováním podniku**

V podmínkách České republiky mohou oceňování podniku provádět pouze soudní znalci a odhadci majetku. Rozdíl mezi soudním znalcem a odhadcem spočívá v tom, že znalci oceňují podnik pro účely řízení před státními orgány, ale mohou tuto činnost provádět komerčně, zatímco odhadci smí oceňovat pouze pro soukromoprávní účely.

Činnost znalců je v podmínkách České republiky upravena zákonem č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících. Znalcem lze jmenovat tu osobu, jež splňuje podmínky dané tímto zákonem, kterými jsou znalosti a zkušenosti v oboru a česká státní příslušnost. Jmenování znalců je svěřeno do kompetence ministra spravedlnosti, případně může znalce jmenovat i předseda krajského soudu.

Činnost odhadců je vykonávána na základě zákona č. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání. Aby bylo možné vykonávat činnost odhadce, je potřeba, aby takováto osoba splňovala všeobecné podmínky provozování živnosti stanovené tímto zákonem a další podmínku, kterou je vysokoškolské vzdělání v oboru oceňování.

### **1.3 Legislativní rámec oceňování podniku**

Problematika oceňování podniku je v rámci České republiky upravena zákonem č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku, konkrétně se touto problematikou zabývá § 24.

V oblasti oceňování podniku se lze setkat i s dalšími předpisy, které se zabývají danou problematikou. Jedná se například o metodické pokyny českých institucí jako je Česká národní banka či Ministerstvo financí ČR nebo mezinárodní a evropské oceňovací standardy.

## 2 Metody oceňování podniku

Metoda ocenění podniku by měla být jasná a jednoznačná. To znamená, že jiný znalec by měl bez jakýchkoliv problémů ocenění podniku zopakovat s výsledky nabývajících stejných či podobných hodnot. Z tohoto důvodu se upřednostňuje kombinovaná majetková a výnosová metoda ocenění.

V současné době máme k dispozici velké množství metod, kterými lze podnik ocenit. Lze čerpat jak z české odborné literatury, tak i z té zahraniční. V rámci této diplomové práce budou metody ocenění shrnuty do čtyř základních skupin:

Tabulka 1 - Přehled základních metod pro oceňování podniku

<b>1. Ocenění podniku na základě stavových veličin</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• metoda kapitalizace čistých výnosů (zisků)</li><li>• dividendový diskontní model</li><li>• metoda diskontovaného volného peněžního toku</li><li>• metoda diskontovaného peněžního toku</li><li>• metoda ekonomické přidané hodnoty</li></ul>
<b>2. Ocenění podniku na základě analýzy výnosů (výnosové metody)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• metoda účetní hodnoty</li><li>• metoda substanční hodnoty</li><li>• metoda likvidační hodnoty</li></ul>
<b>3. Metody kombinované</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Schmalenbachova metoda střední hodnoty</li><li>• švýcarská metoda</li><li>• model diferenciální renty</li><li>• zákon č. 151/1997 Sb., na jehož základě je pro administrativní účely stanovena cena obvyklá kombinací metod</li></ul>
<b>4. Metody založené na analýze trhu</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• tržní multiplikátory</li><li>• metoda tržní kapitalizace</li><li>• metoda srovnatelných podniků</li><li>• metoda srovnatelných transakcí</li></ul>

Zdroj: KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. Praha, 2001. MAŘÍK, Miloš. Určování hodnoty firem. Praha, 1998.

## 2.1 Výnosové metody

Metody ocenění vycházející z analýzy výnosů vychází z toho poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele či uživatele. U hospodářských statků, mezi které se řadí i podnik, jsou tímto užitekem očekávané výnosy, mezi které lze zařadit diskontované peněžní toky, dividendy, kapitalizované zisky či ekonomickou přidanou hodnotu.

### 2.1.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

Metoda diskontovaných peněžních toků je základní a také nejpoužívanější metodou oceňování. Tato metoda bývá často označována jako metoda DCF (discounted cash flow) a její využití je postupně prosazováno i v rámci ocenění českých podniků. Vzhledem k tomu, že v aplikační části této práce bude vybraná společnost hodnocena na základě této metody, bude jí v rámci teoretické části věnováno nejvíce prostoru.

Metoda DCF se vyskytuje ve více variantách, které mají svá specifická pravidla, a je nutné tato dodržovat. Rozlišují se tři základní metody pro výpočet hodnoty metodou DCF, a sice (Mařík, 2011):

- metoda „entity“ (společnost jako celek);
- metoda „equity“ (vlastní kapitál);
- metoda „APV“ (upravená současná hodnota).

Cílem všech uvedených metod je zjistit hodnotu čistého obchodního jmění oceňované společnosti. Dle Maříka (2011) se u metody DCF postupuje dle následujících kroků:

- přesné vymezení úkolu pro oceňovatele;
- strategická analýza oceňované společnosti;
- finanční analýza oceňované společnosti;
- sestavení finančního plánu;
- ocenění společnosti.

Vzhledem k tomu, že z výše uvedených tří metod DCF je nejčastěji využívanou metoda DCF entity, v rámci této teoretické části se zaměřím pouze na tuto metodu.

#### **Metoda DCF entity**

V rámci této základní metody probíhá výpočet ve dvou krocích. V prvním kroku se vychází z peněžních toků, jejichž diskontováním se získá hodnota oceňované společnosti jako celku označovaná jako  $H_b$  (hodnota brutto). Ve druhém kroku se pak od



této hodnoty odečte hodnota cizího kapitálu ke dni ocenění a tím se získá hodnota vlastního kapitálu označovaná jako  $H_n$  (hodnota netto). Vzhledem k tomu, že společnost, která je předmětem ocenění, není chápána na úrovni bilanční sumy, ale na úrovni investovaného kapitálu, je potřeba upravit rozvahu dvojitým způsobem. Je nutné stanovit náklady na investovaný kapitál a dále rozčlenit aktiva na provozně potřebná a provozně nepotřebná (Mařík, 2011).

Základním východiskem pro výpočet této metody je volný peněžní tok označovaný zkratkou FCFF (free cash flow to the firm). Volným peněžním tokem se rozumí provozní zisk, který je upravený o investice a vypočítá se postupem, který je uveden v tabulce na následující straně.

Tabulka 2 - Postup výpočtu volného peněžního toku (FCFF)

<b>Provozní výsledek hospodaření</b>
- Provozní výnosy jednorázové nesouvisející s provozním majetkem společnosti
+ Provozní náklady jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem společnosti
+ Výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného majetku
- Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem
<b>Korigovaný provozní výsledek hospodaření před zdaněním (KPVD)</b>
- Upravená daň z příjmů (KPVD * daň. sazba)
<b>Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPV)</b>
+ Odpisy
+ Ostatní náklady, které nejsou výdaji v běžném období a jsou započtené v provozním výsledku hospodaření
<b>Předběžný peněžní tok z provozu</b>
- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně potřebného)
- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně potřebného)
<b>Volný peněžní tok (FCFF)</b>

Zdroj: Mařík, Metody oceňování podniku, 2011

Celková hodnota podniku ( $H_b$ ) se pak určí podle vzorce (Mařík, 2011):

$$H_b = \sum_{t=1}^n FCF_t (1 + i_k)^{-t} \quad (1)$$

Kde:  $FCF_t$  volné cash flow v roce t

$i_k$  kalkulovaná úroková míra (= diskontní míra)

$n$  počet let předpokládané existence podniku

Při oceňování společnosti v praxi se však předpokládá její nekonečně dlouhá existence. Z tohoto důvodu je plánování peněžních toků pro jednotlivá léta takřka nemožné a existují tedy dvě metody výpočtu, které Mařík (2011) člení na:

- dvoufázovou metodu a
- metody založené na prognóze průměrného tempa růstu.

Podle Maříka (2011) je v praxi běžně užívaná dvoufázová metoda, která vychází z možnosti rozdělit budoucí období na dvě fáze. První období zahrnuje prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta oceňované společnosti, přičemž se doporučuje volit délku období první fáze v délce čtyř až čtrnácti let. Druhá fáze pak obsahuje období od konce první fáze do nekonečna a hodnota stanovená v tomto období se označuje jako pokračující hodnota oceňované společnosti (PH). Pro tuto fázi se předpokládá stabilní a trvalý růst volného peněžního toku.

Hodnota společnosti se podle dvoufázové metody vypočítá následovně (Mařík, 2011):

$$H_b = \sum_{t=1}^T FCF_t(1 + i_k)^{-t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T} \quad (2)$$

Kde:  $T$  délka první fáze v letech

Pro odhad pokračující hodnoty oceňované společnosti se využívá tzv. Gordonův vzorec (Mařík, 2011):

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = \frac{FCF_{T+1}}{i_k - g} \quad (3)$$

Kde:  $T$  poslední rok prognózovaného období  
 $i_k$  průměrné náklady kapitálu (=kalkulovaná úroková míra)  
 $g$  předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, tzn. do nekonečna  
 $FCF$  volný peněžní tok

Podmínkou platnosti tzv. Gordonova vzorce je  $i_k > g$ .

Výsledná hodnota oceňované společnosti se pak zjistí podle následujících závěrečných kroků, které uvádí Mařík (2011) ve své knize Metody oceňování podniku:

Tabulka 3 - Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu oceňované společnosti

Hodnota brutto
- Hodnota úročeného cizího kapitálu (ke dni ocenění)
= Hodnota vlastního kapitálu
+ Hodnota provozně nepotřebných aktiv (ke dni ocenění)
= <b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu oceňované společnosti</b>

Zdroj: Mařík, Metody oceňování podniku, 2011

### Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Metoda je založená na ukazateli ekonomické přidané hodnoty, který měří ekonomický zisk a lze jej použít jako nástroj pro ocenění společnosti. Tento ukazatel představuje čistý výnos společnosti z její provozní činnosti, který je snížený o náklady na kapitál. Ukazatel ekonomické přidané hodnoty se vypočítá následovně (Mařík, 2011):

$$EVA = NOPAT - Capital * WACC \quad (4)$$

Kde: *NOPAT* zisk z operativní činnosti podniku po zdanění  
*Capital* kapitál vázaný v provozně potřebných aktivech, dále bývá nahrazen termínem NOA (= čistá operační aktiva)  
*WACC* průměrné vážené náklady kapitálu

Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) představují vážený průměr nákladů na cizí a vlastní kapitál společnosti (Damodaran, 2010).

Při ocenění pomocí ukazatele EVA lze stejně, jako tomu bylo u metody DCF, použít varianty výpočtu entity, equity a APV. Rovněž i zde se budu dále zabývat pouze metodou EVA entity.

Tabulka 4 - Výpočet tržní hodnoty vlastního kapitálu oceňované společnosti

Tržní hodnota provozně potřebných aktiv
+ Tržní hodnota neoperačních aktiv
- Tržní hodnota úročených závazků
= <b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu</b>

Zdroj: Mařík, Metody oceňování podniku, 2011

Rovněž je důležité vypočítat tržní přidanou hodnotu (MVA), která představuje současnou hodnotu budoucích ekonomických přidaných hodnot (EVA). Pomocí ukazatele EVA se měří úspěch oceňované společnosti během minulého roku a tržní přidaná hodnota (MVA) pak odráží očekávání trhu z pohledu perspektivnosti oceňované společnosti a představuje tak pohled do budoucnosti. Tržní přidanou hodnotu lze

vypočítat dvěma způsoby, a sice ex post a ex ante. Způsob ex post představuje rozdíl mezi tržní hodnotou oceňované společnosti jako celku a hodnotou aktiv (NOA), způsob ex ante pak představuje současnou hodnotu budoucích operačních nadzisků (EVA) (Mařík, 2011).

Podobně jako u metody DCF se i u metody přidané ekonomické hodnoty (EVA) vypočítá výsledná hodnota společnosti pomocí dvoufázové metody, přičemž druhá fáze se počítá jako věčná renta ze stabilní přidané ekonomické hodnoty do nekonečna. Vzorce pro výpočet jsou následující (Maříková, Mařík, 2001):

$$H_n = NOA_0 + \frac{\sum_{t=1}^T \left( \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{(WACC+(1+WACC)^T} - D_0 + A_0}{MVA} \quad (5)$$

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left( \frac{NOPAT_t - WACC * NOA_{t-1}}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{NOPAT_{T-1} - WACC * NOA_T}{WACC * (1+WACC)^T} - D_0 + A_0 \quad (6)$$

Kde:	$H_n$	hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota netto)
	$EVA_t$	ekonomická přidaná hodnota v roce t
	$NOA_0$	čistá operační aktiva k datu ocenění
	$NOA_{t-1}$	čistá operační aktiva ke konci předchozího roku
	$NOPAT_t$	operační výsledek hospodaření po dani v roce t
	T	počet let explicitně plánovaných EVA
	WACC	průměrné vážené náklady kapitálu
	$D_0$	hodnota úročených dluhů k datu ocenění společnosti
	$A_0$	ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění společnosti

Podle Damodarana (2010) představuje přidaná ekonomická hodnota přebytek výnosu, který byl získán z kapitálu vloženého do investic.

## 2.2 Metody založené na stanových veličinách

V rámci metod oceňování založených na stavových veličinách je oceněna každá složka majetku. Pokud všechny ceny sečteme, získáme celkové ocenění aktiv podnikatelského subjektu. Pokud od tohoto souhrnného ocenění odečteme veškeré dluhy a závazky, které společnost má, získáme hodnotu vlastního kapitálu. Metody založené na stavových veličinách se dále člení na tři majetkové hodnoty dle toho, jaké ceny při ocenění použijeme:

- účetní ceny;
- reprodukční ceny;
- likvidační ceny.

### **Metoda účetní hodnoty**

Metoda účetní hodnoty představuje jednu ze základních metod. V podmínkách České republiky je každý podnikatelský subjekt povinen vést účetnictví a alespoň jednou za rok vypracovat účetní závěrku, ze které se získají potřebné informace pro zjištění celkové hodnoty podniku. Tu zjistíme na základě rozvahy, kdy od celkové bilanční sumy odečteme hodnotu cizích zdrojů (Mařík, 2011).

### **Metoda substanční hodnoty**

Metoda substanční hodnoty je metoda založená na majetkovém principu a informace o podnikovém majetku čerpá z účetnictví, konkrétně z rozvahy. Jednotlivé složky majetku jsou oceňovány na základě pohledu going-concern principu, tedy na principu pokračujícího provozu podniku. Výhodou této metody je potlačení nedostatků předešlé metody (metoda účetní hodnoty), jelikož využívá reprodukční pořizovací náklady, které pro investora představují náklady spojené pořízením naprosto identického aktiva k datu ocenění. Nevýhodou této metody je pak její časová náročnost (Kislingerová, 2001).

### **Metoda likvidační hodnoty**

Zatímco předchozí dvě metody vycházejí z předpokladu trvalého provozu podnikatelského subjektu v budoucnu, metoda likvidační hodnoty z toho předpokladu již nevyhází. Užití této metody je vhodné pro ty podniky, které již ve své činnosti nemohou nebo nechtějí nadále pokračovat. Při ocenění podniku touto metodou se stanoví jeho hodnota na základě finančních prostředků získaných prodejem jednotlivých složek majetku, které se se dále očistí o hodnotu veškerých závazků včetně odměny ustanovenému likvidátorovi (Kislingerová, 2001).

## **2.3 Metody založené na analýze trhu**

Metody založené na analýze trhu stojí na principu stanovení ceny dle cen předmětu prodeje v daném období. Ocenění může být podle Maříka (1998) provedeno na základě:

- srovnání s podobnými podniky, jejichž hodnota je známa;
- odvození hodnoty ze srovnatelných transakcí;
- odvození hodnoty z údajů o společnostech uváděných na burzu;

- metody tržního porovnání a metody výnosové.

V případě prodeje společnosti je tedy nezbytné nalézt srovnatelné podniky v případě velikosti, právní formy, kapitálové struktury, odvětví a oboru podnikání, výkonnosti či perspektivy. Ke srovnání se doporučuje najít pět až osm srovnatelných podnikatelských subjektů. Vybrané podniky je třeba analyzovat podle postupu, který doporučuje Mařík (1998):

1. Analýza stavu a vývoje národního hospodářství s důrazem na veličiny jako je národní produkt, úroková míra, inflace atd.
2. Analýza stavu a vývoje odvětví, ve kterém oceňovaná společnost působí.
3. Analýza stavu a vývoje oceňované společnosti.
4. Finanční analýza oceňované společnosti.
5. Výběr srovnatelných společností, jejich důsledná analýza a srovnání s oceňovanou společností.
6. Volba hodnot násobitelů a výpočet hodnoty akcie oceňované společnosti na základě užití různých metod.
7. Odvození konečné hodnoty akcie oceňované společnosti.

## 2.4 Kombinované metody

V rámci oceňování podniku lze při určení výsledné tržní hodnoty využít kromě výnosových metod a metod založených na stavových veličinách také kombinované metody, které jsou od výše uvedených odvozené nebo se jedná o jejich kombinaci.

### Metoda střední hodnoty, Schmalenbachova metoda

Podle Kislingerové (2001) je metoda střední hodnoty označována též jako metoda obchodníků a praktiků, jejíž podstatou je vytváření hodnoty podnikatelského subjektu na základě vložených statků, produkovanými výkony a budoucími výnosy podniku.

Metoda se počítá na základě prostého aritmetického průměru substanční (majetkové) hodnoty uváděné v hodnotě netto a hodnoty výnosu, která je stanovena pomocí kapitalizace zisku. Dle odborné literatury se jedná o následující vztah (Kislingerová, 2001):

$$\begin{aligned} \text{hodnota substance} < \text{hodnota výnosu} &\Rightarrow \\ \text{hodnota rozdílu} &= \text{hodnota goodwillu} \end{aligned} \quad (7)$$

Jelikož představuje rozdíl substanční a výnosové metody hodnotu goodwillu podnikatelského subjektu, je možné zapsat obecný vzorec pro tržní hodnotu podniku následovně:

$$\text{hodnota podniku} = \text{hodnota substance} + \frac{1}{2} * \text{hodnota goodwill} \quad (8)$$

Výše uvedený obecný vzorec však platí pouze za předpokladu, že je hodnota výnosu větší než hodnota substance (Kislingerová, 2001).

### **Metoda superzisku**

V případě metody superzisku je třeba, aby podnik generoval vyšší zisk, než je jeho zisk na úrovni bezrizikového výnosu. Superzisk je v rámci této metody možné definovat jako rozdíl mezi ziskem získaného z investovaného kapitálu bez rizika a ziskem, který podnik vygeneroval za běžné účetní období.

## **2.5 Doporučený základní postup při oceňování podniku**

Ocenění podniku je souvislý proces, který se skládá z několika na sebe navazujících kroků. Nejprve je však důležité stanovit účel ocenění, který dopomůže při výběru vhodné oceňovací metody.

Závazně předepsaný postup ocenění není stanoven, lze se pouze řídit doporučeními uvedených v odborné literatuře. Lze uvést například následující postup:

1. Stanovení účelu ocenění
2. Sběr a shromáždění dat
3. Strategická analýza
4. Finanční analýza
5. Analýza a prognóza generátorů hodnoty
6. Sestavení finančního plánu
7. Volba vhodné metody ocenění
8. Analýza a syntéza výsledků (Kislingerová, 2001).

## 3 Strategická analýza

Aby bylo ocenění podniku kvalitní, je důležité se zaměřit i na prostředí a okolí, ve kterém se tento podnik nachází. Z tohoto důvodu je vhodné provést strategickou analýzu, která se zaměřuje na popis současné situace a předpokladů úspěchu daného podnikatelského subjektu. Okolí podniku lze analyzovat pomocí dvou analýz. Tou první je analýza makroprostředí a tou druhou pak analýza mikroprostředí. Na základě těchto dvou analýz je pak možné sestavit SWOT analýzu, která se zabývá silnými a slabými stránkami podniku a příležitostmi a hrozbami, které plynou z okolního prostředí.

### 3.1 Analýza makroprostředí

V rámci analýzy makroprostředí se věnuje pozornost oblastem, které podnik sice nemůže nijak ovlivnit, ale mají významný vliv na jeho ziskovost. Makrookolí podniku lze analyzovat pomocí PESTE analýzy. Nejprve je důležité blíže specifikovat všechny skutečnosti významné pro vývoj vnějšího prostředí podniku a posléze posoudit, jakým způsobem se zkoumané faktory mění v čase.

Analýza PESTE zkoumá:

- politické faktory;
- ekonomické faktory;
- sociální faktory;
- technické a technologické faktory.;
- ekologické faktory.

### 3.2 Analýza mikroprostředí

Na rozdíl od předchozího je mikroprostředí charakteristické tím, že podnik jej může zcela nebo zčásti ovlivnit. V rámci analýzy mikroprostředí lze aplikovat spoustu metod. Mezi nejznámější se řadí Porterův model pěti konkurenčních sil, SWOT analýza, metoda VRIO, Balanced Scorecard atd. V této práci jsem se rozhodla pro použití Porterova modelu pěti konkurenčních sil, na který dále navazuje SWOT analýza.

Autorem modelu pěti konkurenčních sil je M. E. Porter. Tento model napomáhá při popisu a pochopení podstaty konkurenčního prostředí v rámci jednotlivých odvětví či trhů a vytváří tak jakousi informační základnu pro rozhodování o tvorbě konkurenční výhody podniku (Veber, 2009).



Porterův model pěti konkurenčních sil zkoumá:

- současnou konkurenci uvnitř odvětví;
- potencionální konkurenci;
- vyjednávací sílu dodavatelů;
- vyjednávací sílu odběratelů;
- substituty.

Všechny výše uvedené síly působící v daném odvětví či trhu ovlivňují specifickým způsobem intenzitu konkurence uvnitř tohoto odvětví.

### 3.2.1 SWOT analýza

SWOT analýza zkoumá čtyři oblasti podniku, mezi které se řadí:

- silné stránky – strenghts;
- slabé stránky – weaknesses;
- příležitosti – opportunities;
- hrozby – threats.

Zkratka SWOT analýzy tedy vychází z počátečních písmen zkoumaných oblastí v anglickém jazyce. První dvě oblasti se orientují na vnitřní okolí analyzovaného podniku, kdy se snažíme najít veškeré silné a slabé stránky podniku (např. dostatek kapitálu, moderní výrobní zařízení, úspory z rozsahu, inovační schopnost, jakost, cena apod.). Hlavním znakem silných a slabých stránek je možnost přímého ovlivnění ze strany nejvyššího vedení podniku. Příležitosti a hrozby jsou charakteristické tím, že je podnik nemůže ovlivnit, jelikož se jedná o faktory vnějšího okolí podniku (např. státní regulace, růst tržního odvětví, silné konkurenční prostředí, hrozba substitutů apod.) (Veber, 2009).

V rámci této práce poslouží SWOT analýza jako celkové shrnutí strategické analýzy. Této analýze pak bude předcházet PESTE analýza a Porterův model pěti konkurenčních sil, s jejichž prostřednictvím bude zanalyzováno vnější prostředí vybraného podniku.

## 4 Finanční analýza

Finanční analýza podniku je metodou hodnocení finančního hospodaření podniku, v jejímž rámci se získané informace třídí, spojují a poměřují mezi sebou navzájem, kvantifikují se vztahy mezi nimi, hledají se příčinné souvislosti mezi těmito daty a určuje se a predikuje jejich vývoj (Sedláček, 2009).

Cílem finanční analýzy je vyhodnotit finanční zdraví podniku. V rámci analýzy lze užít různé testy a ukazatele, mezi které lze zařadit např. absolutní ukazatele, poměrové ukazatele, rozdílové ukazatele nebo ukazatele predikující finanční tíseň analyzovaného podniku. V průběhu finanční analýzy je třeba najít veškeré nedostatky v oblasti finančního řízení podniku a navrhnout opatření, která by vedla ke zlepšení situace (Kislingerová, 2005).

Finanční analýzu využívají především vlastníci, věřitelé a management. Výsledky analýzy pak slouží jako důležitý podklad pro strategické řízení společnosti a využití mají i při posouzení a výběru vhodných obchodních partnerů (Růčková, 2010).

Potřebné informace pro finanční analýzu jsou čerpány z účetní závěrky podnikatelského subjektu, která se skládá z následujících částí:

- rozvaha v plném či zkráceném rozsahu;
- výkaz zisků a ztrát ve zjednodušeném či zkráceném rozsahu;
- přehled o finančních tocích;
- příloha k účetní závěrce;
- výroční zpráva (Grünwald, 2009).

### 4.1 Analýza absolutních ukazatelů

Základními metodami, které se uplatňují ve finanční analýze, jsou horizontální a vertikální analýza finančních výkazů. Analyzuje se především rozvaha a výkaz zisků a ztrát hodnoceného podniku.

#### 4.1.1 Horizontální analýza

V případě horizontální analýzy se sledují změny a trendy absolutních hodnot vykazovaných dat v čase a jejich relativní změny, které se u jednotlivých položek výkazů sledují po řádcích, tedy horizontálně (Sedláček, 2009).

Absolutní změna představuje rozdíl hodnot běžného a minulého účetního období a relativní změna představuje poměr absolutní změny a hodnoty minulého účetního období, přičemž je vyjádřena v procentech (Kislingerová, 2005).

V průběhu hodnocení finanční situace podniku by měly být brány v úvahu i okolní podmínky, např. změny v daňové soustavě, nová konkurence, změny podmínek na kapitálovém trhu, změny v poptávce a cenách vstupů, politické krize a konflikty apod.

#### **4.1.2 Vertikální analýza**

V případě vertikální analýzy se posuzují jednotlivé složky majetku a kapitálu. Na základě struktury aktiv a pasiv se zjistí složení hospodářských prostředků a z jakých zdrojů byly pořízeny. Při procentním vyjádření jednotlivých položek se postupuje v jednotlivých letech ve sloupcích odshora dolů, tedy nikoliv napříč jednotlivými roky jako tomu je u horizontální analýzy (Sedláček, 2009).

Výhodou vertikální analýzy je srovnatelnost výsledků z různých let, jelikož nezávisí na vývoji meziroční inflace. Lze ji využít ke srovnání výsledků v čase i v prostoru, tzn., že můžeme sledovat časové vývojové trendy v analyzovaném podniku za více let a zároveň můžeme analyzovaný podnik srovnávat s konkurenčními firmami (Kislingerová, 2005).

### **4.2 Pravidla financování**

V rámci finančního řízení a vytváření kapitálové struktury podniku je vhodné držet se pravidel financování zaměřujících se na optimalizaci kapitálové struktury. V rámci teoretické části práce se zaměřím na tři pravidla, a sice na zlaté bilanční pravidlo, zlaté pari pravidlo a zlaté pravidlo vyrovnávání rizik.

#### **Zlaté bilanční pravidlo**

Toto pravidlo je zaměřeno na porovnání časového horizontu používání aktiv podnikatelského subjektu s časovým horizontem zdrojů, které tato aktiva kryjí. Jedná se tedy o porovnání stálých aktiv a výše vlastního kapitálu, popřípadě i dlouhodobého cizího kapitálu (Synek, 2007).

#### **Zlaté pari pravidlo**

Dle tohoto pravidla je doporučeno, aby byla dlouhodobá aktiva podnikatelského subjektu financována pouze vlastním kapitálem, jelikož nedostatek či nadbytek vlastního kapitálu by měl na podnik nežádoucí důsledky v podobě vyšších nákladů

na kapitál nebo neefektivního využití podnikových finančních zdrojů (Kislingerová, 2005).

#### Zlaté pravidlo vyrovnávání rizik

Zlaté pravidlo vyrovnávání rizik doporučuje zastoupení vlastního a cizího kapitálu podniku v poměru jedna ku jedné, popřípadě větší zastoupení vlastních zdrojů (Synek, 2007).

### 4.3 Analýza poměrových ukazatelů

Mezi základní a nejvíce využívané metody v rámci finanční analýzy patří beze sporu analýza poměrových ukazatelů. Tato metoda se zaměřuje na velké množství ukazatelů, které se vypočítají na základě informací čerpaných z rozvahy, výkazu zisků a ztrát nebo cash flow podniku. Analýza poměrových ukazatelů obsahuje několik základních kategorií, ve kterých jsou zkoumány ukazatele rentability, aktivity, likvidity, zadluženosti, majetkové a finanční struktury a kapitálového trhu. V rámci této práce se zaměřím na nejvíce používané poměrové ukazatele, kterými jsou ukazatele rentability, aktivity, likvidity a zadluženosti vybraného podnikatelského subjektu.

#### 4.3.1 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability se zaměřují na celkovou efektivnost a výnosnost vloženého kapitálu. Pomocí rentability lze vyjádřit, kolik Kč zisku připadá na 1 Kč jmenovatele, který se volí výběrem z položek z rozvahy či výkazu zisků a ztrát podle toho, jaký ukazatel rentability chceme zjistit (Kislingerová, 2010).

Pomocí rentability vlastního kapitálu (ROE – Return on Equity) lze vyjádřit návratnost vloženého kapitálu neboli jeho výnosnost. Tento ukazatel poměruje čistý zisk po zdanění (EAT – Earnings before Taxes) a výši vlastního kapitálu. Aby se stal hodnocený podnik pro investory atraktivní, měl by být výsledek vyšší než úroky, které by byly získány z jiné formy investování (Sedláček, 2009).

$$ROE = \frac{EAT}{\text{vlastní kapitál}} \quad (9)$$

Rentabilita celkových aktiv (ROA – Return on Assets) poměruje zisk s celkovými aktivy, které byly vloženy do podnikání, většinou bez ohledu na zdroj jejich financování. V případě, že do čitatele dosadíme čistý zisk, zjistíme rentabilitu aktiv s ohledem na různé zdroje jejich financování. Pokud však v čitateli použijeme zisk před zdaněním a úroky,

tedy EBIT odpovídající zhruba provoznímu zisku, zjistíme rentabilitu aktiv bez ohledu na zdroj jejich financování (Sedláček, 2009).

$$ROA = \frac{EAT}{aktiva} \quad (10)$$

$$ROA = \frac{EBIT}{aktiva} \quad (11)$$

Důležitým ukazatelem pro hodnocení úspěšnosti hospodaření daného podnikatelského subjektu je zisková marže, která je vyjádřena prostřednictvím rentability tržeb (ROS – Return on Sales).

$$ROS = \frac{EAT}{tržby} \quad (12)$$

Prostřednictvím rentability dlouhodobě investovaného kapitálu (ROCE – Return on Capital Employed) lze podniky srovnávat mezi sebou, zejména pak monopolní veřejně prospěšné podnikatelské subjekty (např. vodárny, telekomunikace apod.). V čitateli jsou uvedeny celkové výnosy všech investorů, jelikož je zde zahrnut čistý zisk určený pro akcionáře i úroky vyplácené věřitelům. Ve jmenovateli jsou pak uvedeny disponibilní dlouhodobé finanční prostředky podniku (Sedláček, 2009).

$$ROCE = \frac{EAT + \text{úroky}}{\text{dlouhodobé závazky} + \text{vlastní kapitál}} \quad (13)$$

#### 4.3.2 Ukazatele aktivity

Prostřednictvím ukazatelů aktivity je možné vyjádřit efektivnost hodnoceného podniku, přičemž zásadní vliv mají na ukazatele ROA a ROE. Pomocí těchto ukazatelů lze zjistit, kolik aktiv bylo potřeba pro zajištění objemu tržeb. Existují dva typy ukazatelů aktivity, které lze vyjádřit počtem obrátů nebo dobou obratu (Kislingerová, 2010).

Obrat aktiv se zaměřuje na měření efektivnosti využívání celkových aktiv podniku. Prostřednictvím tohoto ukazatele lze zjistit, kolikrát za jeden rok se obrátí celková aktiva (Kislingerová, 2010).

$$Obrat\ aktiv = \frac{tržby}{aktiva} \quad (14)$$

Obrat zásob pomáhá zjistit, kolikrát je v průběhu jednoho roku prodána a opětovně naskladněna každá položka zásob (Kislingerová, 2010).

$$Obrat\ zásob = \frac{tržby}{zásoby} \quad (15)$$

Pomocí doby obratu zásob se zjistí průměrný počet dnů, během nichž jsou zásoby skladovány do doby jejich spotřeby či prodeje (Kislingerová, 2010).

$$Doba\ obratu\ zásob = \frac{zásoby}{\frac{tržby}{365}} \quad (16)$$

Vázanost finančních zdrojů podniku v nesplacených pohledávkách vyjádřenou počtem dní lze zobrazit pomocí doby inkasa krátkodobých pohledávek. Jinými slovy se jedná o vyjádření doby, za kterou podnikatelský subjekt inkasuje peněžní prostředky za prodané výrobky či služby.

$$Doba\ inkasa\ krátkodobých\ pohledávek = \frac{pohledávky}{\frac{tržby}{365}} \quad (17)$$

Důležité je rovněž sledovat dobu splatnosti krátkodobých závazků, která zjišťuje počet dnů, po které podnik nemá uhrazeny krátkodobé závazky plynoucí z obchodních vztahů s dodavateli. V takovém případě totiž podnik čerpá bezplatný finanční úvěr.

$$Doba\ splatnosti\ krátkodobých\ závazků = \frac{krátkodobé\ závazky}{\frac{výkonová\ spotřeba}{365}} \quad (18)$$

Pomocí čistého pracovního kapitálu lze zjistit riziko spojené s financováním provozní činnosti podnikatelského subjektu. Tento ukazatel se spočítá jako rozdíl oběžného majetku a krátkodobých závazků. Jestliže má podnik dostatečnou výši volného kapitálu, tedy pokud krátkodobá aktiva podniku přebývají nad krátkodobými cizími zdroji, stává se likvidním.

#### 4.3.3 Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity charakterizují schopnost podniku dostát svým závazkům. Likvidita představuje souhrn všech likvidních prostředků, jež má podnik k dispozici, v případě jejich přeměny na peněžní prostředky, pro úhradu všech svých splatných závazků. V rámci ukazatelů likvidity se sleduje likvidita běžná, pohotová a okamžitá.

Ukazatel běžné likvidity se vypočítá jako poměr oběžných aktiv a krátkodobých cizích zdrojů. Tento ukazatel vyjadřuje, kolikrát kryjí běžná aktiva krátkodobé závazky podniku. Doporučené rozmezí hodnot, kterých by měl tento ukazatel nabývat, se pohybuje mezi 1,6 až 2,5 (Kislingerová, 2010).

$$Běžná\ likvidita = \frac{oběžná\ aktiva}{krátkodobé\ cizí\ zdroje} \quad (19)$$

Ukazatel pohotové likvidity opět poměřuje oběžná aktiva s krátkodobými cizími zdroji s tím rozdílem, že od oběžných aktiv jsou odečteny zásoby. Vyjadřuje, kolikrát kryjí pohledávky a finanční prostředky podniku krátkodobé cizí zdroje. Doporučené rozmezí hodnot, kterých by měl tento ukazatel nabývat, se pohybuje mezi 0,7 až 1 (Kislingerová, 2010).

$$\text{Pohotov\acute{a} likvidita} = \frac{\text{ob\acute{e}žn\acute{a} aktiva-z\acute{a}soby}{\text{kr\acute{a}tkodob\acute{e} ciz\acute{i} zdroje}} \quad (20)$$

Okamžitá likvidita poměřuje finanční majetek podniku s krátkodobými cizími zdroji. Finanční majetek je nejlikvidnější složkou oběžného majetku podniku a představuje hotovost v pokladně, finanční prostředky uložené na bankovních účtech a krátkodobé cenné papíry. Doporučena hodnota, které by měl tento ukazatel nabývat, se pohybuje okolo 0,2 (Kislingerová, 2010).

#### 4.3.4 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti udávají vztah mezi vlastními a cizími zdroji financování podniku a měří rozsah, v jakém podnikatelský subjekt používá dluhy k financování své činnosti. Zadluženost nelze chápat pouze jako negativní charakteristiku daného podnikatelského subjektu, jelikož její růst může přispět k celkové rentabilitě a tím i k vyšší tržní hodnotě podniku. Současně ale zvyšuje riziko finanční nestability, protože v obecné rovině platí, že čím více je podnik zadlužen, tím přejímá vyšší riziko plynoucí z hrozby nesplácení svých závazků, které by měl svým věřitelům platit bez ohledu na aktuální hospodaření společnosti (Knápková, 2010), (Sedláček, 2009).

Celková zadluženost se vypočítá jako podíl cizího kapitálu k celkovým aktivům podniku. Čím je podíl vlastního kapitálu větší, tím je větší i ochrana proti ztrátám věřitelů v případě vstupu podnikatelského subjektu do likvidace. Z tohoto důvodu věřitelé upřednostňují nízký ukazatel celkové zadluženosti (Sedláček, 2009).

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{ciz\acute{i} kapit\acute{a}l}}{\text{celkov\acute{a} aktiva}} \quad (21)$$

Koeficient samofinancování je doplňkem k ukazateli celkové zadluženosti a vyjadřuje se jím finanční nezávislost podniku. Poměřována je výše vlastního kapitálu s celkovými aktivy.

$$\text{Koeficient samofinancov\acute{a}n\acute{i}} = \frac{\text{vlastn\acute{i} kapit\acute{a}l}}{\text{celkov\acute{a} aktiva}} \quad (22)$$

Míra zadluženosti porovnává cizí a vlastní kapitál podniku, přičemž je důležitý především časový vývoj, který poskytuje informace o tom, zda se míra zadluženosti zvyšuje nebo snižuje (Knápková, 2010).

$$\text{Míra zadluženosti} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (23)$$

Dlouhodobá zadluženost vyjadřuje poměr mezi dlouhodobým cizím kapitálem a celkovou hodnotou aktiv. Vyjadřuje tedy, jaká část aktiv podniku je financována z dlouhodobých dluhů. Pomocí tohoto ukazatele lze nalézt optimální poměr mezi dlouhodobými a krátkodobými cizími zdroji (Sedláček, 2009).

$$\text{Dlouhodobá zadluženost} = \frac{\text{dlouhodobý cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad (24)$$

#### 4.4 Bonitní a bankrotní modely

Pro celkové zhodnocení finanční situace podniku a jeho výkonnosti je možné použít souhrnné indexy, které se dále člení na bonitní a bankrotní indikátory. Bonitní indikátory charakterizují kvalitu hodnoceného podnikatelského subjektu podle jeho výkonnosti, přičemž výsledky slouží investorům i samotným vlastníkům. Bankrotní indikátory pak hodnotí schopnost hodnoceného podniku dostát svým závazkům a výsledky slouží zejména věřitelům daného podnikatelského subjektu.

##### Model IN01

K významným indikátorům se řadí IN indexy, z nichž první model IN95 vznikl v roce 1995 a zaměřuje se na platební schopnost hodnoceného podnikatelského subjektu. Druhým modelem je index IN99 zaměřený na pohled vlastníka společnosti. Spojením těchto dvou modelů pak vznikl index IN01 vypovídající o schopnosti podniku vytvářet hodnotu. Tento index má následující tvar:

$$IN01 = 0,13 * X1 + 0,04 * X2 + 3,92 * X3 + 0,21 * X4 + 0,09 * X5 \quad (25)$$

Kde: X1 = aktiva / cizí zdroje

X2 = EBIT / nákladové úroky

X3 = EBIT / aktiva

X4 = výnosy / aktiva

X5 = oběžná aktiva/krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry (Synek, 2007).



Tabulka 5 - Hodnocení indexu IN01

Hodnota IN01	POTŘEBNÉ
>1,77	Podnik vytváří hodnotu (P = 67 %)
Rozmezí 0,75 – 1,77	Šedá zóna
<0,75	Podnik spěje k bankrotu (P = 86 %)

Zdroj: Synek, M. Ekonomická analýza. Praha: Oeconomica, 2003.

### Altmanovo Z-score

Model Altmanovo Z-score je velmi známý a využívaný model, za jehož konstrukcí stojí profesor Altman. Tento model byl zkonstruován v 70. a 80. letech minulého století a jako podklad posloužily analýzy zbankrotovaných a nezbankrotovaných společností. Princip je založen na vícenásobné diskriminační analýze s nastavenými hodnotami horní a dolní hranice. V případě, že se hodnocený podnikatelský subjekt nachází pod dolní hranicí 1,2, hrozí mu bankrot. Pokud se společnost nachází mezi dolní a horní hranicí, nachází se v tzv. šedé zóně, ve které je určité riziko bankrotu. Pokud se hodnocený podnik nachází nad horní stanovenou hranicí 2,9, neměl by být bankrotem ohrožen. Altmanovo Z-score má následující tvar:

$$Z = 0,717 * X1 + 0,847 * X2 + 3,107 * X3 + 0,420 * X4 + 0,998 * X5 \quad (26)$$

Kde: X1 = čistý pracovní kapitál / aktiva

X2 = EAT / aktiva

X3 = EBIT / aktiva

X4 = tržní hodnota vlastního jmění / účetní hodnota celkových závazků

X5 = tržby/aktiva (Synek, 2007).

Tabulka 6 - Hodnocení Altmanova Z-score

Hodnota Z-score	POTŘEBNÉ
>2,9	Podnik není ohrožen bankrotem – pásmo prosperity
Rozmezí 1,2 – 2,9	Šedá zóna
<1,2	Podnik spěje k bankrotu – pásmo bankrotu

Zdroj: Synek, M. Ekonomická analýza. Praha: Oeconomica, 2003.

## 5 Generátory hodnoty

Dle Maříka (2007) představují generátory hodnoty základní podnikohospodářské veličiny mající podstatný vliv na tvorbu finančního plánu. Ten je velmi důležitý v případě ocenění podniku některou z výnosových metod. Mezi generátory hodnoty se řadí tržby a jejich růst, provozní zisková marže, investice do pracovního kapitálu (čistý pracovní kapitál), investice do dlouhodobého majetku, diskontní míra, způsob financování a doba existence podniku. V rámci této práce se zaměřím pouze na první čtyři generátory hodnoty.

### Tržby a jejich růst

Na základě strategické analýzy můžeme naplánovat vývoj tržeb, který je vhodné podpořit i jinou veličinou, jež se dá predikovat (např. vývoj HDP, vývoj trhu, změny chování spotřebitelů apod.). Tržby představují peněžní prostředky plynoucí z hlavní činnosti podnikatelského subjektu a jejich plánování do budoucna je základem pro předvídaní dalších generátorů hodnoty.

### Provozní zisková marže

Zisková marže se počítá z provozních zisků po provedených korekcích (korigovaný výsledek hospodaření z provozní činnosti) a před odečtením odpisů, které je vhodné předpovídat až s investicemi do dlouhodobého majetku. Korigovaný provozní výsledek hospodaření před zdaněním získáme (Mařík, 2007):

$$\text{KPVH} = \text{Korigovaný výsledek hospodaření} - \text{Tržby z prodeje dlouhodobého majetku} + \text{Odpisy} + \text{Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku}$$

Predikovat korigovanou marži provozní zisku lze spočítat na základě vzorce:

$$KMPZ = \frac{KPVH}{tržby} \quad (27)$$

### Čistý pracovní kapitál

Investice do pracovního kapitálu jsou třetím generátorem hodnoty a je třeba je částečně upravit dle vzorce (Mařík, 2007):

$$\text{Čistý pracovní kapitál} = \text{Krátkodobý finanční majetek} + \text{Zásoby} + \text{Pohledávky} + \text{Ostatní aktiva (časové rozlišení)} - \text{Neúročené závazky} - \text{Ostatní pasiva (časové rozlišení)}$$

## Investice do dlouhodobého majetku

Pro plánování vývoje investic nutných pro zajištění budoucího chodu podniku se používá koeficient náročnosti růstu tržeb ( $k_{DMx}$ ).

$$k_{DMx} = \frac{\Delta DM}{\Delta \text{tržeb}} \quad (28)$$

Na základě predikce všech čtyř výše uvedených generátorů hodnot lze sestavit finanční plán, který je při oceňování podniku důležitou součástí.

### 5.1 Sestavení finančního plánu

V průběhu procesu oceňování podnikatelského subjektu na základě výnosové metody hraje důležitou roli také sestavení finančního plánu. Pečlivě zpracovaný finanční plán podniku by měl uživatelům poskytnout plánovanou rozvahu (vývoj aktiv a pasiv) a výsledovku.

Při sestavení finančního plánu se vychází z generátorů hodnoty, kterým se věnovala předchozí kapitola. Jedná se o predikci vývoje tržeb a jejich růstu, provozní ziskové marže, čistého pracovního kapitálu a investic do dlouhodobého majetku. Na základě generátorů hodnoty lze dále předpovídat vývoj zásob, pohledávek, závazků apod.

Finanční plán se člení z časového hlediska na krátkodobý, střednědobý a dlouhodobý. V rámci ocenění podniku na základě výnosových metod je sestavení finančního plánu velmi důležité a nejčastěji je využíván z dlouhodobého hlediska, tedy s výhledem na čtyři až pět let.

Sestavený finanční plán je důležité přezkoumat na základě finanční analýzy tohoto plánu, jelikož musí být plánovaný vývoj hospodaření oceňovaného podnikatelského subjektu v souladu se závěry strategické analýzy a musí navazovat na předcházející vývoj podniku.

## **6 Metodika a cíl práce**

### **6.1 Cíl diplomové práce**

Cílem předkládané diplomové práce je zjištění tržní hodnoty obchodní korporace pro účel výběru alternativy zachování pravidelných finančních příjmů vlastníka či dosažení jednorázového příjmu z prodeje této obchodní korporace. Oceňovaným podnikem byla zvolena společnost MADETA a. s.

### **6.2 Metodika**

Diplomová práce je členěna do dvou částí, a sice na část teoretickou a na část praktickou. V teoretické části byly na základě studia odborné literatury vysvětleny pojmy související s problematikou, jíž se tato práce zabývá.

Praktická část čerpá ze získaných dat o vybrané společnosti, která bude v rámci této práce oceňována. Nejprve bude vybraný podnikatelský subjekt charakterizován. Zaměřím se na jeho stručnou historii i současnost, předmět podnikání a organizační strukturu. Posléze bude vybraná společnost podrobena strategické a finanční analýze, které jsou pro tržní ocenění nezbytné. V neposlední řadě bude provedena analýza a prognóza generátorů hodnot spolu s finančním plánováním a závěrem bude vybraná společnost oceněna.

#### **Charakteristika oceňované společnosti**

Vybraná společnost je součástí koncernu, v této práci však bude uvažována pouze společnost MADETA a. s., jejíž účetní závěrka podléhá povinnému auditu. Potřebné informace jsou získány z výročních zpráv a účetních závěrek oceňované společnosti dostupných na [www.justice.cz](http://www.justice.cz). Další potřebné údaje pak jsou čerpány z podnikových internetových stránek a konzultací s odborníky, především z Ministerstva průmyslu a obchodu a rovněž také s odborníky v oblasti oceňování podnikatelských subjektů.

#### **Strategická analýza**

Cílem strategické analýzy je zjistit potenciál oceňované společnosti a její konkurenceschopnost v daném odvětví. Pozornost je věnována makrookolí a mikrookolí vybraného podniku. V rámci makrookolí je provedena analýza odvětví, v němž společnost působí a dále pak PESTE analýza zahrnující politické, ekonomické, sociální, technologické a ekonomické prostředí. Rovněž je provedena analýza atraktivity trhu. V rámci mikrookolí společnosti je provedena analýza konkurenční síly oceňované

společnosti, Porterův model pěti konkurenčních sil a analýza vnitřního potenciálu podniku. Závěrem strategické analýzy je uvedena SWOT analýza spolu s prognózou tržeb vybrané společnosti.

### **Finanční analýza**

Cílem finanční analýzy je zhodnocení celkové finanční situace a finančního zdraví oceňované společnosti. Analýze je podrobena účetní politika spolu s účetními výkazy. Obsažena je rovněž vertikální a horizontální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Následuje analýza poměrových ukazatelů, přičemž pozornost je věnována ukazatelům rentability, likvidity, zadluženosti, aktivity a čistému pracovnímu kapitálu. Po analýze poměrových ukazatelů následuje hodnocení oceňované společnosti z hlediska bankrotních a bonitních modelů a závěrečné zhodnocení finanční analýzy prostřednictvím aplikace rychlého testu finančního zdraví podniku.

### **Generátory hodnoty a finanční plán**

V této části práce je provedena analýza generátorů hodnoty ve sledovaném období let 2011 až 2015 a jejich následná prognóza pro plánované období let 2016 až 2020. Analyzovány a predikovány jsou tržby oceňované společnosti spolu s obchodní marží, pracovním kapitálem, krátkodobým finančním majetkem a investicemi do dlouhodobého majetku provozně potřebného. Následně je pak sestaven finanční plán obsahující plánovanou rozvahu, výkaz zisku a ztráty a výkaz peněžních toků.

### **Ocenění společnosti**

Poslední kapitola praktické části je zaměřena na ocenění vybrané společnosti na základě užití výnosové metody. Rovněž je určeno datum, ke kterému je ocenění provedeno. Pro ocenění byla zvolena metoda diskontovaných peněžních toků – metoda FCFF k datu 31. 12. 2015.

Diskontní míra je stanovena na základě modelu vážených nákladů kapitálu WACC:

$$WACC = n_d(1 - t)\frac{D}{C} + n_{KV}\frac{E}{C} \quad (29)$$

Kde:	D	cizí zdroje
	E	vlastní kapitál
	C	celkový kapitál
	$n_d$	náklady na cizí kapitál
	$n_{KV}$	náklady na vlastní kapitál

t daň z příjmu

Pro výpočty stanovující hodnotu společnosti je důležité určit náklady na vlastní i cizí kapitál.

Náklady na cizí kapitál budou vypočítány na základě vzorce:

$$n_d = r_f + RP \quad (30)$$

Kde:  $r_f$  bezriziková výnosová míra na úrovni výnosnosti vládních dluhopisů s obdobnou dobou splatnosti jako dluh společnosti  
 $RP$  riziková přírážka související s cizím kapitálem podle ratingu daného dluhu

Pro stanovení výše nákladů na vlastní kapitál jsem použila metodu CAPM:

$$n_{VK} = r_f + \beta * RPT + RPZ + ostatní přírážky \quad (31)$$

Kde:  $r_f$  bezriziková úroková míra  
 $\beta$  odvětvové  $\beta$  získává se z amerického kapitálového trhu, upravuje se o zadlužení v tržních cenách podniku  
 $RPT$  riziková prémie kapitálového trhu USA  
 $RPZ$  riziková prémie ČR  
Ostatní přírážky = přírážka pro společnost s nejistou budoucností, přírážka za nižší likviditu, přírážka pro malou společnost

Přičemž odvětvové  $\beta$  z kapitálového trhu upravené o zadlužení v tržních cenách podniku je stanoveno dle následujícího výpočtu:

$$\beta_{zadlužené} = \beta_{nezadlužené} * \left( \frac{\text{cizí kapitál} * (\text{daňová sazba})}{\text{vlastní kapitál}} \right) \quad (32)$$

Výpočet hodnoty vlastního kapitálu společnosti bude vypočítán na základě vzorce:

$$\text{Hodnota podniku celkem} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)} + \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC+g_n)} (1+WACC)^{-n} \quad (33)$$

Kde:  $FCFF_t$  volný peněžní tok pro vlastníky v roce t  
 $n$  počet let  
 $WACC$  náklady na kapitál  
 $g_n$  tempo růstu udržitelné do nekonečna

## Praktická část

### 7 Charakteristika společnosti MADETA a. s.

Počátky mlékárenství na území Jihočeského kraje lze datovat již do roku 1838, kdy byla poblíž Českých Budějovic založena první výrobní síru. Na tradice v oblasti mlékárenství z tohoto období pak navazuje i první pravá Madeta založená v roce 1902, která se počátkem 20. století řadila k největším zpracovatelům mléka v Čechách. Tehdy se však jmenovala Mlékařské družstvo Tábořské, jehož počáteční písmena se v roce 1945 stala základem pro vznik nového názvu MADETA. V roce 1951 došlo ke znárodnění MADETY a počátkem 60. let minulého století se zařadila pod Jihočeské mlékárny. V roce 1992 proběhla restrukturalizace a koncentrování výroby a v roce 2002 došlo ke změně názvu společnosti na MADETA a. s. (dále jen „MADETA“). V současné době se MADETA řadí k úspěšným a proslulým mlékárenským společnostem, a to díky kvalitě svých výrobků a využití nejmodernějších technologií v oblasti výroby.

*Obrázek 1 - Logo společnosti MADETA a. s.*



Zdroj: <http://www.ckrumlov.info>

Název společnosti:	MADETA a. s.
Datum vzniku:	1. srpna 1995
Sídlo:	Rudolfovska tř. 246/83, 370 01 České Budějovice
Právní forma:	akciová společnost
IČO:	632 5 635
Předmět podnikání:	především mlékárenství a výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
Základní kapitál:	500 000 000 Kč (splaceno v plné výši)
Akcie:	kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 100 000 Kč (20 ks), 15 000 000 Kč (20 ks) a 9 900 000 Kč (20 ks)

Společnost MADETA a. s. vznikla v roce 2002 přejmenováním tehdejšího podniku Jihočeské mlékárny a. s. MADETA se svou velikostí a objemem produkce řadí mezi největší podniky na území České republiky. Právní forma podnikání je akciová společnost, která je charakteristická tím, že akcionáři ručí za závazky společnosti pouze do výše svého vkladu, nikoliv neomezeně.

Základní kapitál společnosti je 500 000 000 a je rozdělen do 20 ks akcií v hodnotě 100 000 Kč, 20 ks akcií v hodnotě 15 000 000 Kč a 20 ks akcií v hodnotě 9 900 000 Kč. Společnost MADETA je součástí koncernu. Většinovým vlastníkem společnosti je FALTHA INVESTMENT S. A., která vlastní 95 % podíl.

MADETA je tvořena valnou hromadou, představenstvem a dozorčí radou. Valná hromada představuje nejvyšší orgán společnosti složený ze všech akcionářů, svolává se jednou ročně s cílem vyhodnocení hospodaření za uplynulé účetní období a rozhodnutí o rozdělení výsledku hospodaření. Členové valné hromady mohou jmenovat a odvolávat členy představenstva a dozorčí rady. Statutárním orgánem je představenstvo společnosti, které řídí vedení společnosti a poskytuje zpětnou vazbu v podobě hodnocení plnění zadaných úkolů. Do kompetence představenstva patří rovněž předkládání účetních závěrek valné hromadě. Je svoláváno jednou měsíčně a rozhoduje se na základě většiny hlasů. Kontrolním orgánem společnosti je pak dozorčí rada, která se zaměřuje na kontrolu hospodářské činnosti společnosti, dohlíží na podnikatelskou činnost, ověřuje správnost účetní závěrky, schvaluje výrok auditora a vykonává dohled nad působností představenstva společnosti. Dozorčí rada se schází jednou za tři měsíce.

K hlavním činnostem společnosti MADETA patří především mlékárenská výroba, která se na celkových výnosech společnosti podílí zhruba 90 %. Ke konci roku 2015 se mlékárenská výroba soustředila do pěti výrobních závodů, přičemž každý z nich se zaměřuje na jiný produkt. Níže jsou uvedeny jednotlivé výrobní závody spolu s jejich základním výrobním programem.

Jako první byla postavena mlékárna Řípec, a sice v roce 1938 jako jeden ze závodů Mlékařského družstva v Táboře. V roce 1942 byla postavena v Pelhřimově mlékárna Josefa Pejcla, v níž byla v osmdesátých letech provedena rozsáhlá rekonstrukce a v současné době se řadí k závodům s nejmodernější technologií pro zpracování trvanlivého mléka. Závod Český Krumlov byl uveden do provozu již ve druhé polovině 40. let minulého století, tedy v době, kdy vzniklo Mlékařské družstvo v Českém



Krumlově. V roce 1968 byl zahájen provoz v mlékárně v Plané nad Lužnicí, která v devadesátých letech prošla rozsáhlou rekonstrukcí a v současné době se řadí k největším výrobcům tvrdého a polotvrdého sýra na území České republiky. V sedmdesátých letech byl zahájen provoz v závodě v Jindřichově Hradci.

1. **Závod Český Krumlov** – *sýry s modrou plísní* (JČ niva, JČ Zlatá niva, Niva Premium, Caesar Bleu a dále pak privátní značky).
2. **Závod Jindřichův Hradec** – *tvarohy, jogurty a dezerty* (Lipánek, Lahůdka delicates, JČ zakysaná smetana, JČ tvaroh, JČ tvaroh s jogurtem, JČ tvarohové pomazánky, JČ Nature a dále pak privátní značky), *sýry* (Romadur, Klášterní sýr, JČ syreček, JČ Cottage a dále pak privátní značky), *sušárenský program* (sušené odstředěné a plnotučné mléko, instantní mléko), *tekutý čerstvý program* (JČ zákys, Fitness syrovátkový nápoj, Imunel).
3. **Závod Pelhřimov** – *tekutý čerstvý program* (JČ mléko lahodné, JČ podmáslí, JČ smetana, Lipánek čerstvé mléko ochucené, JČ mléko lahodné ochucené a dále pak privátní značky), *tekutý trvanlivý program* (JČ mléko trvanlivé, Lipánek mléko trvanlivé ochucené, JČ smetana trvanlivá a dále pak privátní značky).
4. **Závod Planá nad Lužnicí** – *přírodní sýry* (JČ eidam, Madeland, Gouda, Primator, Moravský bochník, Tylžský sýr, Akawi, Balkánský sýr, Blaťácké zlato, Kamadet, Archivní sýr a dále pak privátní značky), *másla* (JČ máslo, JČ AB, JČ máslo nedělní, JČ pomazánkové tradiční, JČ pomazánky sladké a dále pak privátní značky).
5. **Závod Řípec** – *přírodní sýry* (Kamadet, Monastère, Tylžský sýr), *tavené sýry* (JČ Lipno, Madetka, Lipánek, Primator, Romadur, Blaťácké zlato, sýrové dorty, JČ niva sýrová pomazánka, Madeland, JČ salámový sýr a další privátní značky), *čerstvé termizované sýry* (Lipánek žervé), *porcování a uzení přírodních sýrů* (Účetní závěrka společnosti MADETA a. s., 2015).

## 8 Strategická analýza

Cílem strategické analýzy je zhodnotit vnější a vnitřní prostředí podniku a stanovit faktory, které mají vliv na přítomnost i budoucnost podnikatelského subjektu. Pro zanalyzování makrookolí a mikrookolí společnosti bude zvolena analýza PESTE a Porterův model pěti konkurenčních sil. Vnitřní a vnější perspektiva společnosti MADETA bude zhodnocena z hlediska konkurenční síly vybraného podniku a atraktivity trhu, na němž působí. V poslední části této kapitoly věnované strategické analýze budou predikovány tržby společnosti MADETA a dále také tempo růstu tržeb.

### 8.1 Analýza makroprostředí

#### 8.1.1 Analýza odvětví

Oceňovaná společnost působí v odvětví mlékárenství, které má v České republice dlouholetou tradici. V průběhu 90. let prošlo mlékárenství spolu s dalšími odvětvími řadou změn a další změny přišly se vstupem České republiky do Evropské unie v roce 2004. Bylo potřeba především harmonizovat legislativu v oblasti potravinářství a společnosti musely splňovat přísná pravidla stanovená Evropskou unií v technické i hygienické oblasti. Od poloviny roku 2008 procházela světová ekonomika, ale i trh mlékárenství, celosvětovou krizí. V posledních letech se však podařilo mlékárenský průmysl v České republice stabilizovat a v současné době se řadí ke klíčovým potravinářským oborům. Z dlouhodobého hlediska lze označit mlékárenský průmysl jako zralý průmyslový obor (Panorama potravinářského průmyslu, Strukturální a ekonomické aspekty mlékárenského oboru v ČR).

Podle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE spadá mlékárenská výroba do skupiny 10 – Výroba potravinářských výrobků, konkrétně do oboru 10.51 – Zpracování mléka, výroba mléčných výrobků a sýrů. Do tohoto oboru dále patří třídy:

- 10.51 – zpracování mléka, výroba mlékárenských výrobků a sýrů;
- 10.52 - výroba zmrzliny.
- tavené sýry (Panorama potravinářského průmyslu, 2015).

V roce 2015 se podílela mlékárenská výroba na celkových tržbách potravinářských výrobků 14,2 %, čímž se řadí k oborům s nejvyšším podílem na tržbách v této skupině CZ-NACE. Počet zaměstnanců v mlékárenství však v posledních letech klesá. V roce

2010 pracovalo v oblasti výroby mléčných výrobků 9 100 pracovníků, v roce 2015 se tento počet snížil na 8 078 pracovníků. Tento pokles je způsobený převážně vývojem technologií v oblasti výroby. Mzda však vzrostla, v roce 2010 činila 21 514 Kč, zatímco v roce 2015 vzrostla na 23 331 Kč (Panorama potravinářského průmyslu, 2015).

Podle Ministerstva zemědělství však nastanou v mlékárenské výrobě výrazné změny, především ve spotřebě a obchodu. Tyto výrazné změny se však mohou projevit s určitým zpožděním v důsledku nahromaděných intervenčních zásob. Očekává se však navýšení dodávek v zemích Evropské unie až o 2 mil. tun za rok (Panorama potravinářského průmyslu, 2015).

Na Světovém mlékárenském summitu IDF, který se konal v roce 2012 v Jihoafrické republice v Kapském Městě, došli zástupci zúčastněných zemí na základě výsledků spotřeby mléka a mléčných výrobků k tomu názoru, že v rozvinutých zemích spotřeba v posledních letech klesá, zatímco v rozvojových zemích dochází k postupnému nárůstu spotřeby mléka a mléčných výrobků. Do budoucna lze předpokládat, že poptávka po mléčných produktech bude v rozvojových zemích třikrát vyšší než u zemí vyspělých, přičemž se bude jednat především o trhy v Asii, Africe a na Středním Východě (Veselá, 2012).

Tabulka 7 - Spotřeba mléka v České republice v kg na osobu za rok

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Mléko	53,7	51,9	50,5	55,2	58	55,9	55,9	57,2	60,4	58,3	58,6

Zdroj: www.czso.cz

Spotřeba mléka se v České republice v posledních deseti letech pohybuje v rozmezí 50 - 60 kg na osobu za rok. I přes to, že spotřeba mléka je v posledních letech rostoucí, spotřeba mléka a mléčných výrobků nedosahuje evropského průměru, který činí kolem 65 litrů na osobu za rok.

Je důležité si uvědomit, že na výdaje domácností na spotřebu potravin, a tedy i mléka a mléčných výrobků, má vliv vývoj reálných mezd. Ty se sice zvyšují, ale pomalejším tempem než růst cen potravin.

Tabulka 8 - Nákup mléka (2010 - 2015)

Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Kravske mléko nakoupené od zemědělců v ČR (v tis. t)	2312	2366	2429	2358	2370	2482
Nákup plnotučného mléka, včetně syrového mléka z EU a třetích zemí (v tis. t)	30,3	13,9	4,1	3,4	1,2	17,3

Zdroj: Ministerstvo zemědělství, vlastní zpracování

V roce 2016 došlo k výraznějšímu nárůstu nakoupeného syrového mléka od zemědělců z České republiky. Rozdíl mezi nakoupeným syrovým mlékem v roce 2010 a 2016 činí přírůstek téměř 21 %. Nákup mléka z členských zemí Evropské unie a třetích zemí má v průběhu let 2010 až 2016 značné výkyvy. V letech 2012 až 2014 nabýval velmi nízkých hodnot v důsledku snížení výroby, od roku 2015 se nákup mléka opět zvýšil. Do České republiky se kravske mléko dováží převážně z Německa, Itálie a Slovenska. Mléčné produkty se pak na český trh dováží především ze tří zemí, a sice Německa (cca 40 %), Polska (cca 25 %) a Slovenska (cca 15 %).

Roční výroba mléka v České republice za rok 2015 vzrostla o 3,2 % oproti předchozímu roku na 2 946,3 mil. litrů. Rovněž oproti roku 2014 vzrostl i celkový prodej mléka o 3,3 % na 2 843,6 mil. litrů. Co se vývozu týče, díky odbytovým organizacím bylo do zahraničí prodáno 22,7 % celkové tržní produkce mléka, převážná většina pak putovala do sousedního Německa. V posledních třech letech došlo v důsledku velmi příznivých podmínek k nárůstu dodávek mléka nejen v rámci členských států Evropské unie, ale také v celém světě. Tato nadprodukce mléka následně vyvolala prudké snížení cen syrového kravskeho mléka, které ještě více prohloubilo uvalení embarga na dovoz vybraných potravin ze strany Ruské federace jako reakce na sankce, které byly uvaleny na Rusko ze strany USA a Evropské unie. Toto embargo se týká potravin původem z USA, Kanady, Evropské unie, Austrálie a Norska (Panorama potravinářského průmyslu, 2015).

Počet dojených krav v České republice rok od roku klesá, avšak tento pokles kompenzuje zvyšující se průměrná roční dojivost krav ve všech krajích.

V roce 2015 došlo k meziročnímu růstu objemu mléka ke zpracování v mlékárnách nacházejících se na území České republiky o 3,9 %. Objem výroby čerstvého konzumního mléka, tavených sýrů, sušeného odstředěného mléka a sušeného plnotučného mléka se snížil z důvodu dovozu ze zahraničí. Naopak se zvýšila produkce konzumního trvanlivého mléka, konzumní smetany, jogurtů, mléčných a tvarohových dezertů,

přírodních sýrů a zakysaných mléčných výrobků (Panorama potravinářského průmyslu, 2015).

Mléko a mléčné výrobky se řadí k silným exportním komoditám. Z České republiky se vyváží do zahraničí 40 % objemu výroby mléka. Vyváží se především mléčná surovina a mléčné výrobky. Jak jsem psala již výše, Ruská federace uvalila embargo na dovoz vybraných potravin, což se projevilo i na exportu mléka a mléčných výrobků. Ztráta ruského trhu se však z části vykompenzovala zvýšením exportu másla do USA a Saudské Arábie a sušeného mléka do Alžírsko a Číny. Více jak 70 % exportovaných výrobků putuje z České republiky do Německa, Itálie, Polska a na Slovensko. Významnou vývozní položkou, která putuje za hranice České republiky, jsou sýry a tvarohy. Na tuzemský trh se pak dováží mléko a mléčné výrobky především z Německa, Polska a Slovenska, přičemž se zvyšuje podíl dovážených sýrů, tvarohů a také másla.

### 8.1.2 PESTE analýza

PESTE analýza je vhodným nástrojem pro analýzu makrookolí společnosti. Na základě této analýzy je zmapováno prostředí ekonomické, sociální, politicko-legislativní, technicko-technologické a ekologické a rovněž je možné si uvědomit příležitosti a hrozby, kterým by měl management společnosti věnovat pozornost.

### Ekonomické prostředí

Přísnější kritéria a podmínky pro schválení úvěrů, strach z investování a snižující se spotřeba domácností mohou vést ke stagnaci či snížení výkonnosti ekonomiky.

Tabulka 9 - Hlavní makroekonomické indikátory ČR (2010-2018)

Ukazatel	Dosavadní vývoj						Predikce		
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
HDP (mlrd. Kč)	3 954	4 022	4 060	4 098	4 314	4 555	4 719	4 885	5 082
HDP (v %)	2,3	2,0	-0,8	-0,5	2,7	4,5	2,5	2,6	2,4
spotřeba domácností (v %)	0,9	0,5	-1,2	0,5	1,8	3,0	2,7	2,4	2,4
spotřeba vlády (v %)	0,2	-2,7	-2,0	2,5	1,1	2,0	2,0	1,6	1,4
deflátor HDP (v %)	-1,6	0,9	1,5	1,4	2,5	1,0	1,1	0,9	1,6
míra inflace (v %)	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	2	1,6
Zaměstnanost (v %)	-1,0	0,4	0,4	1,0	0,8	1,4	1,8	0,3	0,3
míra nezaměstnanosti (v %)	7,3	6,7	7,0	7,0	6,1	5,1	4	3,9	3,9
směnný kurz CZK/EUR	25,3	24,6	25,1	26,0	27,5	27,3	27	26,9	26,9
dlouhodobé úrokové sazby (% p.a.)	3,7	3,7	2,8	2,1	1,6	0,6	0,4	0,6	1,1

Zdroj: www.mfcr.cz

Dle vývoje makroekonomických indikátorů lze konstatovat dynamický růst ekonomiky České republiky. Podle Ministerstva financí je ekonomický růst zapříčiněn převážně domácí poptávkou, která se zvyšuje. Rovněž vzrostla i spotřeba vlády. V roce 2015 byla míra inflace pouze 0,3 %, což je jedna z nejnižších hodnot, kterých kdy Česká republika dosáhla. Tato nízká míra inflace byla způsobena výrazným propadem cen minerálních paliv ve světě spolu s obecně celosvětově nízkou inflací. Pozitivně se také vyvíjela průměrná míra nezaměstnanosti, která v roce 2015 činila 5,1 % a podle aktuální prognózy Ministerstva financí by se v letech 2016 až 2018 měla snižovat až na 3,9 %. Dle analytiků ČNB se začíná česká ekonomika přehřívat, proto také došlo například ke zvýšení základní úrokové sazby ze strany ČNB.

### **Sociální prostředí**

V rámci analýzy PESTE budou v případě sociálního prostředí analyzovány faktory jako demografický vývoj obyvatelstva, věková struktura a úroveň vzdělání.

Podle údajů získaných z Českého statistického úřadu měla Česká republika k 31. 12. 2015 celkem 10 553 843 obyvatel, což je o 15 568 více než v předchozím roce. Růst populace na území České republiky zapříčinila převážně zahraniční migrace.

*Tabulka 10 - Vývoj počtu obyvatel České republiky (2005-2015)*

<b>Rok</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>Počet obyvatel</b>	10251	10266	10322	10429	10491	10533	10505	10516	10512	10538	10554

Zdroj: [www.czso.cz](http://www.czso.cz)

Česká republika, a nejen ta, se však v posledních letech potýká s demografickým jevem známým jako stárnutí populace, který je charakteristický přibývajícím počtem seniorů a ubývajícím počtem obyvatel v produktivním věku. Počet seniorů ve věku 65 a více let v posledních letech stále rychleji přibývá, Na konci roku 2015 představovali senioři 18,3 % z celkové populace a podle prognóz Českého statistického úřadu by mohli senioři tvořit kolem roku 2060 celou jednu třetinu populace ČR. Rovněž se také zvýšil průměrný věk obyvatel České republiky na 41,9 let, v roce 2014 byl tento průměrný věk o dvě desetiny nižší.

Tabulka 11 - Věková struktura obyvatelstva v ČR (2010 - 2015)

Věková skupina	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Počet obyv. celkem (v tis.)	10 533	10 505	10 516	10 512	10 538	10 554
V tom ve věku: 0-14	1 518	1 541	1 560	1 578	1 601	1 624
15-64	7 379	7 263	7 188	7 109	7 057	6 998
65+	1 636	1 701	1 768	1 826	1 880	1 932
Podíl věk.skupiny (v %) 0-14	14,4	14,7	14,8	15	15,2	15,4
15-64	70,1	69,1	68,4	67,6	67	66,3
65+	15,5	16,2	16,8	17,4	17,8	18,3

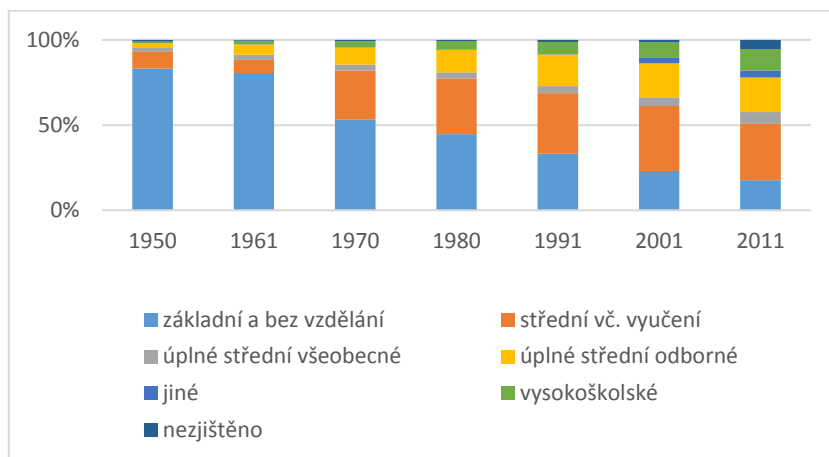
Zdroj: www.czso.cz, vlastní zpracování

Jak je z výše uvedené tabulky patrné, zastoupení produktivního obyvatelstva v posledních letech neustále klesá, zatímco zastoupení seniorů ve věku 65 let a více se neustále zvyšuje.

V rámci České republiky je vývoj počtu obyvatel mírně rostoucí, což pozitivně ovlivňuje i poptávku po mléce a mléčných výrobcích. Zde je však potřeba brát v potaz stárnoucí populaci a klesající zastoupení dětské složky, která představuje pro mlékárenský průmysl jednu z cílových skupin.

V posledních letech je kladen důraz na dosažené vzdělání a vzdělanostní úroveň obyvatelstva je základním předpokladem pro uplatnění se na trhu práce.

Graf 1 - Úroveň vzdělání obyvatelstva ČR (1950 - 2011)



Zdroj: Vývoj obyvatelstva České republiky, ČSÚ, 2015

Výše je uvedené grafické znázornění úrovně vzdělání obyvatelstva v České republice od roku 1950 do roku 2011. Údaje jsou získány na základě Sčítání lidu, domů a bytů. Z výsledků je patrný stálý a poměrně výrazný nárůst úrovně vzdělání obyvatelstva, kdy poklesl počet obyvatel se základním vzděláním, a naopak vzrostlo zastoupení ostatních vyšších stupňů vzdělání.

Pokles méně kvalifikovaných pracovníků se předpovídá i v příštích letech. S novými trendy a technologiemi a neustále se zvyšujícími nároky na kvalitu budou na trhu práce upřednostňováni pracovníci s odborným vzděláním, především pak v oblasti strojírenství a IT technologií.

### **Politicko – legislativní prostředí**

V roce 2004 se se vstupem České republiky do Evropské unie změnilы předpisy v oblasti potravinové politiky. Po vstupu do Evropské unie se Česká republika zavázala k dodržování evropských podmínek společné potravinové politiky s cílem zajistiti v členských státech bezpečnost potravin. Společnosti, které působí v oblasti potravinové výroby, tak musí splnit přísné hygienické i technické podmínky, které zajišťují zvýšení kvality potravinových produktů.

Oblast mlékárenství se v podmínkách České republiky řídí dle nařízení vlády, jež jsou v souladu s nařízením Evropských společenství. Seznam základní legislativy v rámci Společné politiky EU a základní legislativy v rámci České republiky je uveden v příloze této diplomové práce.

Vzhledem k přísnější regulaci ze strany Evropské unie, která přináší zemědělcům stále více povinností, snižuje se v oblasti mlékárenství konkurenceschopnost. Evropská unie si je vědoma tohoto problému a snaží se jej řešit prostřednictvím poskytování dotací.

V oblasti agrárního trhu s mlékem a mléčnými výrobky se Česká republika řídí celní legislativou Evropské unie, kdy přijala společný celní sazebník v souladu s Nařízením Komise (EU) č. 861/2010, ze dne 5. října 2010, kterým se mění příloha I nařízení Rady (EHS) č. 2658/87 o celní a statistické nomenklatuře a o společném celním sazebníku. Celní sazby jsou uplatňovány na zboží, které je dováženo ze třetích zemí, nebo které jsou členy Všeobecné dohody o clech a obchodu.

Po vstupu do Evropské unie byly zavedeny vývozní subvence pro mléko a mléčné výrobky, které mají pokrýt rozdíl mezi cenami mléka a mléčných výrobků na trhu v rámci Evropské unie a cenami na světovém trhu. Jedná se o nástroj Evropské Komise v případě narušení trhu Evropské unie prostřednictvím výrazného snížení či zvýšení cen na trhu Evropské unie nebo na světovém trhu (Státní zemědělský investiční fond, 2017).

Na základě předpisů Evropské unie jsou zakládány organizace a sdružení producentů mléka s cílem zabezpečit rozvoj výroby v odvětví mléka, zajistit jeho výnosnost a posílit vyjednávací sílu výrobců mléka vůči zpracovatelům. Uznané organizace producentů mají



výhodu v možnosti společného vyjednávání o vyšším množství mléka, přičemž mohou vyjednat až do výše 33 % národní produkce mléka. Je však nutné splnit předpoklad, že nebude překročena hranice evropské produkce, která činí 3,5 % (Státní zemědělský investiční fond, 2017).

V roce 2016 byla zahájena mimořádná podpora na snížení produkce mléka v rámci celé Evropské unie, jelikož byla zaznamenána zvyšující se produkce mléka a tržní nerovnováha. Prostřednictvím mimořádné podpory na snížení produkce mléka se snažila Evropská komise omezit propad cen mléka. Na tuto dočasnou mimořádnou podporu bylo z evropských fondů vyčleněno 150 mil. EUR a v rámci Evropské unie se jedná o snížení produkce mléka v celkové výši 1,07 mil. tun. Evropská komise stanovila mimořádnou podporu ve výši 14 EUR za 100 kg mléka, které nebude dodáno na trh. O tuto mimořádnou podporu mohl žádat ten producent mléka, jenž dodával mléko prvnímu kupujícímu, realizoval dodávku mléka v měsíci červenec 2016 a snížil produkci mléka v redukčním období nejméně o 1 500 kg. Producenti mléka si mohli zažádat o platbu mimořádné podpory na snížení produkce mléka ve dvou kolech, poslední možnost byla 17. 3. 2017 (Státní zemědělský investiční fond, 2017).

V rámci České republiky probíhá projekt Mléko do škol, jehož cílem je podpora zdravé výživy a zvýšení spotřeby mléka a mléčných výrobků u žáků základních a středních škol. Pravidla poskytování finanční podpory ze zdrojů Evropské unie a České republiky upravuje nařízení vlády č. 205/2004 Sb., kterým se v rámci společné organizace trhu s mlékem a mléčnými výrobky stanoví bližší podmínky poskytování podpory a národní podpory spotřeby mléka a mléčných výrobků žáky, kteří plní povinnou školní docházku ve školách zařazených do sítě škol, ve znění pozdějších předpisů (Státní zemědělský investiční fond, 2017).

V současné době se realizuje program EU MILKY WAY – EU MLÉČNÁ CESTA, který je zaměřen a propagaci mléčných výrobků vyrobených na území Evropské unie na trzích třetích zemí. Konkrétně se jedná o trhy v zemích jako Libanon, Saudská Arábie a Spojené arabské emiráty. Cílem tohoto programu je poskytovat vybraným zemím informace a realizovat propagační akce na podporu prodeje mléčných výrobků na tamních trzích. Program předložila organizace Českomoravský svaz mlékárenský, která se na financování programu podílí 20 %, 30 % financuje Česká republika a 50 % pak Evropská unie. Předpokládá se, že na realizaci projektu budou vynaloženy

finanční prostředky ve výši 140,1 mil. Kč. Realizace programu byla zahájena v únoru 2016 a ukončení je plánováno na únor 2019 (Státní zemědělský investiční fond, 2017).

### **Technicko-technologické faktory**

Za technicko-technologické faktory lze považovat takové faktory, které souvisí s vývojem výrobních zařízení a materiálů, procesů, know-how a nových technologií. Jedná se o vše, co souvisí s vývojem a výzkumem a má dopad na podnik.

Vybraná společnost MADETA se zaměřuje na zpracování mléka v podobě čerstvého a trvanlivého mléka, sýrů, jogurtů a ostatních mléčných produktů. V průběhu procesu zpracování podstupují mléčné produkty dlouhou cestu. Do mlékárny je přistavěna mlékárenská cisterna se surovým mlékem, které prochází další úpravou jako její pasterizace, míchání, homogenizace až po balení finálního mléčného produktu. V posledních letech se vývoj technologií nevyhnul ani oblasti mlékárenství, kdy jsou kladeny stále vyšší požadavky na kvalitu mléčných produktů. Jsou stanoveny přísné jakostní podmínky a mléčné produkty musí splňovat předepsané fyzikální, chemické, mikrobiologické a hygienické vlastnosti.

Společnost MADETA v posledních letech modernizovala výrobu a díky nejmodernějším výrobním linkám na zpracování mléka se řadí k silným mlékárenským podnikům nejen v rámci České republiky, ale také v rámci celé Evropy.

### **Ekologické faktory**

Každý podnikatelský subjekt ovlivňuje svou činností životní prostředí. Může se jednat např. o znečištění ovzduší a vod či problematiku nakládání s odpady, obaly a nebezpečnými chemickými látkami. V současné době je aktuálním diskutovaným tématem ochrana životního prostředí a společenská odpovědnost firem. Tato oblast je rovněž legislativně ošetřena a mnohé společnosti přistupují k oblasti ochrany životního prostředí zodpovědně nejen z důvodu hrozících sankcí porušením zákona, ale rovněž aby posílili svou image před zákazníky i obchodními partnery. Mnoho podniků již dnes v rámci své podnikatelské činnosti využívá technologie, materiály i obaly šetrné k životnímu prostředí.

V rámci České republiky je v oblasti ekologie a životního prostředí platná následující legislativa:

- zákon č. 185/2001 Sb., o odpadech a o změně některých dalších zákonů;
- zákon č. 477/2001 Sb., o obalech a o změně některých dalších předpisů;

- zákon č. 17/1992 Sb., o životním prostředí;
- zákon č. 114/1992 Sb., České národní rady o ochraně přírody a krajiny;
- zákon č. 100/2001 Sb., o posuzování vlivů na životní prostředí a o změně některých souvisejících zákonů;
- zákon č. 254/2001 Sb., o vodách a o změně některých zákonů;
- zákon č. 86/2002 Sb., o ochraně ovzduší a o změně některých dalších zákonů.

Je třeba rovněž dodržovat vyhlášky Ministerstva životního prostředí a v rámci Evropské unie je rovněž potřeba dodržovat přímé evropské předpisy.

Podnikatelský subjekt je ze zákona povinen omezovat množství odpadu, především pak odpadu nebezpečného. V rámci výroby ve vybrané společnosti vznikají nebezpečné odpady, které je nutné uskladňovat na vyhrazeném místě a v označených nádobách.

Dále zákon ukládá povinnost informovat zákazníka o využití nespotřebované části produktu, přičemž tato informace může být uvedena přímo na obalu produktu nebo v jeho průvodní dokumentaci. Společnost MADETA balí mléko a některé mléčné produkty do nápojových kartonů a plastových lahví, které jsou charakteristické snadnou recyklací. MADETA používá obaly od společnosti Tetra Pak, které jsou šetrné k životnímu prostředí.

## **8.2 Analýza mikroprostředí**

### **8.2.1 Porterův model pěti konkurenčních sil**

Porterův model se zabývá působením pěti základních sil vnějšího prostředí podnikatelského subjektu, mezi které se řadí stávající konkurence, hrozba vstupu nových konkurentů, vyjednávací síla dodavatelů, vyjednávací síla odběratelů a hrozba substitutů.

#### **1. Stávající konkurence v odvětví**

Na mlékárenském trhu působí mnoho konkurenčních podniků, kterým musí oceňovaná společnost čelit. Na jedné straně působí menší mlékárenské podniky, na straně druhé nadnárodní společnosti. V současné době přibýlo menších mlékárenských společností, působících na regionální úrovni, které své produkty dodávají do specializovaných prodejen a na farmářské trhy. Těchto malých mlékáren je na území České republiky již několik desítek.

Obrázek 2 - Ekofarmy v ČR v roce 2015

Produkty	Jednotka	Počet ekofarem	Bioprodukce z BIO zvířat		Meziroční změna (%)
		2015	2014	2015	
<b>Mléčná produkce</b>					
Čerstvé mléko – kravské	l tis. l	99	29 907,58	32 607,23	9,03
– ovčí	l tis. l	7	45,40	62,00	36,56
– kozí	l tis. l	32	104,61	89,40	-14,54
Upravené mléko – kravské	l tis. l	14	26,04	147,65	466,95
– ovčí	l tis. l	3	5,90	10,34	75,25
– kozí	l tis. l	12	14,39	34,96	142,95
Sýr – kravský	l tis. kg	22	23,69	62,40	163,40
– ovčí	l tis. kg	9	11,16	21,85	95,79
– kozí	l tis. kg	23	16,18	37,88	134,16
<b>Další mléčná produkce</b>					
Kysané mléčné výrobky	l tis. kg	11	98,05	107,48	9,62
Tvaroh	l tis. kg	10	20,76	31,10	49,82
Máslo	l tis. kg	5	2,93	2,34	-20,32

Zdroj: Ročenka ekologického zemědělství v ČR, 2015. Dostupné z: <https://pro-bio.cz/publikace/rocenka-ekologickeho-zemedelstvi-v-cr-2015/>

Výše je uveden počet ekofarem, které působily v oboru mlékárenství na území České republiky v roce 2015. Zájem spotřebitelů o produkty ekologického zemědělství neustále roste, a tak se ekofarmám daří.

To však nemění nic na skutečnosti, že téměř polovina produkce v oblasti mlékárenství připadá na pouhou šestici mlékárenských společností. Podle prognóz Agrární komory České republiky bude téměř 90 % veškeré produkce připadat společnostem orientujících se na velkovýrobu s významnou účastí zahraničního kapitálu a zbývající část produkce, tedy pouhých 10 %, případně menším mlékárenským společnostem zaměřených na regionální trhy (Agrární komora ČR, 2013).

V rámci České republiky se mezi největší společnosti působící v oblasti mlékárenství řadí MADETA, a. s., Pragolaktos, a. s., Olma, a. s., Mlékárna Kunín, a. s. a Mlékárna Hlinsko s. r. o.

### **Mlékárna Pragolaktos, a. s.**

Společnost byla pod názvem Mlékárna Pragolaktos, a. s. (dále jen „Mlékárna Pragolaktos“) zapsána do obchodního rejstříku v roce 2004, ale její historie sahá až do roku 1870, kdy byla v Praze založena první mlékárna. Od roku 2010 je výhradním vlastníkem Mlékárny Pragolaktos společnost Sachsenmilch Leppersdorf GmbH, která

je členem skupiny Müller. V současné době se specializuje na výrobu trvanlivého mléka a smetany a řadí se k nejvýznamnějším zpracovatelům mléka v rámci České republiky. Své produkty vyrábí na stojích s nejmodernější technologií od společností Tetra Pak a SIG Combibloc. Mlékárna Pragolaktos vyrábí produkty nejvyšší kvality dle standardů IFS. Mlékárna Pragolaktos získala v roce 2015 ocenění Česká chuťovka za produkt mléko s nízkým obsahem laktózy.

### **OLMA a. s.**

Mlékárna OLMA a. s. (dále jen „OLMA“) je českou mlékárenskou společností založenou v roce 1994 v Olomouci. Na území České republiky se řadí do první trojice největších mlékárenských společností, jejímž 100 % je AGOFERT, a. s. Hlavní činností společnosti je zpracování syrového kravského mléka, výroba mléčných výrobků a obchodní činnost. V případě výroby mléčných výrobků se zaměřuje na čerstvá mléka a smetany, kysané mléčné výrobky a jogurty, dezerty, tvarohy, másla, máselné melange a rostlinné tuky, pomazánková másla a sušená mléka. Společnost se snaží zajistit nejvyšší kvalitu svých výrobků, čímž zvyšuje také svou konkurenceschopnost.

V oblasti kvality výrobků získala OLMA certifikát IFS (International Food Standard), obdržela značku KLASA a rovněž získala několik certifikátů ekologického zemědělství. Ve spojitosti s kvalitou získala OLMA během své existence také několik ocenění. V roce 2011 získala ocenění „Českých 100 nejlepších“, v roce 2012 ocenění Mlékárenský výrobek roku a o rok později zase ocenění Česká chuťovka roku.

### **Mlékárna Hlinsko, a. s.**

Společnost Mlékárna Hlinsko, a. s. (dále jen „Mlékárna Hlinsko“) byla založena již v roce 1939 a výroba byla zahájena o čtyři roky později. V roce 1947 začala mlékárna vyvážet i na zahraniční trhy a v současné době exportuje do více než 25 zemí světa. Od roku 1964 dodává společnost na trhy výrobky pod značkou Tatra. Jediným akcionářem Mlékárny Hlinsko je od roku 2011 společnost AGROFERT, a. s. Mlékárna provozuje výrobu za užití nejmodernější technologie a je držitelem certifikátu IFS, čímž zaručuje vysokou kvalitu svých výrobků. Mlékárna Hlinsko získala deset ocenění KLASA a dále získala dvě zlaté medaile v letech 2005 a 2007 za nejlepší mlékárenský výrobek roku.

## **Mlékárna Kunín a. s.**

Mlékárna Kunín a. s. (dále jen „Mlékárna Kunín“) vznikla v roce 1992, ale její historie sahá až do konce 19. století, kdy se mléko zpracovávalo pod švýcarským výrobcem. V roce 2007 se stala jediným akcionářem společnost LACTALIS CZ, s. r. o. Mlékárna se specializuje na výrobu mléka, smetany, jogurtů, dezertů, smetany, másla a fermentovaných nápojů.

### **2. Hrozba vstupu nových konkurentů**

Zda do odvětví vstoupí noví konkurenti je závislé především na bariérách vstupu do daného odvětví, v tomto případě do odvětví mlékárenského. Rozhodující je rovněž vývoj daného odvětví. Co se týče bariér vstupu do odvětví, zde bych uvedla především přesycenost trhu s mlékem a mléčnými výrobky, na který dodává své produkty řada tuzemských i zahraničních společností. To je také jeden z důvodů, proč vznikají spíše menší mlékárny na regionální úrovni, které se zaměřují především na ekologickou produkci a pro velké zpracovatele mléka nejsou téměř žádnou konkurencí. Do budoucna nelze tedy předpokládat, že by na trh mléka a mléčných produktů vstoupili větší zpracovatelé mléka, kteří by byli pro stávající lídry konkurencí. Za další bariéry vstupu do odvětví lze rovněž považovat vysoké vstupní náklady spojené především s pořízením technologií, reklamními kampaněmi a zahájením celkové výroby. Z důvodu snižujících se cen syrového mléka je poměrně těžké najít a udržet si dodavatele, jelikož někteří zemědělci prodávají mléko německým mlékárnám, které jsou ochotny zaplatit více než čeští zpracovatelé. Poslední bariérou, kterou bych uvedla, je legislativa České republiky a společné zemědělské politiky v rámci Evropské unie. Na mléko a mléčné výrobky jsou kladeny vysoké požadavky na kvalitu a hygienu v rámci výrobního procesu. Rovněž je potřeba dodržovat zákony spojené s ochranou životního prostředí.

### **3. Vyjednávací síla dodavatelů**

Mezi dodavatele syrového mléka se řadí zemědělská družstva a malí zemědělci a rolníci. Dodavatelé mají poměrně velkou vyjednávací sílu, zvláště pak, pokud mají výhodnou geografickou polohu ke zpracovatelům mléka.

MADETA má v současné době zhruba 680 dodavatelů mléka. Největším dodavatelem MADETY je Mlékařské a hospodářské družstvo JIH, které sídlí v Táboře a sdružuje jihočeské zemědělce. Družstvo JIH dodává oceňované společnosti zhruba polovinu své produkce. Dalšími významnými dodavateli jsou pak Mlékařské

a hospodářské družstvo Střední Čechy a MLECOOP – odbytové družstvo. V letošním roce však neprodloužila smlouvu s 29 dodavateli z důvodu nadbytku mléka, který je zapříčiněn sankcemi Evropské unie proti Rusku na dovoz potravin. Svoz mléka od dodavatelů je pak zajišťován prostřednictvím společnosti Milktrans, a. s.

Vzorky mléka od dodavatelů jsou denně chemicky analyzovány a podrobovány mikrobiologickým zkouškám v souladu s normou ČSN 57 0529 Centrální laboratoří společnosti MADETA.

#### **4. Vyjednávací síla odběratelů**

MADETA vyrábí více než 200 druhů mléčných výrobků, které dodává převážně do sítí velkoobchodů a maloobchodů v České republice. Menší část produkce je pak vyvážena do zahraničí.

Vyjednávací síla odběratelů rovněž není nezanedbatelná. Společnost MADETA například vyváží svůj produkt sýr Akawi na arabský trh, na kterém je velmi oblíbený a označení na produktu CZ je pro tamější spotřebitele zárukou kvality. Ale i přesto jsou na MADETU ze strany odběratelů na arabském trhu kladeny vysoké požadavky převážně na metodu zpracování tohoto druhu sýra. Pro jeho výrobu totiž existuje přesný postup a je velmi důležité, aby byl vyráběn ručně. Velké tuzemské i zahraniční společnosti působící v oblasti obchodu vlastní sítí velkoobchodů a maloobchodů zase na zpracovatele mléka tlačí na snížení cen tím, že ve své obchodní síti uvádějí nižší ceny mléka a mléčných produktů.

#### **5. Hrozba substitutů**

V současné době existuje spousta náhražek neboli substitutů mléka a mléčných výrobků. Jedná se o produkty rostlinného původu, které jsou vhodné nejen pro alergiky, ale také pro vegany. Mléko živočišného původu je možné nahradit rostlinnými mléky jako je kokosové, mandlové, rýžové či sójové, máslo lze zase nahradit rostlinným margarínem. Velmi populární jsou také sójové produkty nahrazující jogurty.

#### **8.2.2 SWOT analýza**

Na základě provedených analýz je možné sestavit SWOT analýzu oceňované společnosti MADETA, která se skládá ze silných a slabých stránek a příležitostí a hrozeb. V níže uvedené tabulce jsou uvedeny silné a slabé stránky oceňované

společnosti spolu s příležitostmi, kterých by bylo vhodné využít a hrozbami, kterým by se měla naopak vyhnout.

Tabulka 12 - SWOT analýza společnosti MADETA a. s.

<b>SILNÉ STRÁNKY</b>	<b>SLABÉ STRÁNKY</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- dominantní postavení na trhu</li> <li>- největší zpracovatel mléka v ČR</li> <li>- dlouholetá výrobní tradice</li> <li>- velikost společnosti</li> <li>- nejmodernější technologie</li> <li>- výrobky vysoké kvality</li> <li>- známé a oblíbené značky produktů</li> <li>- šířka sortimentu výrobků</li> <li>- ochranné známky a ocenění produktů</li> <li>- marketingová podpora a propagace</li> <li>- zajištění svozu mléka vlastní společností Milktrans</li> <li>- laboratoř pro chemickou analýzu vzorků mléka</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- závislost na odběratelích, převážně maloobchodních řetězců</li> <li>- působení v oblasti regulované státem</li> <li>- vyjednávání nákupních cen s dodavateli</li> <li>- rozdělení výroby do několika (pěti) závodů</li> <li>- propojenost se zemědělskou prvovýrobou</li> </ul>
<b>PŘÍLEŽITOSTI</b>	<b>HROZBY</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- export na nové zahraniční trhy, především asijské (Čína, Indie)</li> <li>- navýšení obrátu a odběratelů</li> <li>- inovace a vývoj nových produktů</li> <li>- snížení nákupních cen mléka</li> <li>- zapojení se do projektů na zvýšení konzumace mléka</li> <li>- spolupráce s jinými výrobci</li> <li>- společenská odpovědnost</li> <li>- čerpání dotací</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- změna v preferencích spotřebitele</li> <li>- zájem spotřebitelů o konkurenční výrobky</li> <li>- zahraniční konkurence</li> <li>- rozšíření substitutů</li> <li>- zpřísnění standardů a norem kvality, hygieny a oblasti životního prostředí</li> <li>- pokles v konzumaci mléka</li> <li>- pokles stavu dojníc</li> </ul>

Zdroj: vlastní zpracování

### 8.3 Zhodnocení strategické analýzy a prognóza tržeb

Na závěr strategické analýzy je důležité posoudit perspektivu oceňované společnosti a určit prognózu jejich tržeb na základě prognózy vývoje mlékárenského trhu a tržního podílu společnosti, která je předmětem ocenění.

Z analýzy konkurenční síly oceňované společnosti vyplynulo, že MADETA má nadprůměrnou konkurenční sílu. Vývoj tržeb společnosti MADETA má spíše rostoucí tendenci vyjma roku 2015, kdy došlo k jejich poklesu z důvodu uvalení embarga Ruské



federace na dovoz vybraných potravin a zemědělské produkce z vybraných zemí. Jelikož oceňovaná společnost vyvážela část své produkce na ruský trh, jeho ztráta se promítla i do výše tržeb. Vzhledem k tomu, že ruské embargo stále trvá a mělo by být ukončeno až koncem roku 2017, je poměrně obtížné stanovit prognózu tržeb oceňované společnosti. V důsledku hromadění zásob, které se začaly tvořit v důsledku ztráty ruského trhu, musela společnost rozvázat smluvní vztahy s několika desítkami dodavatelů. Pokud by ovšem došlo ke zrušení embarga na dovoz vybraných potravin do Ruska, tržby společnosti by se od roku 2018 opět zvýšily, ale je poměrně složité určit o kolik.

Průměrné tempo růstu tržeb bylo vypočteno geometrickým průměrem. Ve sledovaném období 2010 až 2015 dosahuje hodnoty 2,38 %. Pro predikované období je vývoj tempa růstu tržeb stanoveno na hodnotu 3,5 %. Tuto moji optimističtější prognózu ovlivnilo plánované zrušení ruského embarga na dovoz vybraných potravin, mezi které se řadí také mléko a mléčné produkty. Tempo růstu tržeb pak pro druhou fázi odhaduji na ustálenou úroveň 3 %.

Vzhledem k výkyvům, které jsou zaznamenány u společnosti MADETA v průběhu sledovaného období, předpokládám pomalejší, ale na druhou stranu rostoucí, tržní podíl, který se bude zvyšovat o 0,1 % ročně. V roce 2020 tedy odhaduji tržní podíl MADETY na 9,64 %. V celém odvětví pak předpokládám tempo růstu tržeb na úrovni 2,5 %, jelikož z analýzy atraktivity odvětví vyplynulo, že trh mléka a mléčných výrobků je průměrně až nadprůměrně atraktivní (hodnocení tohoto odvětví vyšlo 63,5 %). Ve druhé fázi pak předpokládám, že tempo růstu tržeb v odvětví bude 2 %.

Tabulka 13 - Prognóza tempa růstu tržeb společnosti MADETA

	Rok	Relevantní trh		Tržní podíl MADETA	MADETA	
		tis. Kč	Tempo růstu		tis. Kč	Tempo růstu
Dosavadní vývoj	2010	54 198 308	x	9,01 %	4 881 556	x
	2011	58 664 614	8,24 %	8,63 %	5 062 176	3,70 %
	2012	57 744 309	-1,57 %	8,83 %	5 101 541	0,78 %
	2013	63 073 258	9,23 %	8,29 %	5 231 700	2,55 %
	2014	66 251 772	5,04 %	9,25 %	6 130 410	17,18 %
	2015	60 959 460	-7,99 %	9,14 %	5 571 905	-9,11 %
Prognóza	2016	62 483 447	2,5 %	9,24 %	5 766 922	3,5 %
	2017	64 045 533	2,5 %	9,34 %	5 968 764	3,5 %
	2018	65 646 671	2,5 %	9,44 %	6 177 671	3,5 %
	2019	67 287 838	2,5 %	9,54 %	6 393 889	3,5 %
	2020	68 970 034	2,5 %	9,64 %	6 617 675	3,5 %
<b>Růst tržeb 2010 - 2015 (průměr)</b>			<b>2,38 %</b>	<b>-0,03 %</b>		<b>2,68 %</b>
<b>Růst tržeb 2016 - 2020 (průměr)</b>			<b>2,5 %</b>	<b>0,1 %</b>		<b>3,5 %</b>

Zdroj: vlastní výpočty

Dle doporučení odborné literatury vyplynul ze závěru strategické analýzy předpoklad nekonečného trvání oceňované společnosti a je tedy možné použít vybranou výnosovou metodu pro stanovení tržní hodnoty vybrané obchodní korporace.

## **9 Finanční analýza**

V rámci této kapitoly se zaměřím na analýzu účetní politiky vybrané účetní jednotky, kterou je oceňovaná společnost MADETA. Dále bude provedena vertikální a horizontální analýza rozvahy, vertikální a horizontální analýza výkazu zisku a ztráty, analýza výkazu peněžních toků a v neposlední řadě bude provedena analýza poměrových ukazatelů.

### **9.1 Analýza účetní politiky**

Před provedením finanční analýzy se doporučuje prověřit účetní politiku účetní jednotky za účelem ověření kvality vedení účetnictví. V rámci analýzy účetní politiky je pozornost věnována účetním zásadám a metodám ocenění, které daná účetní jednotka používá a zda je vedení účetnictví úplné a průkazné. Audit společnosti MADETA provádí auditorská společnost BDO Prima Audit, s. r. o. Podle výroku auditora, který je přiložen k účetní závěrce vybrané společnosti, je tato v souladu s účetními principy a podává věrný a poctivý obraz finanční situace účetní jednotky v souladu s českými účetními předpisy.

Příloha účetní závěrky obsahuje účetní metody, obecné účetní zásady a způsoby oceňování, které společnost používá a rovněž také doplňující údaje k rozvaze a výkazu zisku a ztráty.

### **9.2 Analýza účetních výkazů**

V rámci analýzy účetních výkazů je rozboru podrobena rozvaha a výkaz zisku a ztráty. Výše uvedené výkazy jsou v plném znění součástí přílohy této diplomové práce.

U zmíněných výkazů bude provedena vertikální i horizontální analýza. Vertikální analýza zjišťuje podíl jednotlivých položek ve výkazech na celkové bilanční sumě v rozvaze, či na velikosti výkonů u výkazu zisku a ztráty. Cílem horizontální analýzy je pak změna absolutních ukazatelů a jejich procentní změny v průběhu času, lze tedy hovořit o ročním tempu růstu.

#### **9.2.1 Analýza rozvahy**

Rozvaha podává informace o majetku podniku a zdrojů jeho krytí k určitému okamžiku. V případě ocenění společnosti je důležité zaměřit se především na stav a vývoj bilanční sumy rozvahy, na strukturu aktiv a pasiv a jejich vývoj. Doporučuje se rovněž analyzovat relace mezi jednotlivými složkami aktiv a pasiv, jako je např. vývoj

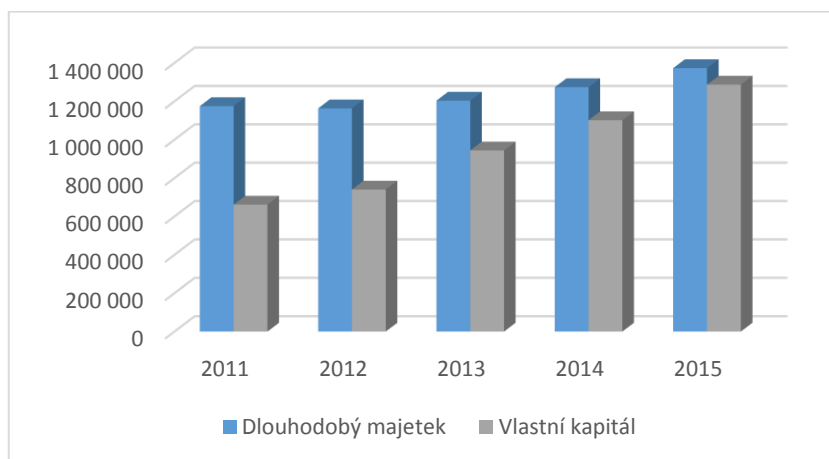
velikosti dlouhodobého majetku, dlouhodobých pasiv a vlastního kapitálu či velikosti oběžných aktiv, krátkodobých cizích pasiv a krátkodobého finančního majetku a pohledávek.

Výše uvedenou relaci položek aktiv a pasiv zastřešují tzv. bilanční pravidla, která napomáhají vrcholovému managementu k zajištění efektivnosti plnění stanovených dlouhodobých cílů.

### **Zlaté PARI pravidlo**

Cílem tohoto pravidla je zajistit financování dlouhodobého majetku dlouhodobým kapitálem, na kterém by se měly podílet také cizí zdroje, jelikož vlastní kapitál je pro společnost tím nejdražším možným zdrojem financování, se kterým se pojí i značná rizika. Pokud společnost využívá v přijatelné míře k financování majetku i cizí kapitál, zvyšuje tím navíc svou ziskovost, jelikož nákladové úroky snižují základ daně z příjmu. Společnost MADETA toto pravidlo splňuje, avšak ve sledovaném období se hodnota vlastního kapitálu přibližuje hodnotě dlouhodobého majetku. Toto navýšení vlastního kapitálu společnosti bylo způsobeno především zvýšením základního kapitálu o 298 mil. Kč v roce 2013.

*Graf 2 - Krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem (v tis. Kč)*



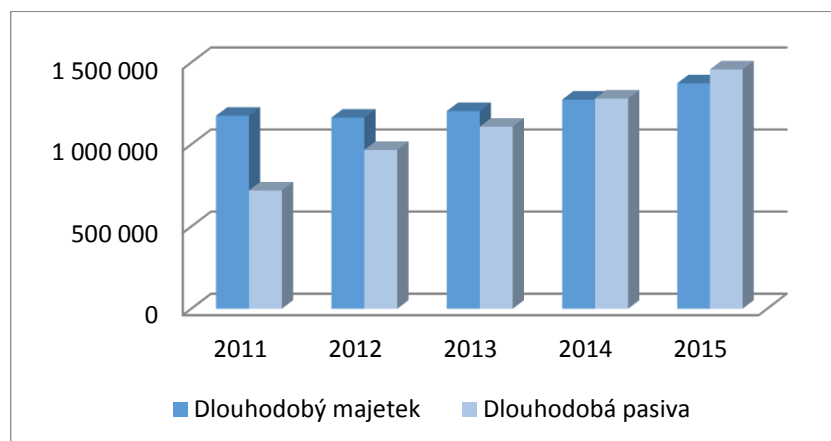
Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

### **Zlaté bilanční pravidlo financování**

Podle tohoto pravidla by měl být dlouhodobý majetek financován dlouhodobým kapitálem, ať už vlastním nebo cizím. Společnost MADETA ve sledovaném období toto zlaté bilanční pravidlo financování nedodržovala, jelikož dlouhodobý majetek byl

financován až do roku 2013 také z krátkodobých cizích zdrojů. Společnost se tak vystavovala riziku, že se dostane do finančních problémů a platební neschopnosti. V roce 2013 došlo k navýšení základního kapitálu společnosti, čímž se navýšila hodnota vlastního kapitálu společnosti. V roce 2014 byla hodnota dlouhodobého majetku a dlouhodobých pasiv takřka vyrovnaná a v roce 2015 je hodnota dlouhodobých pasiv vyšší než hodnota dlouhodobého majetku.

Graf 3 - Krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými pasivy (v tis. Kč)

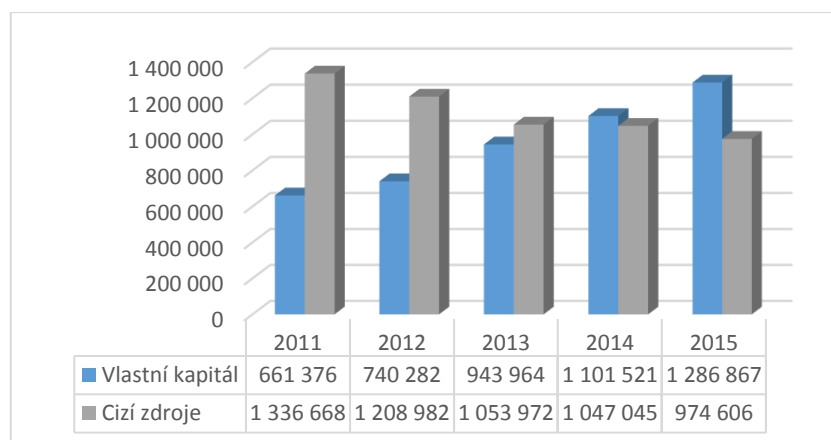


Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

### Zlaté bilanční pravidlo vyrovnání rizika

Podle tohoto pravidla by měly vlastní zdroje převyšovat zdroje cizí nebo by se jim měly alespoň rovnat. Jak je patrné z níže uvedeného grafu, v průběhu sledovaného období došlo k navýšení vlastního kapitálu, který je od roku 2014 vyšší než cizí kapitál. Společnost tak dodržuje zlaté bilanční pravidlo vyrovnání rizika.

Graf 4 - Poměr vlastního kapitálu a cizích zdrojů

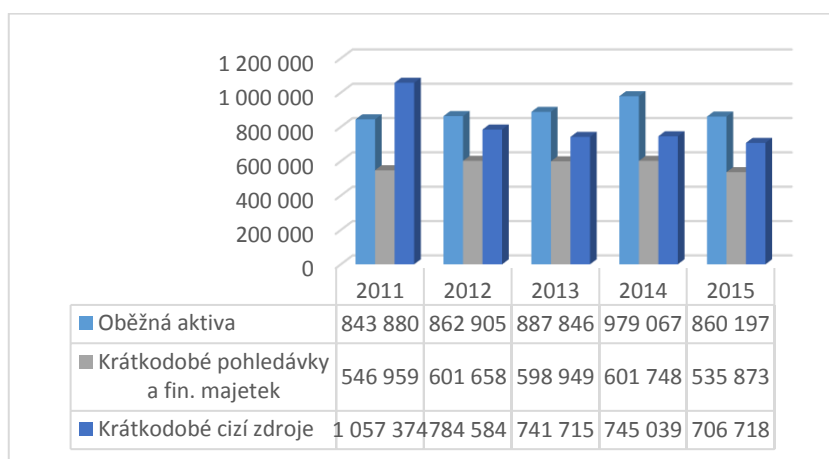


Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

## Vývoj oběžných aktiv a krátkodobých cizích zdrojů

V níže uvedeném grafu lze sledovat vývoj oběžných aktiv a krátkodobých cizích zdrojů, které se od roku 2011 snížily. Od roku 2012 převažují oběžná aktiva nad krátkodobými cizími zdroji, což znamená, že část dlouhodobých pasiv kryje oběžná aktiva. Negativním jevem pro společnost je rovněž skutečnost, že krátkodobý finanční majetek a pohledávky jsou nižší než krátkodobé závazky, což vede ke zhoršení likvidity podnikatelského subjektu.

Graf 5 - Vývoj oběžných aktiv a krátkodobých cizích zdrojů



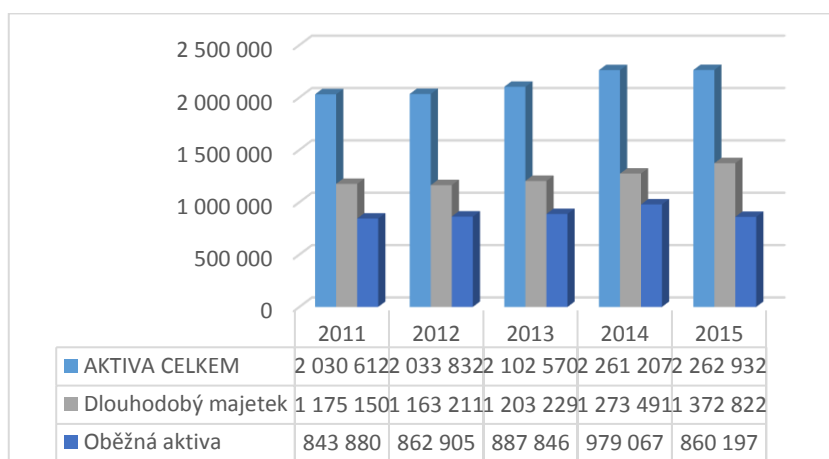
Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

## Analýza aktiv

Celková bilanční suma aktiv na počátku sledovaného období, tj. v roce 2011, činila 1 979 692 tis. Kč a na konci sledovaného období, tj. v roce 2015, tato suma činila 2 262 932 tis. Kč. Došlo tedy k nárůstu celkových aktiv vybrané společnosti, přičemž tento nárůst byl v průběhu sledovaného období kolísavý. Průměrně se však celková aktiva zvyšovala o 2,7 % ročně.

Z provedené horizontální analýzy aktiv uvedené v Příloze 8 této diplomové práce vyplynulo poměrně kolísavé tempo růstu bilanční sumy. V roce 2015 bylo navýšení celkových aktiv téměř nulové, jelikož došlo k úbytku oběžných aktiv, především pak krátkodobých pohledávek a zásob. Oběžná aktiva se ve sledovaném období vyvíjela kolísavým tempem, kdy došlo v roce 2011 k jejich poklesu, v letech 2013-2014 k jejich nárůstu a v roce 2015 k jejich opětovnému poklesu.

Graf 6 - Vývoj aktiv (tis. Kč)



Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

Dlouhodobý majetek společnosti MADETA měl ve sledovaném období spíše rostoucí průběh. V roce 2012 došlo k mírnému poklesu hodnoty dlouhodobého majetku, jelikož společnost prodala výrobní areál v Prachaticích v prodejní ceně 22 000 tis. Kč. Od roku 2013 se však hodnota dlouhodobého majetku zvyšuje a má rostoucí tendenci. V roce 2013 byly odkoupeny zrací sklepy v Českém Krumlově po skončení finančního leasingu, dále pak školící centrum v Českém Krumlově a proběhla přístavba skladu sušených výrobků v Jindřichově Hradci. V roce 2014 byly pořízeny technologie pro pasterizační stanici a nářezový stroj. V roce 2015 společnost MADETA zase rozšířila provozní budovy. Dlouhodobý nehmotný majetek měl ve sledovaném období spíše klesající tendenci v důsledku jejich postupného odepisování a snižování zůstatkové ceny. V roce 2015 byl pořízen personální software, což zvýšilo hodnotu dlouhodobého nehmotného majetku.

Oběžná aktiva rostla až do roku 2015, kdy došlo k jejich poklesu. Tento kolísavý vývoj mají především výkyvy v zásobách a krátkodobých pohledávkách. U zásob docházelo v průběhu sledovaného období k výkyvům především v důsledku snížení stavu výrobků a oceněním nepotřebných, zastaralých a pomaluobrátkových zásob na prodejní cenu prostřednictvím opravných položek.

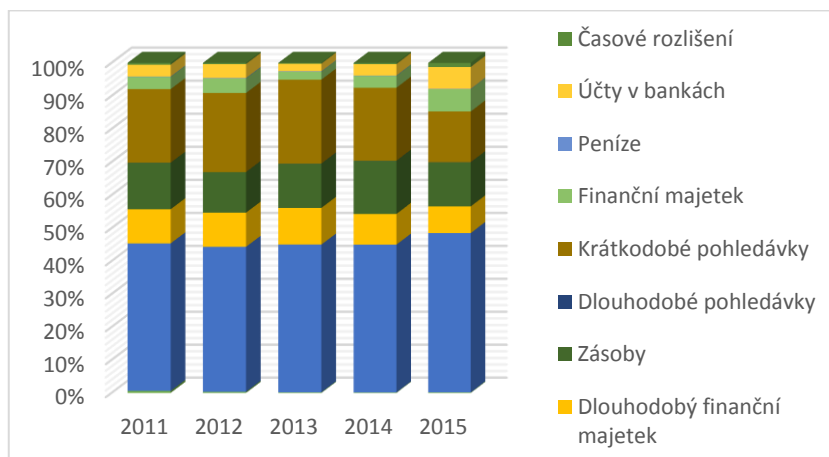
Tabulka 14 - Vertikální analýza aktiv (v %)

<b>AKTIVA k 31. 12. (v %)</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>DLOUHODOBÝ MAJETEK</b>	<b>57,87</b>	<b>57,19</b>	<b>57,23</b>	<b>56,32</b>	<b>60,67</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,65	0,36	0,19	0,16	0,17
Dlouhodobý hmotný majetek	46,49	46,01	45,95	46,51	51,85
Dlouhodobý finanční majetek	10,74	10,83	11,37	9,65	8,64
<b>OBĚŽNÁ AKTIVA</b>	<b>41,56</b>	<b>42,43</b>	<b>42,23</b>	<b>43,30</b>	<b>38,01</b>
Zásoby	14,59	12,81	13,70	16,65	14,30
Dlouhodobé pohledávky	0,03	0,03	0,04	0,03	0,03
Krátkodobé pohledávky	23,10	25,02	26,02	22,91	16,47
Finanční majetek	3,84	4,56	2,47	3,71	7,22
Peníze	0,11	0,16	0,13	0,12	0,12
Účty v bankách	3,72	4,41	2,34	3,58	7,09
<b>ČASOVÉ ROZLIŠENÍ</b>	<b>0,57</b>	<b>0,38</b>	<b>0,26</b>	<b>0,38</b>	<b>1,32</b>

Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

Na bilanční sumě celkových aktiv se stálá aktiva podílí zhruba 60 % a oběžná aktiva zhruba 40 %. Nejvýznamnější položkou stálých aktiv je dlouhodobý hmotný majetek. Z oběžných aktiv jsou pak nejvýznamnějšími položkami zásoby a krátkodobé pohledávky.

Graf 7 - Struktura aktiv (v %)



Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

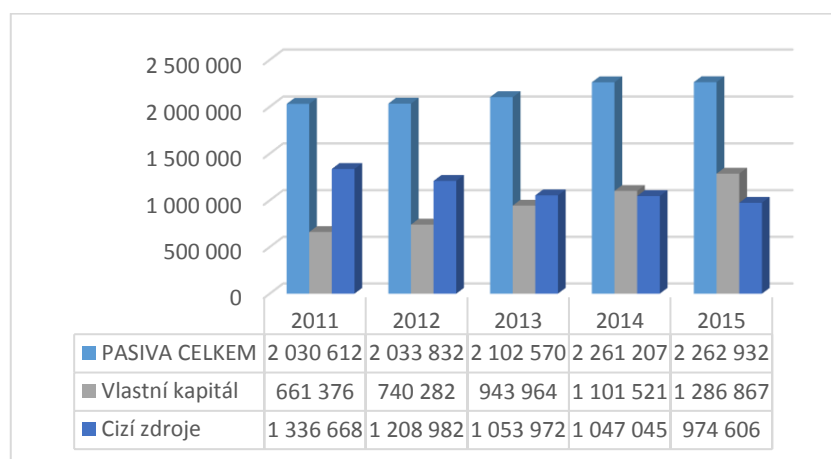
### Analýza pasiv

Celková bilanční suma pasiv je v roce 2015 ve výši 2 262 932 tis. Kč. V průběhu sledovaného období došlo k navýšení vlastního kapitálu a snížení cizího kapitálu. V případě vlastního kapitálu se zvýšil základní kapitál společnosti a výsledek hospodaření. Cizí kapitál se snížil v důsledku snížení rezerv a bankovních úvěrů.



Z horizontální analýzy pasiv, která je uvedena v Příloze 8 této práce, vyplývá, že ve sledovaném období se bilanční suma pasiv zvyšovala, byť kolísavým tempem růstu. V roce 2015 bylo navýšení pasiv téměř nulové v důsledku téměř stoprocentního poklesu konečných zůstatků na účtech časového rozlišení. V minulých letech zahrnoval účet výdajů příštích období součet částek z dodavatelských faktur, které byly doručeny po 31. 12., jelikož DPH lze dle zákona uplatnit až v okamžiku obdržení daňového dokladu.

Graf 8 - Vývoj pasiv (tis. Kč)



Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

Z výše uvedeného grafu je patrný postupný nárůst celkové hodnoty pasiv, přičemž vlastní kapitál se zvýšil a cizí kapitál naopak poklesl. Růst vlastního kapitálu byl zapříčiněn navýšením základního kapitálu z 302 000 tis. Kč na 500 000 tis. Kč a rovněž došlo k nárůstu výsledku hospodaření, který v roce 2011 činil 68 924 tis. Kč a v roce 2015 pak 209 469 tis. Kč. Cizí kapitál poklesl v důsledku snížení rezerv z původní výše 234 000 tis. Kč v roce 2011 na 97 700 tis. Kč v roce 2015. Jedná se o rezervy, které jsou vytvářeny na budoucí rizika a ztráty z podnikání, avšak s ohledem na vývoj známých skutečností byla v průběhu sledovaného období přehodnocena jejich výše a tyto rezervy byly sníženy. Rovněž došlo k poklesu bankovních úvěrů a výpomocí.

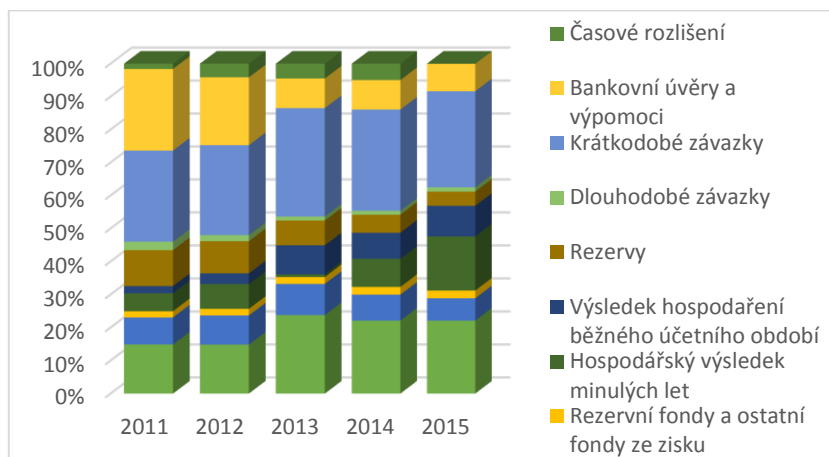
Tabulka 15 - Vertikální analýza pasiv (v %)

<b>PASIVA k 31. 12. (v %)</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>VLASTNÍ KAPITÁL</b>	<b>32,57</b>	<b>36,40</b>	<b>44,90</b>	<b>48,71</b>	<b>56,87</b>
Základní kapitál	14,87	14,85	23,78	22,11	22,10
Kapitálové fondy	8,19	8,82	9,43	7,84	6,77
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	1,89	2,00	2,09	2,35	2,35
Hospodářský výsledek minulých let	5,41	7,50	0,80	8,51	16,40
Výsledek hospodaření běžného účetního období	2,21	3,23	8,79	7,90	9,26
<b>CIZÍ ZDROJE</b>	<b>65,83</b>	<b>59,44</b>	<b>50,13</b>	<b>46,30</b>	<b>43,07</b>
Rezervy	10,88	9,74	7,51	5,46	4,32
Dlouhodobé závazky	2,54	1,86	1,22	1,21	1,31
Krátkodobé závazky	27,63	27,27	32,90	30,67	29,14
Bankovní úvěry a výpomoci	24,77	20,58	8,97	8,96	8,30
<b>ČASOVÉ ROZLIŠENÍ</b>	<b>1,60</b>	<b>4,16</b>	<b>4,50</b>	<b>4,98</b>	<b>0,06</b>

Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

Na bilanční sumě pasiv lze pozorovat postupnou proměnu podílu vlastního a cizího kapitálu. Na počátku sledovaného období převažovaly cizí zdroje (65,83 %), na konci sledovaného období převažovaly vlastní zdroje (56,87 %). Je patrné, že se vývoj společnosti MADETA po finanční stránce značně zlepšil.

Graf 9 - Vývoj pasiv (v %)



Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

## 9.2.2 Analýza výkazu zisku a ztráty

Během sledovaného období oceňovaná společnost zvýšila své výkony z původních 4 600 247 tis. Kč v roce 2011 na 5 185 252 tis. Kč v roce 2015. Došlo rovněž k nezanedbatelnému růstu výsledku hospodaření. Ten v roce 2011 činil 50 705 tis. Kč před zdaněním a v roce 2015 vykazoval téměř pětinasobnou hodnotu, a sice 238 782 tis.

Kč. Je tedy patrné, že MADETA se z celosvětové ekonomické krize, která zasáhla prakticky všechny podniky napříč všemi odvětvími, zotavila.

Z vertikální analýzy vyplývá růst přidané hodnoty, která je poměřována s celkovou sumou tržeb za prodané zboží, vlastní výroby a služby. Rovněž je patrný pokles výkonové spotřeby, což je při růstu tržeb oceňované společnosti žádoucím pozitivním jevem, jelikož náklady společnosti by vždy měly vykazovat nižší hodnoty než příjmy. Ve sledovaném období došlo k poklesu obchodní marže, což může být způsobeno silným konkurenčním prostředím a poklesem nákupních cen mléka. Výsledek hospodaření za běžnou činnost se pak na tržbách společnosti podílel v rozmezí 1 – 4,29 %.

Tabulka 16 - Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

<b>Položka k 31.12. (% z tržeb)</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>Tržby za prodej zboží, vlastních výrobků a služeb</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>Tržby za prodej zboží</b>	<b>9,28</b>	<b>8,68</b>	<b>7,95</b>	<b>7,17</b>	<b>6,87</b>
Náklady vynaložené na prodané zboží	7,96	7,62	7,13	6,49	6,31
Obchodní marže	1,31	1,06	0,82	0,68	0,56
<b>Výkony</b>	<b>90,87</b>	<b>90,59</b>	<b>92,82</b>	<b>94,21</b>	<b>93,06</b>
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	90,72	91,32	92,05	92,83	93,13
<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>80,54</b>	<b>79,42</b>	<b>79,39</b>	<b>83,65</b>	<b>80,21</b>
Přidaná hodnota	11,65	12,23	14,25	11,23	13,41
Osobní náklady	9,62	9,48	9,07	7,81	9,11
Daně a poplatky	0,07	0,10	0,08	0,10	0,08
Odpisy DHM a DNHM	1,48	1,54	1,62	1,28	1,49
Tržby z prodeje DM a materiálu	0,40	0,61	0,12	0,53	0,18
Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	0,11	0,37	0,05	0,36	0,07
Změna stavu rezerv a opravných položek	-0,25	-0,86	-0,79	-0,46	-0,48
Provozní výsledek hospodaření	1,29	2,13	4,53	2,76	3,33
Finanční výsledek hospodaření	-0,29	-0,55	-0,35	0,57	0,95
<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>0,88</b>	<b>1,29</b>	<b>3,53</b>	<b>2,91</b>	<b>3,76</b>
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>1,00</b>	<b>1,58</b>	<b>4,18</b>	<b>3,33</b>	<b>4,29</b>

Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

### 9.2.3 Analýza poměrových ukazatelů

Aby společnost přinášela svým vlastníkům užitek a byla zajištěna dlouhodobá existence, je potřeba, aby byla tato rentabilní a zároveň také likvidní a přiměřeně zadlužená. Ke zjištění těchto informací slouží analýza poměrových ukazatelů.

#### Ukazatele rentability

Ukazatele rentability mají vypovídací schopnost o celkové efektivnosti a výnosnosti vloženého kapitálu do společnosti. Zisk, kterého je dosaženo podnikatelskou činností, je poměřován se zdroji, které bylo potřeba vynaložit na dosažení tohoto zisku. Ukazatele

rentability nejsou důležité pouze pro vlastníky či vrcholové vedení společnosti, ale také pro investory a pro srovnání s konkurenčními podniky. Obecně platí, že čím vyšších hodnot ukazatele rentability dosáhnou, tím je vyšší celková efektivnost a výnosnost sledované účetní jednotky. Pomocí rentability je možné vyjádřit, kolik Kč ze zisku připadá na 1 Kč vybrané základny z položek z rozvahy či výkazu zisku a ztráty.

V níže uvedené tabulce jsou uvedeny ukazatele rentability vybrané společnosti MADETA za sledované období od roku 2011 do roku 2015.

Tabulka 17 - Ukazatele rentability

<b>Ukazatele rentability</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
ROE – rentabilita vlastního kapitálu	6,8 %	8,9 %	19,6 %	16,2 %	16,3 %
ROA – rentabilita celkového kapitálu	3,3 %	4,9 %	10,8 %	9,2 %	10,7 %
ROS – rentabilita tržeb	0,9 %	1,3 %	3,5 %	2,9 %	3,8 %
ROCE – rentabilita investovaného kapitálu	4,7 %	7,2 %	17,3 %	14,3 %	15,1 %

Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

Vývoj všech sledovaných ukazatelů rentability (rentabilita vlastního kapitálu – ROE, rentabilita celkového kapitálu – ROA, rentabilita tržeb – ROS a rentabilita investovaného kapitálu – ROCE) mají podobný trend, a sice rostoucí, což je pro oceňovanou společnost pozitivním jevem.

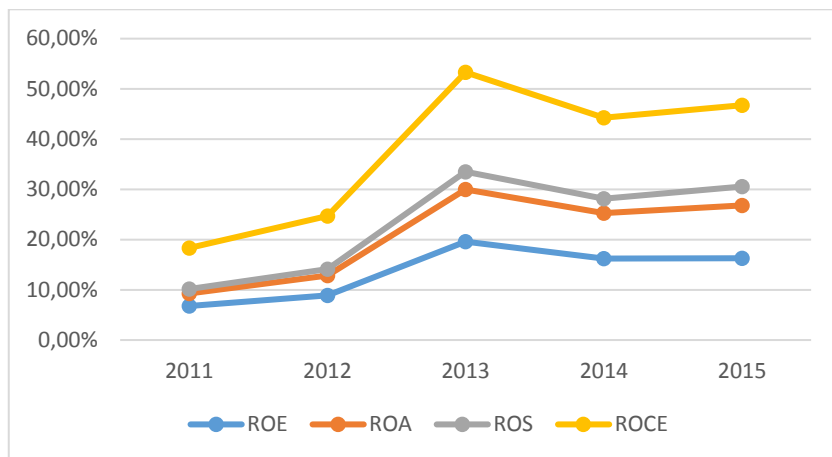
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) je důležitým ukazatelem nejen pro vlastníky společnosti, ale také pro budoucí investory, jelikož podává informaci o tom, jak je zhodnocen vložený vlastní kapitál. Rovněž se ROE používá pro porovnání s konkurencí. Doporučená minimální hodnota je 10 %. Z výsledků ve výše uvedené tabulce je patrné, že se ukazatel ROE pohybuje v posledních třech letech sledovaného období nad touto hranicí.

Podobný vývoj má i rentabilita aktiv (ROA) udávající výnosnost celkových zdrojů investovaných do podnikatelské činnosti. Tento ukazatel by měl nabývat hodnot minimálně 8 %, u oceňované společnosti dosahuje tento ukazatel hodnot vyšších od roku 2013.

Rentabilita tržeb (ROS) zjišťuje výši obchodní marže na celkových tržbách sledované účetní jednotky. Hodnota tohoto ukazatele se však liší podle různých odvětví, ve kterých sledovaná společnost působí. Společnost MADETA se řadí do odvětví s velkými obraty, tudíž bude rentabilita tržeb dosahovat nízkých hodnot, čemuž odpovídají také výsledky z výše uvedené tabulky.

Posledním ukazatelem je rentabilita investovaného kapitálu (ROCE), díky kterému je možné posoudit výnosnost dlouhodobě investovaného kapitálu. V roce 2013 se tento ukazatel zvýšil oproti předešlému roku o deset procentních bodů, kdy se z původních 7,2 % zvýšil na 17,3 %.

Graf 10 - Vývoj ukazatelů rentability (v %)



Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

## Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti vypovídají o úvěrovém zatížení společnosti. Prostřednictvím těchto ukazatelů se zjišťuje, v jakém rozsahu je podnikatelská činnost financována prostřednictvím dluhů.

Tabulka 18 - Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti	2011	2012	2013	2014	2015
Celková zadluženost	66 %	59 %	50 %	46 %	43 %
Dlouhodobá zadluženost	3 %	2 %	1 %	1 %	1 %
Krátkodobá zadluženost	28 %	27 %	33 %	31 %	29 %
Míra samofinancování	34 %	41 %	50 %	54 %	57 %
Dluh na vlastní kapitál	1,69	1,37	0,96	0,84	0,68
Úrokové krytí	3,05	3,99	25,02	54,52	63,78
Ukazatel podkapitalizování	0,61	0,67	0,81	0,89	0,96
Finanční páka	3,07	2,75	2,23	2,05	1,76

Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

Zadluženost může přispět k celkové rentabilitě a tím i vyšší tržní hodnotě oceňované společnosti, ale je třeba mít na paměti, že čím více je podnikatelský subjekt zadlužen, tím vyšší je riziko finanční nestability. Pokud rostou celkové závazky společnosti, zvyšuje se i dluh na vlastní kapitál. U společnosti MADETA se dluh na vlastní kapitál snižuje, v roce 2015 připadalo na 1 Kč vlastního kapitálu 0,68 Kč celkových závazků.

Dle výsledků se úrokové krytí pohybuje nad doporučenou hodnotou 2,5. Tento jev je pro společnost pozitivní, jelikož čím vyšší je hodnota úrokového krytí, tím více je podnikatelský subjekt schopen splácet úvěry a má větší šanci na získání nového úvěru. Míra celkové zadluženosti se pohybuje ve sledovaném období v rozmezí 66 % - 43 % a má klesající tendenci. Obecně se doporučuje 50 % cizích zdrojů. Jak je patrné, sledovaná společnost ve sledovaném období snižuje podíl cizích zdrojů na celkových pasivech. Převážnou část z těchto cizích zdrojů tvoří krátkodobé dluhy.

Jedním z nejdůležitějších ukazatelů zadluženosti patří ukazatel míry samofinancování, který vyjadřuje podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu a je v úzkém vztahu s ukazatelem celkové zadluženosti, jelikož součet těchto dvou ukazatelů tvoří dohromady 100 %. Jak je patrné z výsledků uvedených ve výše přiložené tabulce, míra samofinancování ve sledovaném období roste, jelikož klesá podíl cizích zdrojů ve společnosti. Tím se snižuje riziko pro společníky, akcionáře i věřitele.

Dalším důležitým ukazatelem je finanční páka, která poměruje celková pasiva a vlastní kapitál. Efekt finanční páky spočívá v posílení celkového kapitálu společnosti cizími zdroji a zároveň snížením daňového zatížení o úroky, které se z těchto cizích zdrojů platí. Nabývá-li ukazatel finanční páky hodnoty 2, společnost využívá ke své podnikatelské činnosti 50 % cizích zdrojů a 50 % vlastních zdrojů. Pokud je hodnota tohoto ukazatele v rozmezí  $<1;2>$ , ve společnosti převažuje vlastní kapitál a pokud hodnota ukazatele nabývá hodnoty vyšší než 2, převažuje ve společnosti cizí kapitál. Z výsledků je patrné, že ukazatel finanční páky se ve sledovaném období snižuje a společnost tak využívá k financování své činnosti převážně vlastní kapitál.

### **Ukazatele likvidity**

Sledovat likviditu společnosti je důležité především z hlediska její finanční rovnováhy, jelikož pouze dostatečně likvidní společnost je schopna dostát svým závazkům. Pokud nabývá ukazatel likvidity vysokých hodnot, jedná se o nepříznivý jev a společnost není schopna dostát svým závazkům.

*Tabulka 19 - Ukazatele likvidity*

<b>Ukazatele likvidity</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Běžná likvidita	1,50	1,56	1,28	1,41	1,30
Pohotová likvidita	0,98	1,09	0,87	0,87	0,81
Okamžitá likvidita	0,14	0,17	0,07	0,12	0,25

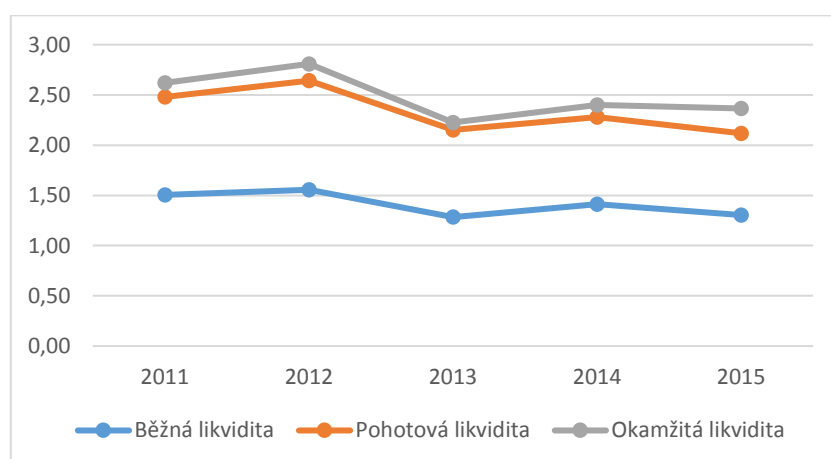
Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

Ve výše uvedené tabulce je uveden vývoj ukazatelů likvidity v období 2011-2015. Sledována je běžná likvidita, pohotová likvidita a okamžitá likvidita. Běžná likvidita vypovídá o schopnosti sledované společnosti proměnit všechna svá oběžná aktiva v hotovostní peníze a uspokojit tak závazky vůči svým věřitelům. Doporučené rozmezí hodnot běžné likvidity je  $\langle 1,5; 2,5 \rangle$ . Dle výsledných hodnot má vybraná společnost MADETA podprůměrnou schopnost dostát svým závazkům, jelikož se hodnoty běžné likvidity pohybují pod hranicí tohoto rozmezí. To je způsobeno poměrně vysokými krátkodobými závazky. V roce 2015 hodnota běžné likvidity činila 1,30.

Pohotová likvidita vypovídá o schopnosti podnikatelského subjektu hradit své závazky v případě zaplacení všech pohledávek. Doporučuje se hodnota v rozmezí  $\langle 1; 1,5 \rangle$ , přičemž této doporučené hodnoty se společnosti MADETA podařilo dosáhnout pouze v roce 2012, jinak se pohybuje pod doporučeným rozmezím.

Okamžitá likvidita vypovídá o schopnosti podniku okamžitě uhradit veškeré své splatné závazky. Doporučená je hodnota  $\langle 0,5; 1 \rangle$ , přičemž vybraná společnost se ve sledovaném období pohybuje pod tímto doporučeným rozpětím, což vypovídá o nízké platební schopnosti. Společnost nedisponuje dostatečným množstvím krátkodobého finančního majetku, což by mohlo společnosti přinést značné komplikace. Zvýšit okamžitou likviditu je možné např. prostřednictvím zvýšení oběžných aktiv.

Graf 11 - Ukazatele likvidity



Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

### Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity se zaměřují na úspěšnost hospodaření s aktivy podnikatelského subjektu a dopady tohoto hospodaření na rentabilitu a likviditu sledované účetní jednotky.

Ukazatele aktivity vyjadřují rychlost obratu a dobu obratu vybraných složek aktiv či pasiv. U rychlosti obratu je snaha o dosažení co nejvyšší hodnoty, u doby obratu je tomu naopak.

Tabulka 20 - Ukazatele aktivity

<b>Ukazatele aktivity</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Rychlost obratu celkových aktiv	2,50	2,52	2,49	2,73	2,47
Rychlost obratu běžných aktiv	6,02	5,95	5,90	6,29	6,49
Rychlost obratu DHM	5,38	0,47	0,43	0,42	4,76
Doba obratu zásob (ve dnech)	20,99	18,28	19,80	22,00	20,87
Rychlost obratu zásob	17,15	19,69	18,18	16,37	17,25
Doba obratu pohledávek (ve dnech)	33,23	65,69	37,60	30,26	24,03
Rychlost obratu pohledávek	10,83	10,09	9,57	11,90	14,98
Doba obratu závazků (ve dnech)	39,74	38,90	47,54	40,52	42,53
Rychlost obratu závazků	9,06	9,26	7,57	8,88	8,46

Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

Výše uvedená tabulka znázorňuje ukazatele aktivity společnosti MADETA. Ukazatel obratu celkových aktiv měří efektivnost využití veškerých aktiv společnosti a vyjadřuje, kolik tržeb vyprodukuje 1 Kč aktiv. Ve sledovaném období nabývá tento ukazatel podobných hodnot, v posledním roce sledovaného období vyprodukovala 1 Kč aktiv 2,47 Kč tržeb. Podobný vývoj má ukazatel obratu oběžných aktiv, který nabývá hodnot 5,90 – 6,49.

Ukazatel obratu dlouhodobého hmotného majetku znázorňuje efektivnost využívání dlouhodobých aktiv především v podobě budov, strojů a dalšího zařízení. Vyjadřuje, kolikrát se hodnota tohoto majetku obrátí v podobě tržeb. Z výsledků uvedených v tabulce je patrné, že tento ukazatel ve sledovaném období značně poklesl, jelikož došlo k nárůstu dlouhodobého hmotného majetku a zároveň k poklesu tržeb společnosti.

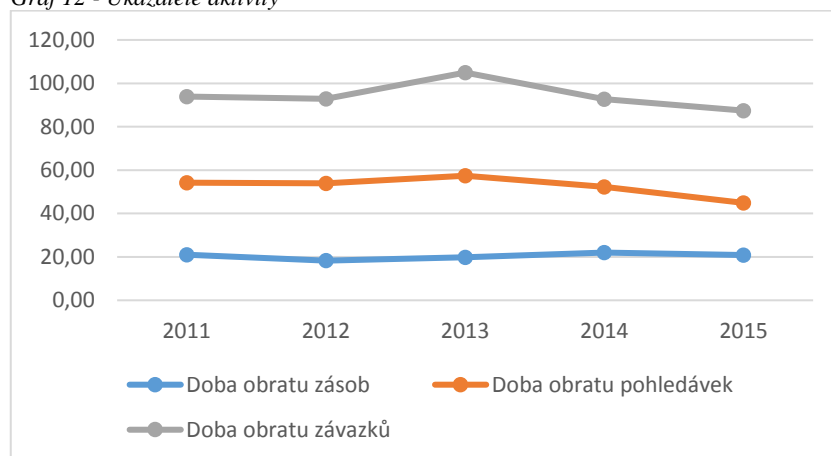
U zásob, pohledávek a závazků je sledována rychlost a doba obratu. Obecně platí, že ukazatele doby obratu by měly být co nejnižší, naopak ukazatele rychlosti obratu by měly být zase co nejvyšší. Ukazatel rychlosti obratu zásob nabýval ve sledovaném období hodnot 16,37 – 19,69, což značí, kolikrát se zásoby za rok obrátí. Společnost by se měla snažit o dosažení co nejvyšší hodnoty u tohoto ukazatele, aby se ve skladech nehromadilo příliš mnoho zásob, které pak v sobě váží kapitál. Doba obratu zásob pak představuje počet dnů v roce, za které se zásoby obrátí. Tato doba obratu se pohybuje v rozmezí 18,28 – 22 dnů.



Důležitým ukazatelem aktivity je doba a rychlost obratu pohledávek. Doporučená doba obratu pohledávek se řídí dle běžné doby splatnosti faktur a u vybrané společnosti docházelo k obratu pohledávek ve sledovaném období průměrně jedenáctkrát za rok. Nejkratší rychlost obratu pohledávek byla v roce 2013, nejvyšší rychlost pak byla v roce 2015, kdy byly faktury uhrazeny téměř 15krát za rok. Doba obratu pohledávek v sledovaném období značně kolísá. Zatímco na počátku sledovaného období obdržela společnost MADETA splátky pohledávek od svých odběratelů po 33 dnech, o rok později obdržela tyto splátky po více jak 65 dnech. Je důležité, aby se společnost zaměřila na snížení doby obratu pohledávek. Je třeba dohlížet na lhůty splatnosti pohledávek a po uplynutí této lhůty odběratele kontaktovat.

Posledním sledovaným ukazatelem aktivity společnosti je obrat závazků. Ve sledovaném období se závazky společnosti obrátí v průměru 9krát za rok a doba úhrady činí v průměru 42 dnů.

Graf 12 - Ukazatele aktivity



Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

Při porovnání doby obratu pohledávek a doby obratu závazků je zřejmé, že společnost se snaží nejprve inkasovat pohledávky od odběratelů a teprve až poté zaplatit své závazky. Jedinou výjimku tvoří rok 2012, kdy byly pohledávky splaceny odběrateli až po zhruba 66 dnech, zatímco své závazky společnost hradila po 39 dnech. Je třeba se zaměřit na hlídání splatnosti pohledávek od odběratelů, aby nebyla ohrožena schopnost společnosti splácet své závazky dodavatelům včas.

### Ukazatel čistého pracovního kapitálu (ČPK)

Tento ukazatel se vypočítá jako rozdíl oběžných aktiv a krátkodobých závazků oceňované společnosti. Z níže uvedené tabulky je patrné, že MADETA má volné peněžní

prostředky i po úhradě svých krátkodobých závazků. Společnost tak má jistou finanční rezervu, kterou může použít na neočekávané vynaložení peněžních prostředků.

Tabulka 21 - Čistý pracovní kapitál společnosti MADETA (v tis. Kč)

Rok	2011	2012	2013	2014	2015
Čistý pracovní kapitál	282 851	308 321	196 131	285 446	200 679

Zdroj: účetní výkazy, vlastní výpočty

Čistý pracovní kapitál však nemusí vždy věrně odrážet skutečnost, protože výše oběžných aktiv oceňované společnosti může v sobě zahrnovat i neprodejný materiál či nedobytné pohledávky. Pak by se výše čistého pracovního kapitálu pochopitelně o tyto položky musela snížit.

### 9.3 Hodnocení společnosti z hlediska bonitních a bankrotních modelů

#### Model IN01

Hodnocení model Modelu IN01 vyšlo v posledních třech letech sledovaného období velmi kladné, což znamená, že oceňovaná společnost vytváří hodnotu.

Tabulka 22 - Model IN01

Ukazatel	2011	2012	2013	2014	2015
IN01	1,08	1,23	2,38	3,58	3,97

Zdroj: vlastní výpočty

#### Altmanovo Z-score

Altmanovo Z-score se řadí k bankrotním modelům a díky tomuto hodnocení lze stanovit, zda je hodnocená společnost prosperující a zda má příznivou finanční situaci či nikoliv.

Tabulka 23 - Altmanovo Z-score

Ukazatel	2011	2012	2013	2014	2015
Z-score	2,82	2,92	3,08	3,36	3,21

Zdroj: vlastní výpočty

Z výše uvedené tabulky jsou patrné vysoké hodnoty, které se až na rok 2011 nachází nad horní stanovenou hranicí tohoto modelu 2,9. Lze tedy konstatovat, že oceňovaná společnost není ohrožena bankrotem.

## 9.4 Zhodnocení finanční analýzy

Závěrem finanční analýzy je vhodné provést vyhodnocení finančního zdraví oceňované společnosti, na které je možné aplikovat tzv. rychlý test. Rychlý test představuje bodovací metodu založenou na vyhodnocení vybraných ukazatelů, které jsou považovány za stěžejní. Těmto vybraným ukazatelům jsou přiřazeny známky a pomocí jejich aritmetického průměru se získá výsledná známka jednotlivých ukazatelů. Výsledná známka se pak vypočítá jako průměr známek všech ukazatelů v testu.

Tabulka 24 - Rychlý test společnosti MADETA

Rychlý test	2011	2012	2013	2014	2015
kvóta VK	32,57 %	36,40 %	44,90 %	48,71 %	56,87 %
doba splácení dluhu z CF	10,40	10,10	3,97	4,04	3,30
Cash Flow v tržbách	2,12 %	1,96 %	4,37 %	3,73 %	4,77 %
ROA	3,32 %	4,95 %	10,81 %	9,2 %	10,72 %
<b>Hodnocení společnosti</b>					
kvóta VK	1	1	1	1	1
doba splácení dluhu z CF	3	3	2	2	2
Cash Flow v tržbách	4	4	4	4	4
ROA	4	4	3	3	3
průměr	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>

Zdroj: vlastní výpočty

Odborná literatura uvádí určitou stupnici, podle níž se získané výsledky z rychlého testu finančního zdraví dále hodnotí. Doporučené hodnoty jsou uvedeny v níže přiložené tabulce.

Tabulka 25 - Rychlý test finančního zdraví - hodnocení

Ukazatel	výborně	velmi dobře	dobře	špatně	ohrožení
	1	2	3	4	5
kvóta VK	> 30 %	> 20 %	> 10 %	> 0 %	negativní
doba splácení dluhu z CF	< 3 roky	< 5 let	< 12 let	> 12 let	> 30 let
Cash Flow v tržbách	> 10 %	> 8 %	> 5 %	> 0 %	negativní
ROA	> 15 %	> 12 %	> 8 %	> 0 %	negativní

Zdroj: Mařík, 2007

Společnost MADETA si po stránce finančního zdraví vede poměrně dobře. Výsledná známka rychlého testu vyšla v hodnotě 2,7. Obecně platí, že pokud je výsledná známka nižší než 2, společnost má velmi dobrou finanční situaci, pokud známka nabývá vyšší hodnoty než 3, společnost se nachází ve špatné finanční situaci. Společnost MADETA se tak nachází v šedé zóně nevyhraněných výsledků.

## **10 Generátory hodnoty a finanční plán**

K základním podnikohospodářským veličinám patří generátory hodnoty určující hodnotu podnikatelského subjektu. Rovněž mají vliv při tvorbě finančního plánu. Mezi generátory hodnoty můžeme zařadit tržby a jejich růst, provozní ziskovou marži, čistý pracovní kapitál, investice do dlouhodobého provozně nutného majetku, diskontní míra, způsob financování a doba existence společnosti. V rámci předkládané diplomové práce se však zaměřím pouze na první čtyři generátory.

Analýza generátorů hodnoty bude provedena za období pěti účetních období, a sice od 1. 1. 2011 do 31. 12. 2015. Prognóza generátorů hodnoty a finančního plánu bude pak stanovena na dalších pět let, tedy od 1. 1. 2016 do 31. 12. 2019.

Před realizací analýzy je však potřeba rozdělit majetek oceňované společnosti na provozně potřebný a provozně nepotřebný. Po tomto rozčlenění je dále třeba predikovat korigovaný výsledek hospodaření a po tomto úkonu již může být provedena analýza spolu s prognózou generátorů hodnoty a sestavením finančního plánu společnosti MADETA.

### **10.1 Rozčlenění aktiv na provozně potřebná a nepotřebná**

Za provozně potřebná aktiva lze označit takový majetek, který je nezbytný pro provozování hlavní podnikatelské činnosti, kterou je v případě oceňované společnosti mlékárenská výroba.

U dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku je poměrně těžké stanovit, které položky jsou provozně potřebné a které nikoliv. Budu však předpokládat, že provozně potřebný bude veškerý dlouhodobý hmotný i nehmotný majetek, jelikož nic nenasvědčuje tomu, že by oceňovaná společnost provozovala v souvislosti s tímto majetkem jakékoli jiné aktivity.

Zásoby byly rovněž určeny jako provozně potřebné v plné výši, jelikož je obtížné určit hranici, která je již pro provoz hlavní podnikatelské činnosti nadbytečná. Jako provozně nutná bude považována i celá výše krátkodobých pohledávek a krátkodobého finančního majetku. MADETA tvoří k pohledávkám po splatnosti opravné položky a z výše uvedené finanční analýzy je patrné, že společnost nedrží nadbytečné množství finančních prostředků.

Dříve, než bude spočítán provozně potřebný investovaný kapitál, je třeba vyčíslit provozně potřebné finanční prostředky. Ve sledovaném období lze považovat veškerý krátkodobý finanční majetek za provozně potřebný, až na rok 2015, kdy oceňovaná společnost dosáhla vyšší likvidity. V tomto roce držela více peněz, než bylo potřeba, tudíž část těchto finančních prostředků byla vyřazena.

Tabulka 26 - Provozně potřebné peněžní prostředky

Položka	2011	2012	2013	2014	2015
Krátkodobý fin.majetek (v tis.Kč)	77 886	92 815	51 866	83 816	163 272
Krátkodobé závazky (v tis. Kč)	561 029	554 584	691 715	693 621	659 518
Likvidita (hotovostní)	0,14	0,17	0,07	0,12	0,25
Provozně potřebná likvidita	0,14	0,17	0,07	0,12	0,2
<b>Provozně potřebné peněžní prostředky (v tis. Kč)</b>	<b>77 886</b>	<b>92 815</b>	<b>51 866</b>	<b>83 816</b>	<b>132 176</b>

Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

V níže uvedené tabulce je vypočítána výše provozně potřebného investovaného kapitálu u oceňované společnosti.

Tabulka 27 - Provozně potřebný investovaný kapitál

Položka z rozvahy (v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>DM provozně potřebný</b>	<b>1 175 150</b>	<b>1 163 211</b>	<b>1 203 229</b>	<b>1 273 491</b>	<b>1 372 822</b>
+ Zásoby	296 319	260 631	288 122	376 546	323 543
+ Pohledávky	469 073	508 843	547 083	517 932	372 601
+ Provozně potřebné peníze	77 886	92 815	51 866	83 816	132 176
+ Časové rozlišení aktiv	11 582	7 716	5 495	8 649	29 913
- Krátkodobé závazky	561 029	554 584	691 715	693 621	659 518
- Časové rozlišení pasiv	32 568	84 568	94 634	112 641	1 469
<b>Pracovní kapitál provozně potřebný</b>	<b>261 263</b>	<b>230 853</b>	<b>106 217</b>	<b>180 681</b>	<b>197 246</b>
<b>Provozně potřebný investovaný kapitál</b>	<b>1 436 413</b>	<b>1 394 064</b>	<b>1 309 446</b>	<b>1 454 172</b>	<b>1 570 068</b>

Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

Jakmile je již známa výše provozně potřebného investovaného kapitálu, může se přistoupit k výpočtu korigovaného provozního výsledku hospodaření. Ten se vyčíslí jako provozní výsledek hospodaření upravený o zisky z prodeje majetku společnosti a další položky z rozvahy, které neslouží k hlavní podnikatelské činnosti.

Tabulka 28 - Korigovaný výsledek hospodaření

Položka (v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
Provozní VH	65 425	108 619	236 825	169 217	185 769
- Tržby z prodeje DM a materiálu	20 021	31 306	6 191	32 230	10 037
+ Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	5 379	18 944	2 820	22 238	4 158
+ Odpisy	74 985	78 359	84 737	78 545	82 897
<b>Korigovaný provozní VH</b>	<b>125 768</b>	<b>174 616</b>	<b>318 191</b>	<b>237 770</b>	<b>262 787</b>

Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

## 10.2 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

### 10.2.1 Analýza a predikce tržeb

Budoucí tržby jsou predikovány na základě výše uvedených analýz vývoje celého relevantního mlékárenského trhu a vývoje tržního podílu společnosti, která je předmětem ocenění.

Predikce tržeb byla již stanovena v kapitole 8.3 „Zhodnocení strategické analýzy a predikce tržeb“. Průměrné tempo růstu tržeb ve sledovaném období 2011 až 2015 vyšlo v hodnotě 2,68 %, v predikovaném období 2016 až 2020 je průměrné tempo růstu tržeb stanoveno na 3,5 %. Důvodem této optimistické prognózy je mimo jiné především blížící se ukončení ruského embarga na dovoz vybraných potravin, které je plánováno na konec roku 2017. Dále je brána v potaz také prognóza navýšení spotřeby mléka a mléčných výrobků. Společnost má rovněž dominantní postavení na trhu a značky vyráběných produktů jsou mezi spotřebiteli známé.

Z analýzy konkurenční síly oceňované společnosti vyplynulo, že její konkurenční síla je sice nadprůměrná, avšak relevantní trh má omezenou tendenci růstu, proto se přikláním k odhadu průměrného ročního růstu podílu na trhu oceňované společnosti o 0,1 % ročně. Z výsledků analýzy taktéž vyplynul růst tržního podílu Mlékárny Pragolaktos specializující se na výrobu mléka a smetany, která tak na trhu zaujímá poměrně silnou pozici.

Z provedené strategické analýzy vyplynulo, že trh mléka a mléčných produktů, na kterém působí oceňovaná společnost, je z dlouhodobého hlediska poměrně stabilní. To však představuje určitá omezení pro oceňovaný podnik, jelikož nelze předpokládat, že by se tento trh nějak razantně rozšířil. Na trhu mléka a mléčných produktů v České republice má však MADETA významné postavení.

V rámci České republiky je spotřeba mléka nižší než v ostatních zemích EU, avšak dle prognóz se tato spotřeba bude zvyšovat a postupně se vyrovná spotřebě mléka v EU. Do budoucna lze předpokládat navýšení spotřeby mléka a mléčných výrobků zhruba o 3 až 6,5 kg na obyvatele za rok, což znamená růst přibližně o 1,1 % až 3 % v objemových jednotkách. Rovněž lze do budoucna očekávat snížení produkce másla a sušeného mléka. Oba tyto jevy se odrazí na objemu produkce oceňované společnosti.

### 10.2.2 Provozní zisková marže

Dalším klíčovým generátorem hodnoty je provozní zisková marže, kterou lze naplánovat pomocí užití prognózy shora a prognózy zdola. Provozní zisková marže se získá jako poměr KPVH před odpisy a daní a výší tržeb.

#### Prognóza obchodní marže shora

Za velmi důležitou je považována prognóza ziskové marže shora, kdy sledujeme vývoj marže v minulosti a prognózujeme hlavní faktory, které tuto provozní marži ovlivnily a budou mít na ni vliv i v budoucnosti. K těmto základním faktorům se řadí konkurenční struktura v odvětví, vývoj osobních nákladů a ostatní provozní náklady.

Tabulka 29 - Dosavadní vývoj provozní ziskové marže

Dosavadní vývoj	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby (tis. Kč)	5 062 176	5 101 541	5 231 699	6 130 410	5 571 905
KPVH před odpisy	125 768	174 616	318 191	237 770	262 787
Průměrné tempo růstu	20,23 %				
Zisková marže (% zisku z tržeb)	2,48 %	3,42 %	6,08 %	3,88 %	4,72 %

Zdroj: vlastní výpočty

V níže uvedené tabulce je stanovena prognóza ziskové marže vypočítané metodou shora pro plánované období let 2016 až 2020.

Tabulka 30 - Dosavadní vývoj provozní ziskové marže

Prognóza	2016	2017	2018	2019	2020
Tržby (tis. Kč)	5 766 922	5 968 764	6 177 671	6 393 889	6 617 675
KPVH před odpisy	253766	302581	293102	283886	337028
Průměrné tempo růstu	7,35 %				
Zisková marže (% zisku z tržeb)	4,75 %	5,50 %	5,17 %	4,86 %	5,60 %

Zdroj: vlastní výpočty

#### Prognóza obchodní marže zdola

U této prognózy je důležité sledovat vývoj nákladů na prodané zboží. Za sledované období tržby za prodané zboží poklesly a podíl nákladů na těchto tržbách vzrostl. V roce 2016 je podíl nákladů na tržbách za prodané zboží vypočten jako střední hodnota posledních dvou let. I do budoucna předpokládám klesající tendenci tržeb za prodané zboží.

Tabulka 31 - Analýza nákladů za prodané zboží

Položka	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby za prodej zboží (v tis. Kč)	469 709	442 687	415 953	439 571	382 704
Náklady na prodané zboží (v tis. Kč)	403 165	388 726	373 054	398 079	351 597
Obchodní marže (v tis. Kč)	66 544	53 961	42 899	41 492	31 107
Podíl nákladů na tržbách za zboží	85,83 %	87,81 %	89,69 %	90,56 %	91,87 %
Podíl OM na tržbách za zboží	16,51 %	13,88 %	11,50 %	10,42 %	8,85 %

Zdroj: vlastní výpočty

Níže jsou predikovány náklady za prodané zboží u oceňované společnosti na plánované období let 2016 až 2020.

Tabulka 32 - Prognóza nákladů za prodané zboží

Položka	2016	2017	2018	2019	2020
Tržby za prodej zboží (v tis. Kč)	380 182	377 732	375 362	373 017	370 715
Náklady na prodané zboží (v tis. Kč)	346 802	343 245	339 778	336 349	332 976
Obchodní marže (v tis. Kč)	33 380	34 487	35 584	36 668	37 739
Podíl nákladů na tržbách za zboží	91,22 %	90,87 %	90,52 %	90,17 %	89,82 %
Podíl OM na tržbách za zboží	8,78 %	9,13 %	9,48 %	9,83 %	10,18 %

Zdroj: vlastní výpočty

Dále je potřeba zanalyzovat výkony a výkonovou spotřebu oceňované společnosti a stanovit jejich prognózu.

Tabulka 33 - Analýza výkonů a výkonové spotřeby

Položka (v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
Výkony	4 600 247	4 621 393	4 856 169	5 775 332	5 185 252
Výkonová spotřeba	4 076 910	4 051 401	4 153 469	5 128 255	4 468 958
Podíl výkonové spotřeby na tržbách	88,62 %	87,67 %	85,53 %	88,80 %	86,19 %

Zdroj: vlastní výpočty

V následující tabulce je stanovena prognóza výkonů a výkonové spotřeby pro plánované období.

Tabulka 34 - Prognóza výkonů a výkonové spotřeby

Položka (v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020
Výkony	5 342 728	5 504 987	5 672 173	5 844 437	6 021 933
Výkonová spotřeba	4 572 841	4 676 486	4 842 901	5 013 943	5 128 880
Podíl výkonové spotřeby na tržbách	85,59 %	84,95 %	85,38 %	85,79 %	85,17 %

Zdroj: vlastní výpočty



Podíl výkonové spotřeby vykazuje ve sledovaném období klesající tendenci s výjimkou roku 2014, kdy došlo k jejímu nárůstu. V prognózovaném období bude klesající trend výkonové spotřeby zachován v letech 2016 a 2017, následující dva roky mírně vzroste a v posledním prognózovaném roce opět poklesne. Výkonová spotřeba je tvořena z převážné části spotřebou materiálu a energií, menší část pak tvoří služby.

Tabulka 35 - Analýza osobních nákladů

Položka v tis. Kč	2011	2012	2013	2014	2015
Osobní náklady	487 170	483 805	474 715	478 517	507 875
Podíl osobních nákladů na výkonech	10,59 %	10,47 %	9,78 %	8,29 %	9,79 %

Zdroj: vlastní výpočty

Osobní náklady jsou u oceňované společnosti tvořeny především mzdovými náklady a náklady na sociální a zdravotní pojištění, které je zaměstnavatel povinný odvádět za své zaměstnance. Podíl osobních nákladů na výkonech MADETY má klesající tendenci, vyjma roku 2015, kdy došlo k mírnému nárůstu. V prognózovaném období však bude zachován klesající charakter podílu osobních nákladů na výnosech.

Tabulka 36 - Prognóza osobních nákladů

Položka v tis. Kč	2016	2017	2018	2019	2020
Osobní náklady	517 710	527 928	538 289	548 793	559 438
Podíl osobních nákladů na výkonech	9,69 %	9,59 %	9,49 %	9,39 %	9,29 %

Zdroj: vlastní výpočty

V případě vývoje změny stavu rezerv a opravných položek, ostatních provozních výnosů a nákladů a daní a poplatků je evidentní nejednoznačný vývoj.

Tabulka 37 - Analýza změny stavu rezerv a opravných položek, ostatních provozních výnosů a nákladů, daní a poplatků

Položka v tis. Kč	2011	2012	2013	2014	2015
Výkony	4 600 247	4 621 393	4 856 169	5 775 332	5 185 252
Změna stavu rezerv a opravných položek	-12 478	-44 048	-41 187	-28 229	-26 693
Podíl změny stavu na výkonech	-0,27 %	-0,95 %	-0,85 %	-0,49 %	-0,51 %
Ostatní provozní výnosy	34 439	26 246	29 936	25 785	28 376
Podíl výnosů na výkonech	0,75 %	0,57 %	0,62 %	0,45 %	0,55 %
Ostatní provozní náklady	20 078	30 537	19 572	19 909	27 407
Podíl nákladů na výkonech	0,44 %	0,66 %	0,40 %	0,34 %	0,53 %
Daně a poplatky	3 782	5 289	4 244	6 387	4 403
Podíl daní a poplatků na výkonech	0,08 %	0,11 %	0,09 %	0,11 %	0,08 %

Zdroj: vlastní výpočty

Odhad ostatních provozních výnosů a nákladů bude stanoven jako průměr za poslední tři roky sledovaného období. Změna stavu rezerv a opravných položek bude odhadnuta na stejném principu.

Tabulka 38 - Prognóza změny stavu rezerv a opravných položek, ostatních provozních výnosů a nákladů, daní a poplatků

Položka v tis. Kč	2016	2017	2018	2019	2020
Výkony	5 342 728	5 504 987	5 672 173	5 844 437	6 021 933
Změna stavu rezerv a opravných položek	-33 125	-34 131	-35 167	-36 236	-36 132
Podíl změny stavu na výkonech	-0,62 %	-0,62 %	-0,62 %	-0,62 %	-0,62 %
Ostatní provozní výnosy	28 581	29 727	30 630	31 560	32 518
Podíl výnosů na výkonech	0,54 %	0,54 %	0,54 %	0,54 %	0,54 %
Ostatní provozní náklady	22 439	23 121	23 823	24 547	25 292
Podíl nákladů na výkonech	0,42 %	0,42 %	0,42 %	0,42 %	0,42 %
Daně a poplatky	4 808	4 954	5 105	5 260	5 420
Podíl daní a poplatků na výkonech	0,09 %	0,09 %	0,09 %	0,09 %	0,09 %

Zdroj: vlastní výpočty

Níže uvedená tabulka obsahuje výslednou prognózu ziskové marže stanovené metodou zdola a kopíruje tak původní odhad ziskové marže na základě prognózy stanovené metodou shora.

Tabulka 39 - Prognóza KPVH (v tis. Kč) a ziskové marže (v %)

Položka v tis. Kč	2016	2017	2018	2019	2020
Tržby za prodej zboží	380 182	377 732	375 362	373 017	370 715
Náklady vynaložené na prodej zboží	346 802	343 245	339 778	336 349	332 976
Obchodní marže	33 380	34 487	35 584	36 668	37 739
Výkony celkem	5 342 728	5 504 987	5 672 173	5 844 437	6 021 933
Tržby za prodej vlastních výrobků	5 325 631	5 487 371	5 654 022	5 825 735	6 002 663
Změna stavu zásob vlastní činnosti	17 097	17 616	18 151	18 702	19 270
Výkonová spotřeba	4 572 841	4 676 486	4 842 901	5 013 943	5 128 880
Osobní náklady	517 710	527 928	538 289	548 793	559 438
Daně a poplatky	4 808	4 954	5 105	5 260	5 420
Změna stavu rezerv a opravných položek	-33 125	-34 131	-35 167	-36 236	-36 132
Ostatní provozní výnosy	28 581	29 727	30 630	31 560	32 518
Ostatní provozní náklady	22 439	23 121	23 823	24 547	25 292
Korigovaný provozní zisk před odpisy	253 766	302 581	293 102	283 886	337 028
Zisková marže KZP před odpisy	4,75 %	5,50 %	5,17 %	4,86 %	5,60 %

Zdroj: vlastní výpočty

### 10.2.3 Pracovní kapitál

Pracovní kapitál se získá jako rozdíl mezi provozně potřebnými oběžnými aktivy a neúročeným krátkodobým cizím kapitálem. U finanční analýzy je pracovní kapitál počítán trochu jinak, a sice jako rozdíl oběžných aktiv a krátkodobého cizího kapitálu.

Tabulka 40 - Výpočet upraveného pracovního kapitálu

Krátkodobý finanční majetek
+ Zásoby
+ Pohledávky
- Neúročené závazky
+ Časové rozlišení aktivní
- Časové rozlišení pasivní
= Pracovní kapitál

Zdroj: Mařík, 2007

V průběhu výpočtu upraveného pracovního kapitálu nejprve zanalyzuji vývoj jednotlivých složek za sledované období v rozmezí let 2011 až 2015. Na základě této analýzy pak budu prognózovat obrátkovost a okamžitou likviditu pro období první fáze. Absolutní hodnoty budou získány jako násobek plánovaných dob obratu s plánovanými tržbami oceňované společnosti.

Veškerý krátkodobý finanční majetek je považován za provozně potřebný a ke stanovení jeho budoucí hodnoty je využit ukazatel okamžité likvidity. U tohoto ukazatele dosahuje oceňovaná společnost ve sledovaném období poměrně nízkých hodnot, až na rok 2015, kdy se hodnota tohoto ukazatele dostala nad doporučenou minimální hranici 0,2. Do budoucna tedy předpokládám ukazatel okamžité likvidity ve výši právě 0,2.

Tabulka 41 - Analýza likvidity a provozně potřebných peněžních prostředků

V tis. Kč	2011	2012	2013	2014	2015
Okamžitá likvidita	0,14	0,17	0,07	0,12	0,25
Peněžní prostředky provozně nutné	77 886	92 815	51 866	83 816	132 176

Zdroj: vlastní výpočty

V níže přiložené tabulce je vypočtena prognóza likvidity a provozně potřebných finančních prostředků pro plánované období let 2016 až 2020.

Tabulka 42 - Prognóza likvidity a provozně potřebných peněžních prostředků

V tis. Kč	2016	2017	2018	2019	2020
Okamžitá likvidita	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Peněžní prostředky provozně nutné	134 081	138 774	143 631	148 658	153 861

Zdroj: vlastní výpočty

Doba obratu zásob je za sledované období poměrně stabilní a pohybuje se okolo 20 dnů. Do budoucna budu tedy rovněž předpokládat dobu obratu zásob v délce 20,87 dnů, která je vypočítána jako aritmetický průměr hodnot za minulé období.

Doba obratu pohledávek má kolísající charakter, a proto jsem i zde využila aritmetický průměr pro stanovení jeho prognózy. Do budoucna totiž nepředpokládám, že by se společnost snažila tento ukazatel snížit, jelikož v rámci udržování dobrých vztahů s odběrateli se bude snažit svým zákazníkům poskytovat výhodné obchodní úvěry.

Co se týče doby splatnosti krátkodobých závazků, není předpokládáno, že by se oceňovaná společnost snažila o prodloužení této doby, už z důvodu získání případných výhod za včasné placení. Ve sledované období je doba obratu závazků větší než doba obratu pohledávek, což je pozitivním jevem. Rovněž i u tohoto ukazatele byl pro stanovení budoucích hodnot využit aritmetický průměr.

*Tabulka 43 - Analýza a prognóza doby obratu zásob jednotlivých položek pracovního kapitálu*

Položka	Dosavadní vývoj					Prognóza				
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Zásoby	20,99	18,28	19,8	22	20,87	20,39	20,39	20,39	20,39	20,39
Pohledávky	33,23	35,69	37,6	30,26	24,03	32,16	32,16	32,16	32,16	32,16
Krátkodobé závazky	39,74	38,9	47,54	40,52	42,53	41,85	41,85	41,85	41,85	41,85
Provozně nutná likvidita	0,14	0,17	0,07	0,12	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2

Zdroj: vlastní výpočty

Výše potřebného finančního majetku je určena do maximální výše 20 % hodnoty krátkodobých závazků v jednotlivých letech. Vzhledem k vývoji u časového rozlišení aktiv a pasiv v minulém sledovaném období, jsem se rozhodla pro budoucí období ponechat konstantně výši z posledního roku, tedy roku 2015.

Tabulka 44 - Dosavadní vývoj upraveného pracovního kapitálu

Položka (v tis. Kč)	Dosavadní vývoj				
	2011	2012	2013	2014	2015
Zásoby	296 319	260 631	288 122	376 546	323 543
Pohledávky	469 073	508 843	547 083	517 932	372 601
Peněžní prostředky provozně nutné	77 886	92 815	51 866	83 816	132 176
Časové rozlišení aktiv	11 582	7 716	5 495	8 649	29 913
Časové rozlišení pasiv	32 568	84 568	94 634	112 641	1 469
Krátkodobé závazky	561 029	554 584	691 715	693 621	659 518
Upravený pracovní kapitál	261 263	230 853	106 217	180 681	197 246
<b>Kwc</b>	<b>-0,1256</b>				

Zdroj: vlastní výpočty

V následující tabulce je stanovena prognóza upraveného pracovního kapitálu pro plánované období.

Tabulka 45 - Prognóza upraveného pracovního kapitálu

Položka (v tis. Kč)	Prognóza				
	2016	2017	2018	2019	2020
Zásoby	326 632	338 064	349 896	362 143	374 818
Pohledávky	515178	533210	551872	571187	591179
Peněžní prostředky provozně nutné	134 081	138 774	143 631	148 658	153 861
Časové rozlišení aktiv	29 913	29 913	29 913	29 913	29 913
Časové rozlišení pasiv	1469	1469	1469	1469	1469
Krátkodobé závazky	670405	693869	718154	743290	769305
Upravený pracovní kapitál	333931	344623	355689	367143	378997
<b>Kwc</b>	<b>0,0530</b>				

Zdroj: vlastní výpočty

Výše uvedené dvě tabulky obsahují výsledky upraveného pracovního kapitálu v minulém sledovaném období a v období budoucím. Koefficient náročnosti růstu tržeb na růstu pracovního kapitálu (Kwc) je vypočítán jako poměr změny pracovního kapitálu ke změně tržeb. Je patrné, že v minulém období nabýval tento koefficient záporné hodnoty v důsledku nízkého pracovního kapitálu. V prognózovaném období již nabývá hodnoty kladné.

### Investice do dlouhodobého majetku provozně potřebného

Jedná se o investice do dlouhodobého majetku, který je provozně potřebný pro podnikatelskou činnost oceňované společnosti. Vzhledem k tomu, že za sledované období nejsou k dispozici žádné investiční plány MADETY, prognóza investic bude

stanovena s pomocí použití koeficientu náročnosti růstu tržeb na investice za sledované období let 2011 až 2015. Koeficient náročnosti růstu tržeb na investice udává, o kolik procent je třeba navýšit jednotlivé složky dlouhodobého majetku, pokud se tržby v daném roce zvýší o jednotku.

V případě investic do dlouhodobého majetku budou uvažovány investice netto a investice brutto. Investice netto představují rozdíl stavu dlouhodobého majetku mezi jednotlivými lety a investice brutto se získají součtem hodnoty netto investic a odpisů. Koeficient investiční náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku  $K_{DMx}$  za minulé sledované období je pak vypočítán jako podíl celkové sumy netto investic a přírůstku tržeb.

Tabulka 46 - Vývoj investic ve sledovaném období (2011 - 2015)

Položka v tis. Kč	2011	2012	2013	2014	2015
Dlouhodobý majetek provozně potřebný	1 175 150	1 163 211	1 203 229	1 273 491	1 372 822
Odpisy	74 985	78 359	84 737	78 545	82 897
Investice netto	78 066	-11 939	40 018	70 262	99 331
Investice brutto	153 051	66 420	124 755	148 807	182 228
Podíl odpisů na DM (netto)	6,38 %	6,74 %	7,04 %	6,17 %	6,04 %
Míra investic	3,02 %	1,30 %	2,38 %	2,43 %	3,27 %
<b>Koeficient investiční náročnosti růstu tržeb <math>K_{DMx}</math></b>	<b>0,3878</b>				

Zdroj: vlastní výpočty

Investice netto do dlouhodobého majetku oceňované společnosti byly ve sledovaném období ve výši 275 738 tis. Kč. Investiční náročnost vypočtená jako podíl sumy investic netto a celkového přírůstku tržeb ve sledovaném období, nabývala hodnoty 0,4 %. Míra investic, která se vyjádří jako podíl investic brutto na celkových tržbách, má ve sledovaném období kolísavý průběh. V roce 2012 se z původních 3,02 % snížila na 1,3 % a od roku 2013 se postupně zvyšovala až na 3,27 %.

Tabulka 47 - Prognóza investic (2016 - 2020)

Položka v tis. Kč	2016	2017	2018	2019	2020
Dlouhodobý majetek provozně potřebný	1 379 686	1 386 585	1 393 517	1 400 485	1 407 487
Odpisy	87 490	92 338	97 454	102 854	108 553
Investice netto	6 864	6 898	6 933	6 968	7 002
Investice brutto	94 354	99 236	104 387	109 821	115 555
Podíl odpisů na DM (netto)	6,34 %	6,66 %	6,99 %	7,34 %	7,71 %
Míra investic	1,64 %	1,66 %	1,69 %	1,72 %	1,75 %
Koeficient náročnosti růstu tržeb	23,92 %	23,23 %	22,56 %	21,90 %	21,27 %
<b>Koeficient investiční náročnosti růstu tržeb KDMx</b>	<b>0,0407</b>				

Zdroj: vlastní výpočty

Vzhledem k tomu, že jsem neměla k dispozici odpisové plány oceňované společnosti, pro predikci odpisů do plánovaného období jsem využila konstantu změny roku 2015/2014 v hodnotě 1,06. V případě plánování investic na období 2016 – 2020 byla snaha o zachování míry investic na úrovni roku 2015. V plánovaném období rovněž došlo ke snížení koeficientu investiční náročnosti růstu tržeb na hodnotu 0,04.

### 10.3 Finanční plán

Finanční plán oceňované společnosti vychází z minulých hospodářských výsledků a bude prognózován na dobu pěti let, během kterých by měla společnost MADETA dosáhnout stabilních příjmů.

Finanční plán se skládá z plánovaného výkazu zisku a ztráty a plánované rozvahy. Veškerá data pro sestavení finančního plánu byla převzata z kapitoly zabývající se analýzou a prognózou generátorů hodnoty. Položky, které v této kapitole nebyly vyčísleny, budou dopočteny.

#### 10.3.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Většina údajů potřebných pro sestavení plánovaného výkazu zisku a ztráty byla převzata z analýzy a prognózy generátorů hodnoty. V případě výše daňové sazby z příjmu právnických osob se nepředpokládá do konce roku 2020 její zvýšení či snížení, proto bude i pro prognózované období stanovena daňová sazba ve výši 19 %.

Odpisy dlouhodobého majetku jsou rovněž převzaty z analýzy a prognózy generátorů hodnoty, přičemž v budoucnosti se nepředpokládá prodej dlouhodobého majetku ani materiálu.

Tabulka 48 - Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Výkaz zisku a ztráty	2016	2017	2018	2019	2020
Tržby za prodej zboží	380 182	377 732	375 362	373 017	370 715
Náklady na prodané zboží	346 802	343 245	339 778	336 349	332 976
Obchodní marže	33 380	34 487	35 584	36 668	37 739
Výkony	5342 728	5 504 987	5 672 173	5 844 437	6 021 933
Výkonová spotřeba	4 572 841	4 676 486	4 842 901	5 013 943	5 128 880
Přidaná hodnota	803 267	862 988	864 856	867 162	930 792
Osobní náklady	517 710	527 928	538 289	548 793	559 438
Daně a poplatky	4 808	4 954	5 105	5 260	5 420
Odpisy	87 490	92 338	97 454	102 854	108 553
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti	-33 125	-34 131	-35 167	-36 236	-36 132
Ostatní provozní výnosy	28 581	29 727	30 630	31 560	32 518
ostatní provozní náklady	22 439	23 121	23 823	24 547	25 292
Provozní výsledek hospodaření	238 405	284 384	271 861	259 383	306 618
Finanční výsledek hospodaření	53 013	53 013	53 013	53 013	53 013
Výsledek hospodaření před zdaněním	291 418	337 397	324 874	312 396	359 631
Daň z příjmů za běžnou činnost	55 369	64 105	51 726	59 355	68 330
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	236 049	273 292	263 148	253 041	291 301

Zdroj: vlastní výpočty

### 10.3.2 Plánovaná rozvaha

V kapitole věnované generátorům hodnoty byly stanoveny některé položky z rozvahy, mezi které se řadí dlouhodobý majetek provozně potřebný, zásoby, pohledávky, krátkodobý finanční majetek provozně potřebný, krátkodobé závazky a časové rozlišení aktiv a pasiv.

Dlouhodobé pohledávky byly ponechány ve výši posledního roku sledovaného období, tj. roku 2015. Stejně tak bylo přístupováno i v případě časového rozlišení aktiv.



Tabulka 49 - Plánovaná aktiva na období 2016 - 2020

Položka v tis. Kč	2016	2017	2018	2019	2020	Pokračující fáze
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>2 356 358</b>	<b>2 397 413</b>	<b>2 439 698</b>	<b>2 483 254</b>	<b>2 528 126</b>	<b>2 549 825</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>1 379 686</b>	<b>1 386 585</b>	<b>1 393 517</b>	<b>1 400 485</b>	<b>1 407 487</b>	<b>1 414 525</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	3 967	3 987	4 007	4 027	4 047	4 047
Dlouhodobý hmotný majetek	1 180 148	1 187 027	1 193 940	1 200 888	1 207 870	1 214 887
Dlouhodobý finanční majetek	195 571	195 571	195 571	195 571	195 571	195 571
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>976 672</b>	<b>1 010 829</b>	<b>1 046 180</b>	<b>1 082 769</b>	<b>1 120 639</b>	<b>1 135 300</b>
Zásoby	326 632	338 064	349 896	362 143	374 818	386 062
Dlouhodobé pohledávky	781	781	781	781	781	781
Krátkodobé pohledávky	515 178	533 210	551 872	571 187	591 179	589 980
Krátkodobý finanční majetek	134 081	138 774	143 631	148 658	153 861	158 477
Časová rozlišení	29 913	29 913	29 913	29 913	29 913	29 913

Zdroj: vlastní výpočty

Základní kapitál, kapitálové fondy a fondy ze zisku jsou v plánovaných pasivech ponechány ve stejné výši jako v posledním roce sledovaného období, tj. v roce 2015. Hodnota výsledku hospodaření minulých let byla získána na základě výpočtu, ve kterém byl k nerozdělenému výsledku minulých let připočten výsledek hospodaření za běžné období z předešlého roku a následně pak odečtena výše dividend a podílů na zisku, které se vyplácejí v běžném roce.

Tabulka 50 - Plánovaná pasiva na období 2016 - 2020

Položka v tis. Kč	2016	2017	2018	2019	2020
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>2 356 358</b>	<b>2 397 413</b>	<b>2 439 698</b>	<b>2 483 254</b>	<b>2 528 126</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>1 370 768</b>	<b>1 388 358</b>	<b>1 406 357</b>	<b>1 424 779</b>	<b>1 443 635</b>
Základní kapitál	500 000	500 000	500 000	500 000	500 000
Kapitálové fondy	153 166	153 166	153 166	153 166	153 166
Fondy ze zisku	53 137	53 137	53 137	53 137	53 137
HV minulých let	428 416	408 764	436 906	465 435	446 031
HV běžného účetního období	236 049	273 292	263 148	253 041	291 301
<b>Cizí zdroje</b>	<b>985 591</b>	<b>1 009 055</b>	<b>1 033 340</b>	<b>1 058 476</b>	<b>1 084 491</b>
Rezervy	97 700	97 700	97 700	97 700	97 700
Dlouhodobé závazky	29 619	29 619	29 619	29 619	29 619
Krátkodobé závazky	670 405	693 869	718 154	743 290	769 305
Bankovní úvěry a výpomoci	187 867	187 867	187 867	187 867	187 867
Ostatní pasiva	1 459	1 459	1 459	1 459	1 459

Zdroj: vlastní výpočty

### 10.3.3 Finanční analýza plánu

Z finanční analýzy plánu je patrné zlepšení prakticky všech poměrových ukazatelů v plánovaném období. Je rovněž patrné snížení celkové zadluženosti společnosti a zlepšení ukazatelů rentability ovlivněné rostoucím ziskem oceňované společnosti.

Níže uvedená tabulka obsahuje vybrané ukazatele likvidity, zadluženosti, rentability a aktivity.

Tabulka 51 - Finanční analýza plánu

Položka	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Likvidita</b>					
Okamžitá likvidita	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Pohotová likvidita	0,28	0,28	0,29	0,29	0,30
Běžná likvidita	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46
<b>Zadluženost</b>					
Celková zadluženost	41,83 %	42,09 %	42,36 %	42,62 %	42,90 %
Podíl VK na celkovém kapitálu	58,17 %	57,91 %	57,64 %	57,38 %	57,10 %
<b>Rentabilita</b>					
ROA	17,22 %	19,68 %	18,71 %	17,76 %	20,18 %
ROE	12,37 %	14,07 %	13,32 %	12,58 %	14,23 %
ROS	4,09 %	4,58 %	4,26 %	3,96 %	4,40 %
<b>Aktivita</b>					
Doba obratu zásob	20,39	20,39	20,39	20,39	20,39
Doba obratu pohledávek	32,16	32,16	32,16	32,16	32,16
Doba obratu závazků	41,85	41,85	41,85	41,85	41,85

Zdroj: vlastní výpočty

Pokud se budoucí vývoj oceňované společnosti výrazněji neodchýlí od výše uvedené prognózy, postupem času se finanční situace a zdraví společnostilepší. Toto zlepšení může navíc přispět k finanční stabilitě společnosti a upevnění její pozice na trhu mléka a mléčných produktů, která je už v současné době poměrně silná. Společnost splnila předpoklad nekonečného trvání a tento předpoklad by neměl být ničím ohrožen.

## 11 Ocenění společnosti MADETA

Pro ocenění společnosti použiji dvoufázovou metodu DCF entity, ve které je výsledná hodnota stanovena ve dvou krocích. Prvním krokem je výpočet hodnoty oceňované společnosti pomocí diskontování peněžních toků (hodnota brutto). V rámci druhého kroku pak bude stanovena hodnota vlastního kapitálu (hodnota netto) pomocí odečtení cizího kapitálu ke dni ocenění společnosti.

Z výsledků provedených analýz byl potvrzen předpoklad nekonečného trvání oceňované společnosti a je tedy možné počítat do budoucna s nezměněnou strategií a hlavní činností. Společnost bude oceněna k 31. 12. 2015 a hodnota podniku bude stanovena na základě metody diskontovaných peněžních toků FCFF.

### 11.1 Model DCF s využitím FCFF

Tento model se jeví v podmínkách České republiky jako nejvhodnější, jelikož zahrnuje veškeré peněžní toky a výsledná hodnota společnosti je stanovena jak pro její vlastníky, tak pro věřitele.

#### 11.1.1 Náklady na cizí kapitál

U oceňované společnosti jsou krátkodobé úvěry se splatností do jednoho roku a dlouhodobé úvěry jsou pak se splatností do tří až pěti let. Dle údajů z České národní banky je bezriziková výnosová míra stanovena v hodnotě 0,95 %. Tato hodnota je vypočítána jako průměr pětiletých vládních dluhopisů za období let 2011 až 2015.

Pro výpočet rizikové přírážky pro cizí kapitál jsem využila hodnotu ukazatele úrokového krytí za rok 2015 podle Damodarana. Hodnota účetní rizikové přírážky činí 1 %.

Výsledná hodnota nákladů na cizí kapitál činí 1,95 %.

#### 11.1.2 Náklady na vlastní kapitál

Pro stanovení výše nákladů na vlastní kapitál jsem použila metodu CAPM. Výnosnost dlouhodobých vládních dluhopisů /SA jako bezriziková míra ( $r_f$ ) je ve výši 2,67 % (U.S.Department of the treasury, 2017).

Riziková prémie z kapitálového trhu USA (RPT) je stanovena jako geometrický průměr hodnot desetiletých vládních dluhopisů za období 1928 – 2016 na 5,18 % (Damodaran, 2017).

Odvětvové  $\beta$  nezadlužené pro odvětví potravinářského průmyslu v Evropě má hodnotu 0,76 (Damodaran, 2017) a daňová sazba z příjmu právnických osob je stanovena ve výši 19 %. Poměr cizího a vlastního kapitálu činí hodnotu 0,75. Zadlužené  $\beta$  tedy dosahuje hodnoty 2,36.

Česká republika má ratingové hodnocení stanovené na úrovni A1. Riziková prémie ČR (RPZ) nabývá hodnoty 1,22 % jako 1,5 násobek rizika selhání země (Damodaran, 2017).

K celkovým nákladům na vlastní kapitál je dále připočtena přírážka za nižší likviditu společnosti ve výši 0,5 z důvodu neobchodovatelnosti akcií na veřejné burze.

Výsledné náklady na vlastní kapitál spočítané metodou CAPM činí 16,6 %.

Pro výpočet vážených nákladů je pak potřeba vypočítat podíl vlastního a cizího kapitálu na celkovém kapitálu oceňované společnosti. Vlastní kapitál tvoří 56,87 % z celkového kapitálu a cizí kapitál pak 43,17 % z celkového kapitálu. Výše uvedená kapitálová struktura slouží pro účely tzv. iteračního postupu s cílem zjistit tržní kapitálovou strukturu a novou diskontní míru pro ocenění společnosti MADETA.

## 11.2 Výpočet hodnoty podniku

Výpočet hodnoty vlastního kapitálu pak bude rozdělen do dvou fází. První fáze se zaměří na výpočet diskontovaných peněžních toků pro budoucí období let 2016 až 2020. Hodnota ve druhé fázi pak bude stanovena na základě užití Gordonova vzorce. Hodnota podniku celkem se získá součtem hodnot získaných z první a druhé fáze.

### První fáze výpočtu

Peněžní tok oceňované společnosti je upraven o odpisy a změnu provozně potřebného kapitálu. Pro první fázi je použita jako diskontní míra hodnota vážených nákladů kapitálu ve výši 10,13 %.

Tabulka 52 - Výpočet současné hodnoty první fáze (v tis. Kč)

<b>Výpočet první fáze</b>	<b>1. 1. 2016</b>	<b>1. 1. 2017</b>	<b>1. 1. 2018</b>	<b>1. 1. 2019</b>	<b>1. 1. 2020</b>
Plánovaný VH před zdaněním	291 418	337 397	324 874	312 396	359 631
Sazba daně v %	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %
Výpočet daně	55 369	64 105	61 726	59 355	68 330
VH po odečtení daně	236 049	273 292	263 148	253 041	291 301
Odpisy	87 490	92 338	97 454	102 854	108 553
Investice do DM	94 334	99 217	104 367	109 802	115 535
Investice do pracovního kapitálu	76 980	52 927	54 780	56 697	58 682
FCFF	152 224	213 485	201 455	189 396	225 637
<b>WACC</b>	<b>Odúročitel</b>				
10,13 %	0,91	0,83	0,75	0,68	0,62
Diskontované FCFF k 1. 1. 2016	138 222	176 402	151 827	128 981	139 320
<b>Současná hodnota první fáze</b>	<b>734 753</b>				

Zdroj: vlastní výpočty

Odúročitel pro diskontní míru byl stanoven ve výši vážených průměrných nákladů na kapitál. Hodnota společnosti brutto je v první fázi ocenění dána jako součet diskontovaných peněžních toků v letech 2016 až 2020 a činí 734 753 tis. Kč.

### **Druhá fáze výpočtu**

Druhá fáze výpočtu vychází z principu nekonečného pokračování oceňované společnosti. Z tohoto důvodu je vypočítána pokračující hodnota podniku, která se přičte k hodnotě z první fáze výpočtu. Hodnota společnosti ve druhé fázi se stanoví pomocí diskontování pokračující hodnoty, která byla pro účely této práce vypočítána na základě užití Gordonova vzorce.

Vstupními informacemi, které jsou pro druhou fázi nezbytné, jsou pokračující hodnoty tempa růstu, míry investic a podílu těchto dvou hodnot vyjadřujících rentabilitu investic netto. Tempo růstu oceňované společnosti se stanoví pomocí tempa růstu prognózovaných tržeb. Tempo růstu společnosti MADETA by podle tempa růstu tržeb mělo činit 3,5 %. Rovněž bylo přihlédnuto také k tempu růstu relevantního trhu, které je pro prognózované období stanoveno na 2,5 %. Pokud by vyšla predikce Ministerstva financí České republiky pro období let 2017 až 2018, česká ekonomika by měla dosahovat průměrného růstu 2,5 %. S přihlédnutím ke všem výše uvedeným hodnotám bylo tempo růstu oceňované společnosti stanoveno ve výši 2,8 %.

Po dosazení do Gordonova vzorce vyjde pokračující hodnota společnosti MADETA ve výši 1 809 349 tis. Kč.

Tabulka 53 - Pokračující hodnota pro druhou fázi výpočtu

<b>Pokračující hodnota pro druhou fázi</b>	
Tempo růstu	2,8%
Průměrné náklady kapitálu	10,2%
FCFF 2020 (v tis. Kč)	225 637
Gordonův vzorec (v tis. Kč)	1 809 349

Zdroj: vlastní výpočty

Výsledná hodnota brutto se získá součtem hodnoty první a druhé fáze ocenění. Po odečtení úročených cizích zdrojů je pak vypočtena hodnota netto k 31. 12. 2015. Výsledná hodnota oceňované společnosti činí 2 356 235 tis. Kč.

Tabulka 54 - Výnosové ocenění k 31. 12. 2015

<b>Výnosové ocenění k 31. 12. 2015</b>	
Současná hodnota první fáze	734 753
Současná hodnota druhé fáze	1 809 349
Výsledná hodnota brutto	2 544 102
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	187 867
Výsledná hodnota netto	2 356 235

Zdroj: vlastní výpočty

## Závěr

Cílem diplomové práce bylo zjištění tržní hodnoty společnosti MADETA a. s. pro účel výběru alternativy zachování pravidelných finančních příjmů vlastníka či dosažení jednorázového příjmu z prodeje. Společnost byla oceněna k datu 31. 12. 2015.

V první části práce byla na základě studia odborné literatury popsána problematika oceňování společnosti. Pozornost byla věnována základní terminologii, metodám a postupům v oblasti oceňování a strategické a finanční analýze. Jednotlivé analýzy a metody pak byly aplikovány v praktické části práce na vybranou společnost.

Oceňovanou společností byla MADETA a. s., jejímž hlavním předmětem podnikání je především mlékárenská výroba. V rámci České republiky má na trhu mléka a mléčných výrobků největší tržní podíl. Společnost si zakládá na kvalitě svých produktů, což dokládá i několik významných ocenění právě v oblasti jakosti. Do povědomí zákazníků se společnost zapsala jako česká značka s kvalitními produkty pocházejících z jihu Čech. MADETA rovněž vyváží mléko a mléčné produkty na zahraniční trhy.

Potřebné informace pro vypracování praktické části práce byly čerpány z výročních zpráv a účetních závěrek oceňované společnosti dostupných na webových stránkách [www.justice.cz](http://www.justice.cz) a z podnikových internetových stránek. Rovněž jsem využila konzultace s odborníky z Ministerstva průmyslu a obchodu a odborníky v oblasti oceňování podnikatelských subjektů.

Strategická analýza posloužila k získání povědomí o relevantním trhu, na kterém oceňovaná společnost působí. Trh mléka a mléčných výrobků má v České republice dlouholetou tradici a má stále růstový potenciál, především díky růstu spotřeby sýrů, jogurtů a ostatních mléčných produktů. Mlékárenství se řadí k nejdůležitějším oborům v rámci potravinářského průmyslu.

Na základě PESTE analýzy bylo zjištěno, že činnost oceňované společnosti ovlivňuje především situace v zemědělství, ceny syrového mléka a vývoj relevantního trhu s mlékem a mléčnými produkty. Pro společnost je příznivý očekávaný nárůst spotřeby mléka a mléčných výrobků. Příležitostí je také rostoucí spotřeba mléka a mléčných produktů v rozvojových zemích světa, do kterých oceňovaná společnost vyváží část své produkce.

Porterův model pěti konkurenčních sil se zaměřil na analýzu stávající i potenciální konkurence, vyjednávací sílu dodavatelů a odběratelů a na hrozbu substitutů. V oboru, ve kterém oceňovaná společnost působí, se nachází velká konkurence. Významné místo zauímají nadnárodní společnosti, které určují vývoj trhu mléka a mléčných výrobků v České republice, čímž vedou řadu menších mlékárenských podniků k fúzím. Mezi hlavní konkurenty vybrané společnosti se řadí Mlékárna Pragolaktos, OLMA, Mlékárna Kunín a Mlékárna Hlinsko. Co se týče vstupu nových konkurentů do odvětví, shledávám vzhledem k vstupním bariérám tuto hrozbu za minimální. V současné době vznikají na území České republiky sice malé ekofarmy, ty však pro oceňovanou společnost nejsou žádnou konkurencí. Za hlavní bariéry vstupu do odvětví lze označit především vysoké vstupní náklady. Vzhledem k vysokému počtu dodavatelů není jejich vyjednávací síla příliš velká, výjimku by však mohlo tvořit Mlékárenské družstvo JIH, které je jedním z hlavních dodavatelů syrového mléka oceňované společnosti. Poměrně velkou vyjednávací sílu pak mají odběratelé, kterými jsou velkoobchodní a maloobchodní sítě.

Atraktivita trhu mléka a mléčných produktů vyšla 63,5 %, což je průměrné až nadprůměrné hodnocení, které pozitivně ovlivnil růst a velikost daného odvětví. Na druhou stranu zde existují bariéry vstupu do odvětví, o kterých jsem se zmiňovala již výše, a možnost substitutů v podobě rostlinných produktů. Analýza konkurenční síly oceňované společnosti vyšla jako nadprůměrná, hodnota činila 68,3 %. Mezi hlavní výhody společnosti patří vysoká kvalita produktů, vlastní distribuce, silná image a schopný management.

Na základě analýz provedených v rámci strategické analýzy mohly být dále predikovány tržby oceňovaného podniku. Průměrné tempo růstu tržeb v plánovaném období let 2016 až 2020 bylo stanoveno na 3,5 % ročně.

Rozborem finanční situace a finančního zdraví oceňované společnosti se zabývala finanční analýza účetních výkazů, které byly podrobeny vertikální i horizontální analýze. Bylo zjištěno, že společnost zvyšuje podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu a snižuje tak podíl cizích zdrojů, především dlouhodobých. Na základě provedené finanční analýzy byla ověřena platnost going concern principu, tedy nekonečného trvání oceňované společnosti. V rámci finanční analýzy jsem rovněž dospěla k závěru, že společnost vykazuje nedostatečnou likviditu, jelikož hodnoty ukazatelů likvidity jsou pod



doporučovanými hodnotami. V průběhu sledovaného období se však hodnoty těchto ukazatelů postupně zvyšují a lze tedy konstatovat zlepšení.

Souhrnné indexy hodnocení podniku však potvrdily finanční zdraví oceňované společnosti, které dle Altmanova Z-score do budoucna nehrozí bankrot.

Zpracována byla rovněž analýza a prognóza generátorů hodnoty, které dále sloužily jako vstupní data pro sestavení finančního plánu. Na základě provedené finanční analýzy plánu bylo zjištěno zlepšení finanční situace a finančního zdraví oceňované společnosti pro plánované období.

Aplikace metod oceňování má v rámci České republiky několik nedostatků, které je třeba napravit, jelikož může docházet ke zkreslení skutečnosti. Ocenění společnosti je rovněž závislé na zhodnocení několika faktorů, které se promítají do výsledného ocenění. Rovněž také záleží na zkušenostech oceňovatele, jelikož každý může dospět k odlišné výsledné hodnotě oceňovaného podniku. Zde bych podotkla, že je takřka nemožné definovat nejvhodnější metodu ocenění, která by stanovila hodnotu společnosti odpovídající skutečnosti.

V České republice se k nejběžněji používaným metodám oceňování řadí výnosové metody. Velkou problematikou je predikce budoucího vývoje oceňované společnosti, která se dá velmi obtížně přesně odhadnout. Aby byla tato predikce usnadněna, používají výnosové metody stabilní odhad tempa růstu tržeb oceňované společnosti. Je důležité stanovit především diskontní míru, ve které je obsažena mimo jiné i míra rizika, která se promítá do výsledné hodnoty společnosti. Je tedy velmi důležité co nejpřesněji stanovit náklady na vlastní a cizí kapitál.

K ocenění vybrané společnosti byla zvolena metoda diskontovaných peněžních toků (DCF), která je odvozena od budoucích výnosů převedených na současnou hodnotu a použitý model DCF entity pracuje s volným peněžním tokem společnosti (FCFF). Tržní hodnota byla metodou DCF entity stanovena ve dvoufázovém výpočtu. V první fázi výpočtu byl prognózován volný peněžní tok pro jednotlivé roky plánovaného období let 2016 až 2020. Druhá fáze výpočtu je vymezena od konce první fáze do nekonečna a hodnota oceňované společnosti je stanovena jako pokračující hodnota, pro jejíž zjištění byl zvolen Gordonův vzorec stabilního růstu. Výsledná hodnota brutto byla stanovena jako součet hodnot první a druhé fáze a činí 2 544 102 tis. Kč. Hodnota

netto pak byla vypočtena odečtením úročeného cizího kapitálu k datu ocenění. Výsledná tržní hodnota společnosti MADETA tak činí 2 356 235 tis. Kč.

Z výsledků je patrná poměrně vysoká tržní hodnota oceňované společnosti. Na základě plánovaného výkazu zisku a ztráty vyplynulo, že v plánovaném období se zvýší výsledek hospodaření společnosti. V průměru činí výsledek hospodaření po zdanění 263 366 tis. Kč.

**Bylo by však z pohledu vlastníka výhodnější společnost prodat a využít jednorázový příjem plynoucí z prodeje k jiným investičním alternativám?**

Podle aktuální ekonomické situace a prognóz do budoucna se dá předpokládat, že by se prodej společnosti vlastníkům nevyplatil. Z výsledků práce je patrné pokračování podniku v jeho činnosti i do budoucna. Na českém trhu mléka a mléčných produktů zaujímá první místo, její tržní podíl se zvyšuje a tržby rostou. Navíc se značkou MADETA se pojí tradice a kvalita vyráběných produktů. Její konkurenční síla je poměrně velká a dle výsledků finanční analýzy se společnosti daří lépe i po finanční stránce.

MADETA navíc vyváží nemalou část své produkce na zahraniční trhy, především do Číny, která v sobě skýtá velký potenciál. Společnost letos uzavřela smlouvu o dovozu sušeného a trvanlivého mléka na čínský trh. Budou-li splněny plány prezidenta Putina, koncem roku 2017 zruší Ruská federace embargo na dovoz potravin z vybraných zemí. Znovuobnovením vývozu na ruský trh vzrostou společnosti tržby a postupem času bude moci opět rozšířit počet svých dodavatelů, který se v minulém roce snížil právě z důvodu hromadění mléka a produkce v důsledku ruského embarga.

Je třeba si také uvědomit, že oceňovaná společnost MADETA je součástí koncernu, do které se řadí další společnosti. V rámci této práce je oceněna pouze společnost MADETA a. s., nikoli celý koncern. Bylo by tedy třeba se v případě prodeje rozhodnout, zda se společnost prodá jako jednotlivý podnik (MADETA a. s.), nebo zda se prodá celý koncern. Připomínám, že se jedná o další tři společnosti, mezi které se řadí společnost MADETA Agro a. s. zaměřující se na nákup syrového kravského mléka od dodavatelů a jeho následné analyzování a podrobování mikrobiologickým zkouškám, dopravní společnost Milktrans a. s. zabezpečující svoz mléka od dodavatelů do výrobních závodů a společnost MADETA Gastro a. s. nabízející profesionální služby v oblasti cateringu a podnikového stravování.

V případě, že by se vlastníci rozhodli pro prodej oceňované společnosti, mohli by jednorázový příjem plynoucí z tohoto prodeje investovat např. do start-upů v oblasti potravinářství. Nicméně dle mého názoru se s touto variantou pojí velké riziko, že start-up nebude úspěšný a investice se vrátí za delší dobu než ve střednědobém horizontu. Zájmem každého investora je, aby se mu jeho investice vrátila v horizontu čtyř až pěti let a v případě start-upu není jisté, zda v budoucnu uspěje či nikoli. Další možnou alternativou investice je nákup více menších ekofarem, kterých v posledních letech neustále přibývá a vytvořit tak společnost zaměřující se na výrobu ekologických produktů, jelikož v současné době je o tyto produkty ze strany spotřebitelů čím dál větší zájem. Rovněž i zde by bylo třeba zaměřit se na hodnocení efektivnosti a návratnosti investice. Bylo by potřeba vytvořit finanční plán alespoň na budoucích pět let a zhodnotit, zda se investice v horizontu čtyř až pěti let navrátí či nikoli.

Na základě výsledků vyplývajících z práce by tedy nebylo rozumné oceňovanou společnost prodat, jelikož příjmy plynoucí z její činnosti se budou nadále zvyšovat. Do budoucna je predikována zvyšující se spotřeba mléka a mléčných výrobků, nehledě na znovu otevření ruského trhu a uzavírání nových smluv o dodávkách zboží se zahraničními trhy. Se značkou MADETA se rovněž pojí tradice a kvalita vyráběných produktů a prodej společnosti by mohl sebou nést ztrátu image, kterou společnost má.

Závěrem bych dodala, že oceňování společností se řadí k velmi zajímavým a pestrým profesím, se kterou se však pojí také velká odpovědnost. Pro stanovení co nejuvěrnější výsledné hodnoty oceňované společnosti by měl mít oceňovatel patřičné zkušenosti v dané problematice, aby na základě vstupních informací dokázal co nejpřesněji odhadnout nejen budoucí vývoj tržeb, ale vývoj celého podnikatelského subjektu.

## **Summary**

The aim of this diploma thesis is to determine the market value of a corporation for the purpose of choosing an alternative to maintain the owner's regular financial income or to achieve a one-off income from the sale. The chosen company was MADETA a. s.

The work is divided into two parts, the theoretical and the practical. The first part contains basic terminology, methods and practices in the field of valuation.

The practical part is focused on determining the market value of the selected company. First, the company is characterized. This is followed by a strategic and financial analysis to determine the position of a valued company in the dairy market, its competitive strength and financial situation. An important part is the chapter devoted to value generators and financial plan. The discounted cash flow method (DCF) was selected to measure the selected company, which is derived from future returns transferred to the current value, and the DCF entity used uses the free cash flow of the company (FCFF). The market value was determined by the DCF entity method in a two-phase calculation. The resulting market value of MADETA is according to this thesis 2 356 235 thousand CZK. The company was valued on 31 December 2015.

## **Keywords**

Company, strategic analysis, financial analysis, financial plan, valuation, market price, yield method, discounted cash flow method

## Seznam použitých zdrojů

### Odborná literatura

- [1] Copeland, T. K. (1991). Stanovení hodnoty firem. New York, USA: McKinsey and Company.
- [2] Damodaran, A. (2010). Applied corporate finance. Hoboken: John Wiley & Sons.
- [3] Grünwald, R. & Holečková J. (2009). Finanční analýza a plánování podniku. Praha: Ekopress.
- [4] Kislingerová. (2010). Manažerské finance. Praha: C. H. Beck.
- [5] Kislingerová, E. & Hnilica J. (2005). *Finanční analýza – krok za krokem*. Praha: C. H. Beck.
- [6] Kislingerová, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: C. H. Beck.
- [7] Knápková, A. (2010). *Finanční analýza: Komplexní průvodce s příklady*. Praha: Grada Publishing.
- [8] Krabec, T. (2009). Oceňování podniku a standardy hodnoty. Praha: Grada Publishing, a.s.
- [9] Mařík, M. (1998). *Určování hodnoty firem*. Praha: Ekopress.
- [10] Mařík, M. (2011). *Metody oceňování podniku - Proces ocenění, základní metody a postupy*. Praha: Ekopress, s.r.o.
- [11] Mařík, M. (2001). *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. Praha: Ekopress.
- [12] Růčková, P. (2010). Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi. Praha: Grada Publishing.
- [13] Sedláček, J. (2009). *Finanční analýza podniku*. Brno: Computer Press.
- [14] Synek, M. (2007). *Manažerská ekonomika*. Praha: Grada Publishing.
- [15] Tomáš, K. (2009). *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada Publishing.
- [16] Veber, J. (2009). *Management: základy, moderní manažerské přístupy, výkonnost a prosperita*. Praha: Management Press.

## Internetové zdroje

[17] Agrární komora České republiky (2012). *Analýza konkurenceschopnosti, Priorita 2: Posílení konkurenceschopnosti* [cit. 2017-07-03]. Dostupné z: [http://www.apic-ak.cz/data\\_ak/12/d/AnKonkSchop4potr.pdf](http://www.apic-ak.cz/data_ak/12/d/AnKonkSchop4potr.pdf)

[18] Aktuálně.cz (27.5.2016). *Rusko chce prodloužit embargo na západní potraviny až do konce roku 2017* [cit. 2017-07-06]. Dostupné z: [https://zpravy.aktualne.cz/ekonomika/rusko-chce-prodlouzit-embargo-na-zapadni-potraviny-az-do-kon/r~c094dba4240011e6a77e002590604f2e/?redirected=1503139677](https://zpravy.aktualne.cz/ekonomika/rusko-chce-prodlouzit-embargo-na-zapadni-potraviny-az-do-konce-roku-2017/~c094dba4240011e6a77e002590604f2e/?redirected=1503139677)

[19] České noviny (3.4.2017). *Madeta neprodloužila smlouvy s 29 drobnými dodavateli mléka* [cit. 2017-06-23]. Dostupné z: <http://www.ceskenoviny.cz/zpravy/madeta-neprodlouzila-smlouvy-s-29-drobnymi-dodavateli-mleka/1469029>

[20] Český statistický úřad (2015). *Spotřeba mléka a mléčných výrobků* [cit. 2017-07-10]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/documents/10180/32782524/2701391602g.pdf/c561af73-ecc1-447f-9438-8844844c769f?version=1.0>

[21] Český statistický úřad (2014). *Úroveň vzdělání obyvatelstva podle výsledků sčítání lidu* [cit. 2017-07-10]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/documents/10180/20536250/17023214.pdf/7545a15a-8565-458b-b4e3-e8bf43255b12?version=1.1>

[22] Český statistický úřad (2012). *Vývoj obyvatelstva v roce 2011* [cit. 2017-07-10]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/documents/10180/20554215/400712u.pdf/b170c519-7bd5-4b68-92d9-c22486e80213?version=1.0>

[23] Český statistický úřad (2015). *Vývoj obyvatelstva České republiky, Obyvatelstvo podle věku a rodinného stavu* [cit. 2017-07-10]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/documents/10180/32853359/1300691601.pdf/842b23fa-2a71-4511-8d27-7e190846f7fc?version=1.0>

[24] ČNB [online]. *Aktuální prognóza ČNB*. [cit. 2017-07-06]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza/index.html?cnb\\_css=true](https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/index.html?cnb_css=true)

[25] ČNB [online]. *Výnosy státních dluhopisů* [cit. 2017-07-06]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.VYSTUP?p\\_period=12&p\\_sort=2&p\\_des](http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=12&p_sort=2&p_des)

=50&p\_sestuid=22048&p\_uka=2&p\_strid=AEBA&p\_od=201101&p\_do=201512&p\_lang=CS&p\_format=0&p\_decsep=%2C

[26] Damodaran, A. (2017). *Historical Returns* [cit. 2017-08-26]. Dostupné z: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/histretSP.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html)

[27] Damodaran, A. (2017). *Levered and Unlevered Betas by Industry* [cit. 2017-08-26]. Dostupné z: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pc/datasets/betaEurope.xls>

[28] Damodaran, A. (2013). *Country Default Spreads and Risk Premium* [cit. 2017-08-26]. Dostupné z: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

[29] Damodaran, A. (2017). *Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread* [cit. 2017-08-26]. Dostupné z: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ratings.htm](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm)

[30] Finanční analýza firmy [online]. *Analýza výsledovky* [cit. 2017-07-23]. Dostupné z: <http://www.faf.cz/analyza/analyza-vysledovky.html>

[31] Justice [online]. In Justice.cz [cit. 2017-06-23]. Dostupné z: [www.justice.cz](http://www.justice.cz)

[32] Madeta [online]. In Madeta.cz [cit. 2017-06-22]. Dostupné z: <https://www.madeta.cz>

[33] Ministerstvo zemědělství ČR, Odbor živočišných komodit (listopad 2012). *Situační a výhledová zpráva, Mléko* [cit. 2017-08-15]. Dostupné z: [http://eagri.cz/public/web/file/182293/SVZ\\_Mleko\\_2012.pdf](http://eagri.cz/public/web/file/182293/SVZ_Mleko_2012.pdf)

[34] Ministerstvo zemědělství ČR (8. 9. 2015). *Ministr Jurečka v Bruselu: Návrh Evropské komise na podporu trhu s mlékem je nedostačující* [cit. 2017-08-15]. [http://eagri.cz/public/web/mze/tiskovy-servis/tiskove-zpravy/x2015\\_ministr-jurecka-v-bruselu-navrh-evropske.html](http://eagri.cz/public/web/mze/tiskovy-servis/tiskove-zpravy/x2015_ministr-jurecka-v-bruselu-navrh-evropske.html)

[35] Ministerstvo financí České republiky (30.1.2017). *MF letos očekává růst HDP o 2,6 %* [cit. 2017-07-06]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/aktualne/tiskove-zpravy/2017/mf-letos-ocekava-rust-hdp-o-26-27460>

[36] Ministerstvo zemědělství ČR (2014). *Panorama potravinářského průmyslu 2013* [cit. 2017-08-15]. Dostupné z: [http://eagri.cz/public/web/file/352133/Panorama\\_potravinarskeho\\_prumyslu\\_2013.pdf](http://eagri.cz/public/web/file/352133/Panorama_potravinarskeho_prumyslu_2013.pdf)

- [37] Mlékárna Kunín [online]. In Mlékárna-Kunín.cz [cit. 2017-07-05]. Dostupné z: <https://www.mlekarna-kunin.cz/>
- [38] Mlékárna Hlinsko [online]. In Tatramleko.cz [cit. 2017-07-05]. Dostupné z: <http://www.tatramleko.cz/>
- [39] Olma [online]. In Olma.cz [cit. 2017-07-05]. Dostupné z: <https://www.olma.cz>
- [40] Pragolaktos [online]. In Pragolaktos.cz [cit. 2017-07-05]. Dostupné z: <http://www.pragolaktos.cz/>
- [41] Státní zemědělský investiční fond (2017). *Vývozní subvence pro mléko a mléčné výrobky* [cit. 2017-07-25]. Dostupné z: <https://www.szif.cz/cs/vyvozni-subvence-pro-mleko-a-mlecne-vyrobky#>
- [42] Státní zemědělský investiční fond (2017). *Organizace producentů mléka* [cit. 2017-07-25]. Dostupné z: <http://www.szif.cz/cs/organizace-producentu-mleka>
- [43] Státní zemědělský investiční fond (2017). *Aktuálně realizované programy* [cit. 2017-07-25]. Dostupné z: <https://www.szif.cz/cs/eu-propagace-programy>
- [44] Státní zemědělský investiční fond (12. 9. 2016). *Mimořádná opatření na snížení produkce mléka* [cit. 2017-07-25]. Dostupné z: <http://www.szif.cz/cs/mp-snizeni-produkce-mleka>
- [45] Státní zemědělský investiční fond (31. 7. 2017). *Informace z monitoringu tržní produkce mléka* [cit. 2017-08-10]. Dostupné z: [https://www.szif.cz/cs/CmDocument?rid=%2Fapa\\_anon%2Fcs%2Fzpravy%2Fkomodity%2Fzv%2F01%2F16%2F1501507129623.pdf](https://www.szif.cz/cs/CmDocument?rid=%2Fapa_anon%2Fcs%2Fzpravy%2Fkomodity%2Fzv%2F01%2F16%2F1501507129623.pdf)
- [46] U.S. Department of the treasury. [online]. *Treasury Long Term Rate Data* [cit. 2017-08-26]. Dostupné z: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=longtermrateYear&year=2015>



## Seznam obrázků

Obrázek 1 - Logo společnosti MADETA a. s. ....	34
Obrázek 2 - Ekofarmy v ČR v roce 2015 .....	47

## Seznam grafů

Graf 1 - Úroveň vzdělání obyvatelstva ČR (1950 - 2011).....	42
Graf 2 - Krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem (v tis. Kč).....	55
Graf 3 - Krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými pasivy (v tis. Kč).....	56
Graf 4 - Poměr vlastního kapitálu a cizích zdrojů .....	56
Graf 5 - Vývoj oběžných aktiv a krátkodobých cizích zdrojů.....	57
Graf 6 - Vývoj aktiv (tis. Kč).....	58
Graf 7 - Struktura aktiv (v %).....	59
Graf 8 - Vývoj pasiv (tis. Kč) .....	60
Graf 9 - Vývoj pasiv (v %) .....	61
Graf 10 - Vývoj ukazatelů rentability (v %).....	64
Graf 11 - Ukazatele likvidity .....	66
Graf 12 - Ukazatele aktivity.....	68

## Seznam tabulek

Tabulka 1 - Přehled základních metod pro oceňování podniku.....	10
Tabulka 2 - Postup výpočtu volného peněžního toku (FCFF).....	12
Tabulka 3 - Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu oceňované společnosti.....	14
Tabulka 4 - Výpočet tržní hodnoty vlastního kapitálu oceňované společnosti .....	14
Tabulka 5 - Hodnocení indexu IN01 .....	28
Tabulka 6 - Hodnocení Altmanova Z-score .....	28
Tabulka 7 - Spotřeba mléka v České republice v kg na osobu za rok .....	38
Tabulka 8 - Nákup mléka (2010 - 2015).....	39
Tabulka 9 - Hlavní makroekonomické indikátory ČR (2010-2018).....	40
Tabulka 10 - Vývoj počtu obyvatel České republiky (2005-2015) .....	41
Tabulka 11 - Věková struktura obyvatelstva v ČR (2010 - 2015).....	42
Tabulka 12 - SWOT analýza společnosti MADETA a. s. ....	51
Tabulka 13 - Prognóza tempa růstu tržeb společnosti MADETA .....	52
Tabulka 14 - Vertikální analýza aktiv (v %).....	59
Tabulka 15 - Vertikální analýza pasiv (v %) .....	61
Tabulka 16 - Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty.....	62
Tabulka 17 - Ukazatele rentability.....	63
Tabulka 18 - Ukazatele zadluženosti .....	64
Tabulka 19 - Ukazatele likvidity .....	65
Tabulka 20 - Ukazatele aktivity .....	67
Tabulka 21 - Čistý pracovní kapitál společnosti MADETA (v tis. Kč) .....	69
Tabulka 22 - Model IN01 .....	69
Tabulka 23 - Altmanovo Z-score.....	69
Tabulka 24 - Rychlý test společnosti MADETA .....	70
Tabulka 25 - Rychlý test finančního zdraví - hodnocení.....	70
Tabulka 26 - Provozně potřebné peněžní prostředky .....	72
Tabulka 27 - Provozně potřebný investovaný kapitál .....	72
Tabulka 28 - Korigovaný výsledek hospodaření .....	72
Tabulka 29 - Dosavadní vývoj provozní ziskové marže.....	74
Tabulka 30 - Dosavadní vývoj provozní ziskové marže.....	74
Tabulka 31 - Analýza nákladů za prodané zboží .....	75
Tabulka 32 - Prognóza nákladů za prodané zboží .....	75

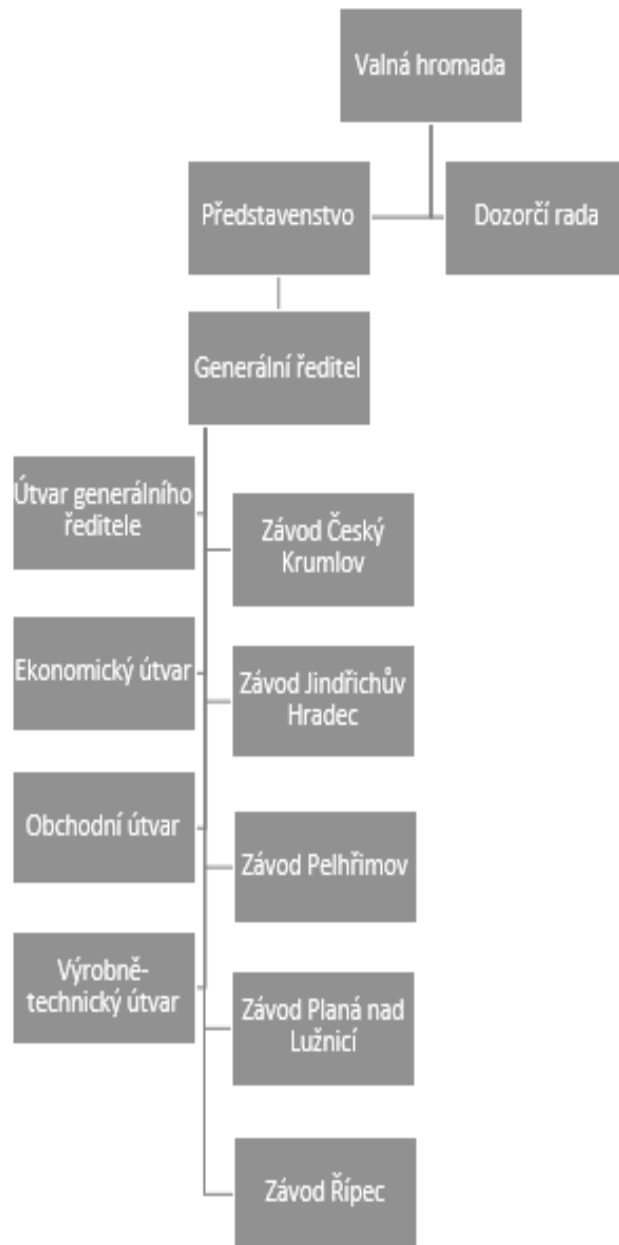
Tabulka 33 - Analýza výkonů a výkonové spotřeby .....	75
Tabulka 34 - Prognóza výkonů a výkonové spotřeby.....	75
Tabulka 35 - Analýza osobních nákladů.....	76
Tabulka 36 - Prognóza osobních nákladů.....	76
Tabulka 37 - Analýza změny stavu rezerv a opravných položek, ostatních provozních výnosů a nákladů, daní a poplatků.....	76
Tabulka 38 - Prognóza změny stavu rezerv a opravných položek, ostatních provozních výnosů a nákladů, daní a poplatků.....	77
Tabulka 39 - Prognóza KPVH (v tis. Kč) a ziskové marže (v %) .....	77
Tabulka 40 - Výpočet upraveného pracovního kapitálu.....	78
Tabulka 41 - Analýza likvidity a provozně potřebných peněžních prostředků .....	78
Tabulka 42 - Prognóza likvidity a provozně potřebných peněžních prostředků .....	78
Tabulka 43 - Analýza a prognóza doby obratu zásob jednotlivých položek pracovního kapitálu.....	79
Tabulka 44 - Dosavadní vývoj upraveného pracovního kapitálu .....	80
Tabulka 45 - Prognóza upraveného pracovního kapitálu .....	80
Tabulka 46 - Vývoj investic ve sledovaném období (2011 - 2015).....	81
Tabulka 47 - Prognóza investic (2016 - 2020) .....	82
Tabulka 48 - Plánovaný výkaz zisku a ztráty .....	83
Tabulka 49 - Plánovaná aktiva na období 2016 - 2020 .....	84
Tabulka 50 - Plánovaná pasiva na období 2016 - 2020.....	84
Tabulka 51 - Finanční analýza plánu.....	85
Tabulka 52 - Výpočet současné hodnoty první fáze (v tis. Kč).....	88
Tabulka 53 - Pokračující hodnota pro druhou fázi výpočtu .....	89
Tabulka 54 - Výnosové ocenění k 31. 12. 2015 .....	89

## Seznam příloh

- Příloha 1: Organizační struktura společnosti MADETA a. s.
- Příloha 2: Základní legislativa vztahující se k oblasti mlékárenství
- Příloha 3: Analýza vnitřního potenciálu společnosti
- Příloha 4: Analýza atraktivity trhu
- Příloha 5: Analýza konkurenční síly společnosti
- Příloha 6: Rozvaha v plném rozsahu za období 2011 -2015
- Příloha 7: Výkaz zisku a ztráty za období 2011 – 2015
- Příloha 8: Horizontální analýza aktiv a pasiv
- Příloha 9: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty
- Příloha 10: Srovnání s konkurencí

## Přílohy

### Příloha 1 – Organizační struktura společnosti MADETA a. s.



Zdroj: Účetní závěrka společnosti MADETA, 2015

## **Příloha 2 – Základní legislativa vztahující se k oblasti mlékárenství**

### Základní legislativní úprava v rámci Společné zemědělské politiky EU:

- Nařízení Komise (EU) č. 1233/2009 ze dne 15. prosince 2009, kterým se stanoví zvláštní opatření na podporu trhu v odvětví mléka a mléčných výrobků;
- Nařízení Komise (ES) č. 1187/2009 ze dne 27. listopadu 2009, kterým se stanoví zvláštní prováděcí pravidla k nařízení Rady (ES) č. 1234/2007, pokud jde o vývozní licence a vývozní náhrady pro mléko a mléčné výrobky;
- Nařízení Komise (ES) č. 273/2008 ze dne 5. března 2008, kterým se stanoví prováděcí pravidla k nařízení Rady (ES) č. 1255/1999, pokud jde o metody analýzy a hodnocení jakosti mléka a mléčných výrobků;
- Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1308/2013 ze dne 17. prosince 2013, kterým se stanoví společná organizace trhu se zemědělskými produkty;

### Základní legislativní úprava zemědělství v České republice

- Nařízení vlády č. 282/2014 Sb., o některých podmínkách k provádění společné organizace trhu v odvětví mléka a mléčných výrobků;
- Vyhláška č. 397/2016 Sb., o požadavcích na mléko a mléčné výrobky, mražené krémy a jedlé tuky a oleje;
- Nález ÚS ČR č. 410/2001 Sb., o zrušení a zamítnutí návrhu na zrušení některých ustanovení č. 445/2000 Sb., o stanovení produkčních kvót mléka;
- Nařízení vlády č. 269/2006 Sb., kterým se mění nařízení vlády č. 225/2004 Sb., o některých podrobnostech provádění vybraných tržních opatření společné organizace trhu s mlékem a mléčnými výrobky, ve znění nařízení vlády č. 120/2005 Sb.;
- Nařízení vlády č. 50/2009 Sb., kterým se mění nařízení vlády č. 225/2004 Sb., o některých podrobnostech provádění vybraných tržních opatření společné organizace trhu s mlékem a mléčnými výrobky, ve znění pozdějších předpisů;
- Vládní nařízení č. 162/1947 Sb., kterým se mění vládní nařízení ze dne 20. dubna 1934, č. 75/Sb., o výrobě mléka a výrobků z mléka a obchodu s těmito potravinami;

- Nařízení vlády č. 238/2009 Sb., kterým se mění nařízení vlády č. 205/2004 Sb., kterým se v rámci společné organizace trhu s mlékem a mléčnými výrobky stanoví bližší podmínky poskytování podpory a národní podpory spotřeby mléka a mléčných výrobků žáky, kteří plní povinnou školní docházku ve školách zařazených do sítě škol, ve znění pozdějších předpisů (toto nařízení bude zrušeno k 1. 9. 2020);

### **Příloha 3 – Analýza vnitřního potenciálu společnosti**

Na analýzu vnějšího prostředí by měla navazovat analýza vnitřního prostředí oceňované společnosti. Smyslem této analýzy je posoudit schopnosti vyrábět produkty, prodávat je a porozumět jejím zdrojům. Tato analýza se zaměřuje na strategii, strukturu, systém řízení, spolupracovníky, schopnosti lidí a sdílené hodnoty oceňované společnosti.

#### **Strategie společnosti**

Za hlavní strategický záměr společnosti MADETA lze považovat upevnění pozice největšího zpracovatele mléka a mléčných výrobků v České republice a zvýšení tržního podílu na trhu s mlékem a mléčnými výrobky.

K dalším strategickým záměrům oceňované společnosti patří zajištění finančního zdraví podniku, doplnění technologické finalizace zboží, optimalizace logistických procesů, rozšíření objemu výkon ve službě, stabilizace kontrolních metod v oblasti kvality a centralizace výroby do finálních tří výrobních závodů.

#### **Struktura společnosti**

Oceňovaná společnost je součástí koncernu, který se skládá ze čtyř společností, které spolu vzájemně spolupracují. Společnost MADETA Agro a. s. se zaměřuje na nákup syrového kravského mléka od vybraných dodavatelů a jeho následné chemické analyzování a podrobování mikrobiologickým zkouškám. Společnost Milktrans a. s. je dopravní společnost, která sváží mléko od dodavatelů do výrobních závodů. Společnost MADETA Gastro a. s. nabízí profesionální služby v oblasti cateringu a podnikového stravování.

Společnost MADETA, která je v rámci této práce oceňována, se skládá celkem z pěti výrobních závodů v Jihočeském kraji. Jedná se o závody umístěné v Českém Krumlově, Jindřichově Hradci, Pelhřimově, Plané nad Lužnicí s Řípci. Každý ze závodů se specializuje na výrobu určitého výrobního sortimentu.

#### **Systém řízení společnosti**

Systém řízení ve společnosti je odvozen od její právní formy podnikání. Oceňovaná společnost je akciovou společností skládající se z valné hromady, statutárního orgánu a dozorčí rady. Valná hromada je nejvyšším orgánem společnosti a je složena z jejích akcionářů, kteří se scházejí minimálně jednou ročně. V kompetenci valné hromady je rozhodování o založení či zrušení společnosti, o změnách stanov, volí členy dozorčí rady a představenstva, rozhoduje o rozdělení výsledku hospodaření a schvaluje účetní



závěrku. Statutárním orgánem společnosti je představenstvo složené z pěti členů, kteří zastupují společnost. Dozorčí rada se pak skládá ze tří členů, jejichž úkolem je dohlížet na působnost statutárního orgánu a kontrolovat účetnictví a ostatní doklady společnosti.

### **Spolupracovníci**

Oceňovaná společnost se snaží lidské zdroje využívat co nejefektivněji a je pro ni důležitá loajálnost pracovníků. Společnost si rovněž uvědomuje důležitost vzdělávání a rozvoje pracovníků, proto ji nabízí možnost vzdělávat se prostřednictvím různých kurzů či seminářů. Svým zaměstnancům dále nabízí systém benefitů a pracovní pozice ve stabilní společnosti.

V oceňované společnosti pracuje v současné době přes 1 400 zaměstnanců, kteří jsou na následujících pracovních pozicích:

- generální ředitel;
- ředitelé jednotlivých závodů a útvarů;
- zástupci ředitelů;
- vedoucí provozoven;
- pracovníci obchodního útvaru;
- administrativní pracovníci;
- pracovníci výroby;
- techničtí pracovníci.

### **Schopnosti lidí**

Již od roku 1990 je zastává funkci generálního ředitele oceňované společnosti Ing. Milan Teplý, který se na dané pozici velmi osvědčil. Pod jeho vedením se mlékárně daří téměř rok od roku lépe. Oceňovaná společnost je součástí koncernu, do kterého mimo jiné patří ještě další tři společnosti. Jednou z nich je Milktrans, která se zaměřuje na efektivní dodávky mléka od dodavatelů do výrobních závodů. Druhá společnost MADETA Agro má zase na starosti nákup syrového kravského mléka v požadovaném množství a kvalitě od vybraných dodavatelů.

Společnost usiluje o to, aby zde její zaměstnanci pracovali co možná nejdéle, jelikož pouze tak budou v oblasti svého působení zkušení a mohou se tak podílet na plnění stanovených cílů a tím také na dosažení zisku.

## **Sdílené hodnoty**

Společnost se snaží vyhovět požadavkům svých zákazníků, kteří poslední dobou jeví čím dál tím větší zájem o zdravý životní styl, a v průběhu výroby mléka a mléčných produktů se snaží zachovat jejich přírodní charakter a maximálně omezit konzervační látky. Mezi sdílené hodnoty lze zařadit:

- Zákazníkům jsou nabízeny čerstvé a kvalitní mléčné produkty.
- Zachovat tradice mlékárenství v Jižních Čechách.
- Udržet si dominantní pozici na českém mlékárenském trhu.
- Splňovat veškeré normy v oblasti kvality a hygieny.
- Zodpovědně přistupovat k ochraně životního prostředí.
- Vytvořit pro zaměstnance příjemné pracovní prostředí.

#### Příloha 4- Analýza atraktivity trhu

Analýza atraktivity mlékárenského trhu může být provedena v případě, kdy jsou nashromážděna veškerá potřebná data. Jedná se o kvalitativní hodnocení atraktivit, které mlékárenský trh skýtá. Tato analýza slouží k lepšímu porozumění šancí a rizik, která jsou s daným trhem spojena.

Hodnocení atraktivity trhu je provedeno na základě stanovených kritérií, kterým je přiřazena váha dle jejich důležitosti. Následně je u každého kritéria určen počet bodů, který je nakonec vynásoben jeho váhou. Kritéria, kterým je přisuzována nejvyšší váha, jsou klasifikována hodnotou 3. U bodového hodnocení kritéria je pak nejvyšší možnou hodnotou 6 bodů.

*Analýza atraktivity mlékárenského trhu*

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váha * Body
		Negativní		Průměr			Pozitivní			
		0	1	2	3	4	5	6		
Růst trhu	3						X		5	15
Velikost trhu	2						X		5	10
Intenzita konkurence	3				X				3	9
Průměrná rentabilita	2				X				3	6
Bariéry vstupu	1					X			4	4
Možnost substitutů	1							X	6	6
Citlivost na konjunkturu	1			X					2	2
Struktura zákazníků	2				X				3	6
Vlivy prostředí	1				X				3	3
<b>Celkem</b>	16									<b>61</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Nejvyšší možný počet bodů je 96, přičemž mlékárenský trh obdržel v hodnocení atraktivity trhu 61 bodů, což je 63,5 %. Tento pozitivní výsledek je ovlivněn především vysokým bodovým hodnocením růstu a velikosti trhu. Existují zde však bariéry vstupu do odvětví a možnost substitutů, které již byly v rámci této práce popsány. V současné době lze také sledovat akvizice mlékáren zahraničními společnostmi s cílem zvýšit vyjednávací sílu na českém mlékárenském trhu.

Na základě výsledku z provedené analýzy atraktivity trhu lze tedy konstatovat, že mlékárenský trh je průměrně až nadprůměrně atraktivní.

## Příloha 5 - Analýza konkurenční síly

Cílem analýzy konkurenční síly oceňované společnosti je predikce vývoje tržního podílu daného podnikatelského subjektu a posouzení jeho perspektivy. Je třeba zaměřit se na to, do jaké míry je společnost schopna chopit se a využít příležitostí na trhu, postavit se čelem případným rizikům a hrozbám a odolávat silné konkurenci.

Níže uvedené tabulky znázorňují vývoj tržního podílu oceňované společnosti MADETA nejen na celém relevantním trhu mléka a mléčných výrobků, ale také na tuzemském a zahraničním trhu.

*Vývoj tržního podílu MADETY (v tis. Kč)*

Rok	Relevantní trh (tis. Kč)	MADETA celkem (tis. Kč)	Trh ČR (v tis. Kč)	MADETA ČR (tis. Kč)	Export (tis. Kč)	MADETA export (tis. Kč)
2010	54 198 308	4 881 556	41 152 308	4 182 150	13 046 000	699 406
2011	58 664 614	5 062 176	43 235 614	4 255 345	15 429 000	806 831
2012	57 744 309	5 101 541	41 525 309	4 270 868	16 219 000	830 673
2013	63 073 258	5 231 700	44 660 258	4 426 664	18 413 000	805 036
2014	66 251 772	6 130 410	45 668 772	5 151 428	20 583 000	978 982
2015	60 959 460	5 571 905	42 590 460	4 720 318	18 369 000	851 587

Zdroj: Ministerstvo zemědělství ČR, výroční zprávy MADETY, vlastní zpracování

Následující tabulka znázorňuje vývoj tržního podílu MADETY vyjádřeného v procentech.

*Vývoj tržního podílu MADETY (v %)*

Rok	Tržní podíl (relevantní trh)	Tržní podíl (trh ČR)	Tržní podíl (export)
2010	9,01 %	10,16 %	5,36 %
2011	8,63 %	9,84 %	5,23 %
2012	8,83 %	10,28 %	5,12 %
2013	8,29 %	9,91 %	4,37 %
2014	9,25 %	11,28 %	4,76 %
2015	9,14 %	11,08 %	4,64 %

Zdroj: vlastní výpočty

Z výsledků je patrné, že podíl na tržní podíl na zahraničních trzích klesá, zatímco podíl na relevantním a tuzemském trhu se vyvíjí kolísavě. V posledních dvou letech sledovaného období se podíl na relevantním trhu pohybuje okolo 9 % a podíl na českém trhu se pohybuje okolo 11 %.

Vývoj tržního podílu sledovaných společností

Rok	Relevantní trh (tis. Kč)	MADETA	Mlékárna Pragolaktos	OLMA	Mlékárna Hlinsko	Mlékárna Kunín
2010	54 198 308	9,01 %	6,01 %	5,24 %	4,00 %	3,10 %
2011	58 664 614	8,63 %	7,00 %	4,94 %	4,01 %	3,03 %
2012	57 744 309	8,83 %	7,63 %	5,31 %	4,01 %	3,12 %
2013	63 073 258	8,29 %	8,57 %	5,34 %	4,24 %	2,89 %
2014	66 251 772	9,25 %	8,40 %	5,22 %	4,46 %	2,75 %
2015	60 959 460	9,14 %	8,05 %	5,41 %	4,52 %	3,24 %

Zdroj: vlastní výpočty

Na mlékárenském trhu působí mnoho konkurenčních podniků, kterým musí oceňovaná společnost čelit. Jedná se především o společnosti Mlékárna Pragolaktos a. s., Olma, a. s., Mlékárna Hlinsko s. r. o. a Mlékárna Kunín, a. s. Výše uvedená tabulka uvádí vývoj tržního podílu oceňované společnosti a její konkurence v období let 2010-2015. Je patrné, že společnost MADETA si drží největší tržní podíl. Mlékárna Pragolaktos však svůj podíl na trhu rok od roku zvyšuje a v roce 2015 byl tento podíl pouze o 1 % menší než u oceňované společnosti. Podíl společnosti OLMA se pohybuje ve sledovaném období okolo 5 %. Mlékárna Hlinsko jej zvyšuje, přičemž v roce 2015 dosáhla tržního podílu na relevantním trhu 4,52 % a vývoj tržního podílu u Mlékárna Kunín má kolísavý charakter okolo 3 %.

V analýze konkurenční síly se hodnotí přímé a nepřímé faktory, které ovlivňují konkurenceschopnost oceňované společnosti. Na základě důkladného prostudování veškerých dostupných informací o společnosti MADETA jsem jednotlivým kritériím určila počet bodů. Tento dosažený počet bodů se v závěru vynásobil s jejich vahami.

Analýza konkurenční síly společnosti MADETA

	Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria konkurenční síly						Váha * body	
			Negativní		Průměr		Pozitivní			
			0	1	2	3	4	5		6
Přímé faktory	Kvalita výrobků	3						X		15
	Cenová úroveň	2				X				6
	Šířka a hloubka sortimentu	2						X		10
	Výhody distribuce	1						X		5
	Výhody místa	1					X			4
	Intenzita reklamy	1				X				3
	Celková image	1						X		5
Nepřímé faktory	Kvalita managementu	2					X			8
	Personální oblast	2					X			8
	Inovace	2					X			8
	Majetek a investice	2					X			8
	Finanční situace	2				X				6
	<b>CELKEM</b>	<b>21</b>								<b>86</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Společnost MADETA si zakládá na kvalitě svých produktů, které neobsahují konzervační látky a emulgátory, při výrobě jsou používány pouze aroma a barviva na bázi přírodního charakteru a proces výroby splňuje v oblasti kvality a hygienických podmínek veškeré normy a požadavky. Oceňovaná společnost je rovněž držitelem několika významných ocenění v oblasti jakosti produktů. Vyšší kvalitě výrobků však také odpovídá jejich cena, která je ve srovnání s konkurencí trochu vyšší. Velmi kladně je hodnocena šířka a hloubka sortimentu, jelikož MADETA vyrábí jihočeská mléka, smetany, másla, jogurty, zakysané nápoje, tvarohy a dezerty a sýry (čerstvé, tavené, přírodní, plísňové a speciální). Nadprůměrné hodnotím oblast distribuce, jelikož svoz mléka od dodavatelů se zajišťuje oceňovaná společnost vlastní společností Milktrans, která patří do stejného koncernu. Poměrně dobře je hodnoceno i umístění závodů oceňované společnosti, které se nacházejí v Jihočeském kraji, ve kterém je i Mlékařské a hospodářské družstvo Jih, jeden z nejvýznamnějších dodavatelů syrového mléka společnosti MADETA. Intenzita reklamy je hodnocena jako průměrná, celková image je pak hodnocena jako nadprůměrná, jelikož se oceňovaná společnost zapsala do povědomí svých zákazníků jako česká značka s kvalitními produkty pocházejícími z jihu Čech.

Z nepřímých faktorů získalo kritérium kvality managementu společnosti průměrné až nadprůměrné hodnocení, jelikož má společnost jasně vytyčené strategické cíle, kterých by chtěla do budoucna dosáhnout. K těmto strategickým cílům se řadí především upevnění a zlepšení dominantní pozice na českém mlékárenském trhu a zajištění dlouhodobého rozvoje. Personální oblast a inovace získaly průměrné až nadprůměrné hodnocení. Společnost zaměstnává kvalifikovanou pracovní sílu, přičemž oceňovaná společnost postupně snižuje počet zaměstnanců. Zisk na jednoho pracovníka se ve sledovaném období zvyšuje. Co se inovací týče, MADETA zavádí do výrobního procesu moderní technologie a své produkty se snaží v průběhu času vylepšovat a přizpůsobit měnícím se požadavkům spotřebitelů. Jedná se například o nové příchutě mléčných výrobků či nové obaly šetrnější k životnímu prostředí. Průměrné až nadprůměrné hodnocení získala také kritéria týkající se dlouhodobého majetku a investic oceňované společnosti. Společnost vyrábí mléčné výrobky v pěti závodech, z nichž každý se specializuje na výrobu určitých produktů. V těchto závodech je využívána moderní technologie a vedení společnosti se snaží výrobní proces co nejlépe zoptimalizovat.

Konkurenční síla oceňované společnosti je ohodnocena 86 body ze 126 možných, což představuje ve výsledku 68,3 %. Lze tedy konstatovat, že konkurenční síla společnosti MADETA je nadprůměrná.

Mezi hlavní konkurenční výhody oceňované společnosti patří především vysoká kvalita vyráběných produktů, vlastní distribuce prostřednictvím dceřiné společnosti Milktrans, schopný management a v neposlední řadě také image, která je spojená s dlouholetou tradicí výroby mléka a mléčných výrobků na jihu Čech. Jako konkurenční nevýhodu bych označila vyšší ceny výrobků a poměrně časté dohady s Hospodářským a mlékařským družstvem JIH, který je pro společnost významným dodavatelem.

## Příloha 6 – Rozvaha v plném rozsahu za období 2011 – 2015

Rozvaha v plném rozsahu		2015	2014	2013	2012	2011
AKTIVA k 31. 12. (tis. Kč)		netto	netto	netto	netto	netto
	<b>AKTIVA CELKEM</b>	2 262 932	2 261 207	2 102 570	2 033 832	2 030 612
B	Dlouhodobý majetek	1 372 822	1 273 491	1 203 229	1 163 211	1 175 150
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	3 947	3 596	3 929	7 282	13 113
	Software	2 758	3 596	1 686	7 149	13 113
	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	1 189	0	2 243	133	0
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	1 173 304	1 051 779	966 213	935 690	943 964
	Pozemky	79 138	78 665	81 844	80 820	82 042
	Stavby	533 838	523 301	545 311	453 564	417 192
	Samostatné hmotné movité věci a soubory hmotných movitých věcí	292 842	296 462	289 385	314 049	266 243
	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	592	592	592	592	592
	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	202 361	57 548	22 631	23 112	109 834
	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	64 533	95 211	26 450	63 553	68 061
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	195 571	218 116	239 087	220 239	218 073
	Podíly - ovládaná osoba	193 858	217 956	238 927	220 079	206 913
	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	1 53	0	0	130	130
	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	130	130	130	0	11 000
	Jiný dlouhodobý finanční majetek	30	30	30	30	30
C	Oběžná aktiva	860 197	979 067	887 846	862 905	843 880
C. I.	Zásoby	323 543	376 546	288 122	260 631	296 319
	Materiál	63 443	67 501	76 901	85 470	80 370
	Nedokončená výroba a polotovary	86 942	111 644	101 534	84 208	71 306
	Výrobky	164 555	166 241	100 150	77 053	127 424
	Zboží	6 823	31 160	8 665	13 900	17 219
	Poskytnuté zálohy na zásoby	1 780	0	872	0	0
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	781	773	775	616	602
	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	781	773	775	616	602
C. III.	Krátkodobé pohledávky	372 601	517 932	547 083	508 843	469 073
	Pohledávky z obchodních vztahů	349 281	491 970	515 700	479 561	419 596
	Stát - daňové pohledávky	9 766	4 831	12 255	10 747	27 312
	Krátkodobé poskytnuté zálohy	1 425	3 456	6 408	5 478	5 962
	Dohadné účty aktivní	11 763	11 330	12 401	12 567	14 635



<b>Pokračování tabulky z předchozí strany</b>						
	Jiné pohledávky	366	6 345	319	490	1 568
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek	163 272	83 816	51 866	92 815	77 886
	Peníze	2 787	2 788	2 685	3 203	2 311
	Účty v bankách	160 485	81 028	49 181	89 612	75 575
D. I.	Časová rozlišení	29 913	8 649	5 495	7 716	11 582
	Náklady příštích období	14 914	7 952	5 097	7 171	11 389
	Příjmy příštích období	14 999	697	398	545	193

<b>Rozvaha v plném rozsahu</b>		<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>
<b>PASIVA k 31. 12. (tis. Kč)</b>		<b>netto</b>	<b>netto</b>	<b>netto</b>	<b>netto</b>	<b>netto</b>
	<b>PASIVA CELKEM</b>	2 262 932	2 261 207	2 102 570	2 033 832	2 030 612
A	Vlastní kapitál	1 286 867	1 101 521	943 964	740 282	661 376
A. I.	Základní kapitál	500 000	500 000	500 000	302 000	302 000
	Základní kapitál	500 000	500 000	500 000	302 000	302 000
A. II.	Kapitálové fondy	153 166	177 264	198 235	179 387	166 221
	Ostatní kapitálové fondy	15	15	15	15	15
	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	153 151	177 249	198 220	179 372	166 206
A. III.	Fondy ze zisku	53 137	53 162	43 954	40 694	38 478
	Rezervní fond	46 309	46 309	37 066	33 778	31 538
	Statutární a ostatní fondy	6 828	6 853	6 888	6 916	6 940
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let	371 095	192 531	16 913	152 437	109 877
	Nerozdělený zisk minulých let	371 095	192 531	16 913	152 437	109 877
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období	209 469	178 564	184 862	65 764	44 800
B	Cizí zdroje	974 606	1 047 045	1 053 972	1 208 982	1 336 668
B. I.	Rezervy	97 700	123 500	158 000	198 000	221 000
	Ostatní rezervy	97 700	123 500	158 000	198 000	221 000
B. II.	Dlouhodobé závazky	29 619	27 306	25 597	37 738	51 627
	Dlouhodobé přijaté zálohy	65	76	0	12 701	23 220
	Odložený daňový závazek	29 554	27 230	25 597	25 037	28 407
B. III.	Krátkodobé závazky	659 518	693 621	691 715	554 584	561 029
	Závazky z obchodních vztahů	593 518	595 829	577 877	486 788	504 371
	Závazky k zaměstnancům	24 629	23 132	21 922	22 011	23 412
	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	14 191	13 248	12 488	12 263	13 033
	Stát - daňové závazky a dotace	2 936	4 116	24 363	17 425	2 527
	Krátkodobé přijaté zálohy	2 787	2 875	22 371	6 882	12 992
	Dohadné účty pasivní	20 509	53 587	26 948	3 750	3 356
	Jiné závazky	850	834	5 746	5 465	1 338

B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	187 867	202 618	188 660	418 660	503 012
<b>Pokračování tabulky z předchozí strany</b>						
	Bankovní úvěry dlouhodobé	140 667	151 200	138 660	188 660	6 667
	Krátkodobé bankovní úvěry	47 200	51 418	50 000	230 000	496 345
B. V.	Časové rozlišení	1 469	112 641	94 634	84 568	32 568
	Výdaje příštích období	1 458	112 637	94 634	84 568	32 568
	Výnosy příštích období	1	4	0	0	0

**Příloha 7: Výkaz zisku a ztráty za období 2011 – 2015**

Výkaz zisku a ztráty v plném rozsahu		2015	2014	2013	2012	2011
k 31. 12. (v tis. Kč)						
I.	Tržby za prodej zboží	382 704	439 571	415 953	442 687	469 709
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	351 597	398 079	373 054	388 726	403 165
	Obchodní marže	31 107	41 492	42 899	53 961	66 544
II.	Výkony	5 185 252	5 775 332	4 856 169	4 621 393	4 600 247
	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	5 189 201	5 690 839	4 815 746	4 658 854	4 592 467
	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-3 949	84 493	40 423	-37 461	7 777
	Aktivace	0	0	0	0	3
B.	Výkonová spotřeba	4 468 958	5 128 255	4 153 469	4 051 401	4 076 910
	Spotřeba materiálu a energie	3 864 898	4 569 720	3 610 350	3 502 559	3 562 955
	Služby	604 058	558 535	543 119	548 842	513 955
	Přidaná hodnota	747 403	688 569	745 599	623 953	589 881
C.	Osobní náklady	507 875	478 517	474 715	483 805	487 170
	Mzdové náklady	376 082	344 384	342 446	352 416	356 639
	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	126 458	115 633	114 153	115 874	119 016
	Sociální náklady	5 335	18 500	18 116	15 515	11 515
D.	Daně a poplatky	4 403	6 387	4 244	5 289	3 782
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	82 897	78 545	84 737	78 359	74 985
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	10 037	32 230	6 191	31 306	20 021
	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	5 191	27 664	1 854	24 539	14 863
	Tržby z prodeje materiálu	4 846	4 566	4 337	6 767	5 158
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	4 158	22 238	2 820	18 944	5 379
	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	2 015	20 832	374	16 951	3 258
	Prodaný materiál	2 143	1 406	2 446	1 993	2 121
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-26 693	-28 229	-41 187	-44 048	-12 478
IV.	Ostatní provozní výnosy	28 376	25 785	29 936	26 246	34 439
H.	Ostatní provozní náklady	27 407	19 909	19 572	30 537	20 078
*	<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	185 769	169 217	236 825	108 619	65 425
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	59 283	42 931	7	8	8
	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	59 283	42 931	7	8	8

<b>Pokračování tabulky z předchozí strany</b>						
X.	Výnosové úroky	282	132	40	444	875
N.	Nákladové úroky	3 744	3 748	8 733	20 148	16 641
XI.	Ostatní finanční výnosy	4 640	3 807	10 232	11 085	17 181
O.	Ostatní finanční náklady	7 448	7 993	19 867	19 567	16 143
*	<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	53 013	35 129	-18 321	-28 178	-14 720
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	29 313	25 782	33 642	14 677	5 905
	Splatná	26 989	24 149	33 082	18 048	3 266
	Odložená	2 324	1 633	560	-3 371	2 639
**	<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	209 469	178 564	184 862	65 764	44 800
***	<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	209 469	178 564	184 862	65 764	44 800
*** *	<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	238 782	204 346	218 504	80 441	50 705

**Příloha 8: Horizontální analýza aktiv a pasiv (v %)**

<b>AKTIVA k 31. 12. (v %)</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>2,57</b>	<b>0,16</b>	<b>3,38</b>	<b>7,54</b>	<b>0,08</b>
<b>DLOUHODOBÝ MAJETEK</b>	<b>7,12</b>	<b>-1,02</b>	<b>3,44</b>	<b>5,84</b>	<b>7,80</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	-23,56	-44,47	-46,05	-8,48	9,76
Dlouhodobý hmotný majetek	8,06	-0,88	3,26	8,86	11,55
Dlouhodobý finanční majetek	5,68	0,99	8,56	-8,77	-10,34
<b>OBĚŽNÁ AKTIVA</b>	<b>-2,83</b>	<b>2,25</b>	<b>2,89</b>	<b>10,27</b>	<b>-12,14</b>
Zásoby	7,64	-12,04	10,55	30,69	-14,08
Dlouhodobé pohledávky	76,02	2,33	25,81	-0,26	1,03
Krátkodobé pohledávky	-11,18	8,48	7,52	-5,33	-28,06
Finanční majetek	20,31	19,17	-44,12	61,60	94,80
Peníze	176,44	38,60	-16,17	3,84	-0,04
Účty v bankách	18,27	18,57	-45,12	64,75	98,06
<b>ČASOVÉ ROZLIŠENÍ</b>	<b>-17,90</b>	<b>-33,38</b>	<b>-28,78</b>	<b>57,40</b>	<b>245,86</b>

<b>PASIVA k 31. 12. (v %)</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>2,57</b>	<b>0,16</b>	<b>3,38</b>	<b>7,54</b>	<b>0,08</b>
<b>VLASTNÍ KAPITÁL</b>	<b>10,07</b>	<b>11,93</b>	<b>27,51</b>	<b>16,69</b>	<b>16,83</b>
Základní kapitál	0,00	0,00	65,56	0,00	0,00
Kapitálové fondy	10,44	7,92	10,51	-10,58	-13,59
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	9,75	5,76	8,01	20,95	-0,05
Hospodářský výsledek minulých let	147,47	38,73	-88,90	1038,36	92,75
Výsledek hospodaření běžného účetního období	-35,00	46,79	181,10	-3,41	17,31
<b>CIZÍ ZDROJE</b>	<b>-2,36</b>	<b>-9,55</b>	<b>-12,82</b>	<b>-0,66</b>	<b>-6,92</b>
Rezervy	-5,56	-10,41	-20,20	-21,84	-20,89
Dlouhodobé závazky	1,57	-26,90	-32,17	6,68	8,47
Krátkodobé závazky	0,45	-1,15	24,73	0,28	-4,92
Bankovní úvěry a výpomoci	-4,31	-16,77	-54,94	7,40	-7,28
<b>ČASOVÉ ROZLIŠENÍ</b>	<b>232,84</b>	<b>159,67</b>	<b>11,90</b>	<b>19,03</b>	<b>-98,70</b>

**Příloha 9: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty (v %)**

<b>Položka k 31.12. (%)</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>Tržby za prodej zboží</b>	<b>-15,31</b>	<b>-5,75</b>	<b>-6,04</b>	<b>5,68</b>	<b>-12,94</b>
<b>Náklady vynaložené na prodané zboží</b>	<b>-15,85</b>	<b>-3,58</b>	<b>-4,03</b>	<b>6,71</b>	<b>-11,68</b>
Obchodní marže	-11,91	-18,91	-20,50	-3,28	-25,03
<b>Výkony</b>	<b>5,51</b>	<b>0,46</b>	<b>5,08</b>	<b>18,93</b>	<b>-10,22</b>
<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>6,64</b>	<b>-0,63</b>	<b>2,52</b>	<b>23,47</b>	<b>-12,86</b>
Přidaná hodnota	-3,70	5,78	19,50	-7,65	8,54
Osobní náklady	-0,86	-0,69	-1,88	0,80	6,14
Daně a poplatky	-41,17	39,85	-19,76	50,49	-31,06
Odpisy DHM a DNHM	15,73	4,50	8,14	-7,31	5,54
Tržby z prodeje DM a materiálu	-60,22	56,37	-80,22	420,59	-68,86
Změna stavu rezerv a opravných položek	-57,42	253,01	-6,50	-31,46	-5,44
Ostatní provozní výnosy	-20,43	-23,79	14,06	-13,87	10,05
Ostatní provozní náklady	-32,85	52,09	-35,91	1,72	37,66
Provozní výsledek hospodaření	-44,06	66,02	118,03	-28,55	9,78
Výnosy z prodeje dlouhodobého fin. majetku	x	0,00	-12,50	613200	38,09
Výnosové úroky	-9,89	-49,26	-90,99	230,00	113,64
Nákladové úroky	-35,29	21,07	-56,66	-57,08	-0,11
Finanční výsledek hospodaření	-47,88	91,43	-34,98	-291,74	50,91
Daň z příjmů za běžnou činnost	-70,16	148,55	129,22	-23,36	13,70
<b>Hospodářský výsledek za běžnou činnost</b>	<b>-35,00</b>	<b>46,79</b>	<b>181,10</b>	<b>-3,41</b>	<b>17,31</b>
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>-42,84</b>	<b>58,65</b>	<b>171,63</b>	<b>-6,48</b>	<b>16,85</b>

Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

## Příloha 10: Srovnání s konkurencí

V této kapitole se zaměřím na porovnání oceňované společnosti s vybranými konkurenty, kterými jsou mlékárenské společnosti Pragolaktos, OLMA, Danone, Mlékárna Hlinsko a Mlékárna Kunín. Veškerá potřebná data byla čerpána z výročních zpráv společností dostupných na webových stránkách [www.justice.cz](http://www.justice.cz).

*Výsledek hospodaření za běžnou činnost*

Výsledek hospodaření (tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
MADETA	44 800	65 764	184 862	178 564	209 469
Pragolaktos	59 075	23 229	353 347	112 145	-43 833
OLMA	55 921	127 965	183 101	140 481	129 466
Mlékárna Hlinsko	7 746	-22 455	119 736	59 122	27 770
Mlékárna Kunín	-29 036	-21 123	-4 927	-21 540	19 153

Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

Jako první sledovaný ukazatel pro porovnání oceňované společnosti s konkurencí jsem zvolila výsledek hospodaření za běžnou činnost. Z výše uvedených výsledků je zřejmé, že ztrátu vykazovala nejčastěji Mlékárna Hlinsko, a to hned po sobě jdoucí čtyři období. V roce 2015 již společnost generovala zisk. Ostatní konkurenční společnosti mají hospodářské výsledky jednotlivých účetních období značně kolísavé, Pragolaktos a Mlékárna Hlinsko vykázaly rovněž ztrátu. Jediné společnosti vykazující po sledovaném období zisk, jsou MADETA a OLMA. Zisk u společnosti OLMA v letech 2014 a 2015 poklesl, zatímco u MADETY postupně roste.

*Rentabilita celkového kapitálu (ROA)*

ROA (v %)	2011	2012	2013	2014	2015
MADETA	3,32	4,95	10,81	9,2	10,72
Pragolaktos	8,50	3,41	37,07	11,62	-4,57
OLMA	4,96	13,78	19,23	14,90	13,53
Mlékárna Hlinsko	1,27	-3,65	17,07	7,24	3,54
Mlékárna Kunín	-3,36	-3,19	-0,68	-2,36	0,59

Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

Dalším sledovaným ukazatelem je rentabilita kapitálu, a sice kapitálu celkového a kapitálu vlastního. Rentabilita celkového kapitálu (ROA) dosahuje doporučených hodnot ve více letech ze sledovaného období pouze u společností MADETA a OLMA. U společností Pragolaktos a Mlékárna Hlinsko bylo dosaženo v roce 2013 poměrně vysoké hodnoty ukazatele ROA, avšak ve sledovaném období je hodnota tohoto ukazatele značně

kolísavá, dostává se pod doporučenou hodnotu a rovněž vykazoval záporné hodnoty. Nejhorší výsledky pak vykazuje Mlékárna Kunín, u níž je ROA v záporných hodnotách.

*Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)*

<b>ROE (v %)</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
MADETA	6,77	8,88	19,58	16,21	16,28
Pragolaktos	24,53	8,80	57,23	15,37	-6,39
OLMA	47,61	52,16	42,72	24,69	19,96
Mlékárna Hlinsko	2,19	-6,78	26,55	11,59	5,16
Mlékárna Kunín	-9,76	-7,64	-1,81	-8,62	7,12

Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

Podobný vývoj jako u ROA lze zaznamenat také u rentability vlastního kapitálu (ROE).

*Doba obratu zásob*

<b>Doba obratu zásob</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
MADETA	20,99	18,28	19,80	22,00	20,87
Pragolaktos	12,33	8,14	10,37	9,23	8,23
OLMA	23,30	15,68	17,29	24,61	26,00
Mlékárna Hlinsko	24,68	22,32	21,67	26,98	25,60
Mlékárna Kunín	22,18	20,88	19,28	22,98	19,34

Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

Z výše uvedené tabulky zaměřující se na dobu obratu zásob jsou v porovnání s konkurencí patrné průměrně hodnoty u oceňované společnosti.

*Doba obratu pohledávek*

<b>Doba obratu pohledávek</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
MADETA	33,27	35,73	37,65	30,30	24,08
Pragolaktos	48,08	55,57	59,74	56,73	57,11
OLMA	33,07	35,68	38,76	28,58	30,06
Mlékárna Hlinsko	51,74	45,13	43,04	43,36	43,24
Mlékárna Kunín	90,77	65,60	67,00	59,00	56,73

Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

V případě doby obratu pohledávek jsou patrné u společnosti MADETA velmi příznivé výsledky. V roce 2015 činila doba obratu pohledávek 24 dnů, u konkurenční společnosti Pragolaktos tato doba přesáhla 57 dnů.

*Doba obratu závazků*

<b>Doba obratu závazků</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
----------------------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------



MADETA	79,03	70,91	62,27	53,95	56,56
Pragolaktos	51,65	52,82	32,08	27,94	37,39
OLMA	129,82	101,87	73,57	59,80	57,24
Mlékárna Hlinsko	76,94	64,74	49,91	55,34	51,87
Mlékárna Kunín	145,22	116,57	111,10	103,34	91,34

Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

U společnosti MADETA dosahuje doba obratu závazků v porovnání s konkurencí průměrných hodnot. Ve sledovaném období je však patrný postupný pokles doby obratu.

#### *Běžná likvidita*

<b>Běžná likvidita</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
MADETA	0,80	1,10	1,20	1,31	1,22
Pragolaktos	1,22	1,24	2,26	2,39	1,79
OLMA	1,33	1,33	1,22	1,19	1,34
Mlékárna Hlinsko	2,26	1,79	1,82	1,97	2,01
Mlékárna Kunín	-0,06	-0,06	-0,01	-0,05	0,05

Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

U běžné likvidity dosahuje nejlepších hodnot Mlékárna Hlinsko, průměrná hodnota ukazatele se pohybuje okolo 2. Nejhorší výsledky lze sledovat u Mlékárny Kunín. Oceňovaná společnost MADETA se pohybuje okolo průměrných hodnot.

#### *Počet zaměstnanců*

<b>Počet zaměstnanců</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
MADETA	1 605	1 508	1 474	1 463	1 430
Pragolaktos	111	109	111	115	118
OLMA	399	397	412	421	437
Mlékárna Hlinsko	243	241	237	257	272
Mlékárna Kunín	365	362	355	354	356

Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

Závěrem srovnání s konkurenčními společnostmi je zaměřen na vývoj počtu zaměstnanců a zisk, který vyprodukuje jeden pracovník. Počet zaměstnanců je nejvyšší u MADETY. Počet zaměstnanců se však u této společnosti rok od roku snižuje, což se zase promítá do zvyšující se hodnoty zisku připadající na jednoho pracovníka. Společnost OLMA a Pragolaktos zaměstnávají sice daleko menší počet zaměstnanců, ale zisk na pracovníka je u těchto dvou mlékáren největší. Převážně záporných hodnot pak dosáhla Mlékárna Kunín, jelikož po většinu sledovaného období vykazovala ztrátu.

#### *Zisk na pracovníka*

<b>Zisk na pracovníka</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
---------------------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

MADETA	27,91	43,61	125,42	122,05	146,48
Pragolaktos	532,21	213,11	3183,31	975,17	-371,47
OLMA	140,15	322,33	444,42	333,68	296,26
Mlékárna Hlinsko	31,88	-93,17	505,22	230,05	102,10
Mlékárna Kunín	-79,55	-58,35	-13,88	-60,85	53,80

Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování