

**Jihočeská univerzita v Českých Budějovicích  
Ekonomická fakulta**

**Katedra účetnictví a financí**

studijní program: B 6208 Ekonomika a management  
studijní obor: Účetnictví a finanční řízení podniku

## **OCENĚNÍ VYBRANÉHO PODNIKU JAKO CELKU**

vedoucí práce: Ing. Štěpán Bláha

autor: Monika Zacharová

2009

JIHOČESKÁ UNIVERZITA V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH  
Ekonomická fakulta  
Katedra ekonomiky  
Akademický rok: 2007/2008

**ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE**  
(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Monika ZACHAROVÁ**  
Studijní program: **N6208 Ekonomika a management**  
Studijní obor: **Účetnictví a finanční řízení podniku**  
  
Název tématu: **Ocenění vybraného podniku jako celku**

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

Cíl práce:  
Stanovení tržní ceny za použití metody tržního srovnání

Osnova:

1. Definování cílů a stanovení metodického postupu
2. Teoretická východiska oceňování majetku, podniku a právní normy
3. Subjekt zkoumání – prezentace vybraného podniku
4. Seskupení relevantních dat pro ocenění podniku
5. Metoda tržního porovnání
6. Komparace vybrané metody s metodou výnosovou a případně stanovení tržní ceny podniku
7. Zhodnocení dosažení cílů, závěr

Rozsah grafických prací:

Rozsah pracovní zprávy:

40 - 50 stran

Forma zpracování diplomové práce:

tištěná

Seznam odborné literatury:

Mařík, M.: Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. Praha, Ekopress, 2003. ISBN 80-86119-57-2.

Maříková, P., Mařík, M.: Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota. Praha, Ekopress, 2001. ISBN 80-86119-36-X.

Mlčoch, J. : Oceňování podniku: ekonomické aspekty. Praha, Linde, 1998. ISBN 80-7201-145-6.

Kislingerová, E. : Oceňování podniku. Praha, C. H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1.

Tichý Gisereich E., Spal, J. : Oceňování podniku: základy – metody – praxe. Praha, Linde, 1991.

Poláček, B., Attl, J. : Posudek znalce a podnik. Praha, C. H. Beck, 2006. ISBN 80-8189-503-8.

Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů

Vedoucí diplomové práce:

Ing. Štěpán Bláha

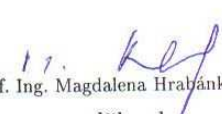
Katedra ekonomiky

Datum zadání diplomové práce:

4. února 2008

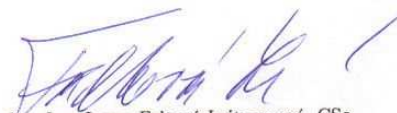
Termín odevzdání diplomové práce:

30. dubna 2009

17.   
prof. Ing. Magdalena Hrabánková, CSc.

děkanka

JIHOČESKÁ UNIVERZITA  
V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH  
EKONOMICKÁ FAKULTA  
Studentská 13 (1)  
370 05 České Budějovice

  
doc. Ing. Ivana Faltová Leitmanová, CSc.

vedoucí katedry

V Českých Budějovicích dne 4. února 2008

*Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma „Ocenění vybraného podniku jako celku“ vypracovala samostatně na základě vlastních zjištění s využitím uvedených dat, zdrojů a literatury.*

*Prohlašuji, že v souladu s § 47b zákona č. 111/1998 Sb. v platném znění souhlasím se zveřejněním své diplomové práce, a to v nezkrácené podobě, Ekonomickou fakultou elektronickou cestou ve veřejně přístupné části databáze STAG provozované Jihočeskou univerzitou v Českých Budějovicích na jejích internetových stránkách.*

*v Českých Budějovicích, dne 19. srpna 2009*

*Děkuji vedoucímu diplomové práce Ing. Štěpánu Bláhovi za cenné rady, připomínky  
a metodické vedení práce.*

*Poděkování patří rovněž majitelům oceňované společnosti za laskavé svolení nakládat  
s údaji o jejich podnikatelské činnosti.*

## OBSAH

|          |   |           |
|----------|---|-----------|
| <b>1</b> | <b>ÚVOD</b>   | <b>8</b>  |
| <b>2</b> | <b>CÍLE A METODIKA</b>  | <b>11</b> |
| <b>3</b> | <b>LITERÁRNÍ REŠERŠE</b>  | <b>13</b> |
|          | <b>3.1 TEORETICKÁ VÝCHODISKA OCEŇOVÁNÍ PODNIKU</b>  | <b>13</b> |
|          | 3.1.1 DŮVODY PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU  | 13        |
|          | 3.1.2 PODNIK A JEHO TRŽNÍ HODNOTA   | 14        |
|          | 3.1.3 PŘÍSTUPY K OCEŇOVÁNÍ  | 17        |
|          | 3.1.4 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ  | 17        |
|          | <b>3.2 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU</b>   | <b>18</b> |
|          | 3.2.1 METODY TRŽNÍHO POROVNÁNÍ  | 19        |
|          | 3.2.1.1 SROVNÁNÍ S PODOBNÝMI PODNIKY, U NICHŽ JE HODNOTA ZNÁMA  | 19        |
|          | 3.2.1.2 ODVOZENÍ HODNOTY PODNIKU ZE SROVNATELNÝCH TRANSAKČÍ   | 23        |
|          | 3.2.1.3 SROVNÁNÍ S PODOBNÝMI PODNIKY, JEJICHŽ PODÍLY BYLY OCENĚNY PRO VSTUP NA BURZU                                    | 24        |
|          | 3.2.2 VÝNOSOVÉ METODY OCEŇOVÁNÍ   | 25        |
|          | 3.2.2.1 METODA DISKONTOVANÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ  | 25        |
|          | 3.2.2.2 METODA KAPITALIZOVANÝCH ZISKŮ   | 33        |
|          | 3.2.2.3 KOMBINOVANÉ VÝNOSOVÉ METODY   | 35        |
|          | 3.2.2.4 STANOVENÍ LIKVIDAČNÍ HODNOTY  | 36        |
|          | <b>3.3 PRÁVNÍ NORMY</b>   | <b>37</b> |
| <b>4</b> | <b>PRAKTICKÁ ČÁST</b>   | <b>38</b> |
|          | <b>4.1 ÚČEL OCENĚNÍ PODNIKU, DATA A POSTUP</b>  | <b>38</b> |
|          | <b>4.2 PREZENTACE VYBRANÉHO SUBJEKTU OCENĚNÍ</b>  | <b>39</b> |
|          | <b>4.3 STRATEGICKÁ ANALÝZA</b>  | <b>43</b> |
|          | 4.3.1 ANALÝZA VNĚJŠÍHO POTENCIÁLU   | 43        |
|          | 4.3.1.1 VYMEZENÍ RELEVANTNÍHO TRHU  | 43        |
|          | 4.3.1.2 POTENCIÁL ODVĚTVÍ   | 61        |
|          | 4.3.2 ANALÝZA KONKURENČNÍ SÍLY PODNIKU  | 62        |
|          | 4.3.3 PROGNÓZA TRŽEB PODNIKU A ZÁVĚR STRATEGICKÉ ANALÝZY  | 64        |
|          | <b>4.4 FINANČNÍ ANALÝZA</b>   | <b>65</b> |
|          | <b>4.5 VYMEZENÍ PROVOZNĚ NEPOTŘEBNÝCH AKTIV</b>   | <b>76</b> |
|          | <b>4.6 FINANČNÍ PLÁN</b>  | <b>77</b> |
|          | 4.6.1 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY   | 77        |
|          | 4.6.1.1 TRŽBY   | 77        |
|          | 4.6.1.2 INVESTICE DO DLOUHODOBÉHO MAJETKU   | 78        |
|          | 4.6.1.3 PROVOZNÍ ZISKOVÁ MARŽE  | 80        |
|          | 4.6.1.4 PRACOVNÍ KAPITÁL  | 83        |
|          | 4.6.2 FINANČNÍ PLÁN   | 85        |
|          | 4.6.3 FINANČNÍ ANALÝZA PLÁNOVÝCH UKAZATELŮ  | 87        |
|          | <b>4.7 OCENĚNÍ PODNIKU DLE VYBRANÝCH METOD</b>  | <b>89</b> |
|          | 4.7.1 ODŮVODNĚNÍ VOLBY KONKRÉTNÍCH METOD  | 89        |
|          | 4.7.2 OCENĚNÍ JEDNOTLIVÝM METODAMI  | 90        |
|          | 4.7.2.1 METODA TRŽNÍHO POROVNÁNÍ  | 90        |
|          | 4.7.2.2 VÝNOSOVÉ METODY OCENĚNÍ   | 93        |
|          | 4.7.2.2.1 Metoda diskontovaných peněžních toků  | 93        |
|          | 4.7.2.2.2 Metoda kapitalizovaných zisků   | 102       |
|          | 4.7.3 SYNTETICKÁ ČÁST PRÁCE   | 103       |
|          | 4.7.3.1 VÝSLEDKY OCENĚNÍ DLE JEDNOTLIVÝCH POUŽITÝCH METOD   | 103       |
|          | 4.7.3.2 OBJASNĚNÍ OMEZUJÍCÍCH PODMÍNEK, VZTAHUJÍCÍCH SE K PROVEDENÝM ZPŮSOBŮM OCENĚNÍ                                   | 104       |
|          | 4.7.3.3 KOMPARACE VÝSLEDKŮ OCENĚNÍ DLE METODY TRŽNÍHO POROVNÁNÍ S HODNOTAMI VYVOZENÝMI DLE VÝNOSOVÝCH ZPŮSOBŮ OCEŇOVÁNÍ | 106       |

|   |                                 |       |     |
|---|---------------------------------|-------|-----|
| 5 | ZÁVĚR                           | ..... | 108 |
|   | ABSTRAKT                        | 111   |     |
| 6 | PŘEHLED LITERATURY A ZDROJŮ     | ..... | 113 |
| 7 | SEZNAM SCHÉMAT, GRAFŮ A TABULEK | ..... | 117 |
| 8 | SEZNAM PŘÍLOH                   | ..... | 119 |
|   | PŘÍLOHY                         | 120   |     |

# 1 ÚVOD

**Problematika oceňování podniku**, zahrnující nejrůznější varianty založené na odlišných podnětech, představuje významný předmět zájmu mnohých subjektů, působících v hospodářské sféře v podmínkách České republiky. Ocenění podniku nebo jeho části je v tržním prostředí především nutnou součástí při vyjednávání o jeho koupi či prodeji, nebo důležitým prvkem v rámci fúze podniků, uvedení podniku na burzu, při rozhodování o sanaci či likvidaci podniku, nebo podkladem pro placení daní. Ve vymezených případech je dokonce zákonem<sup>1</sup> stanovena povinnost provedení ocenění majetku (podniku nebo jeho části) znaleckým posudkem, např. při vkladu v nepeněžní formě do společnosti s ručením omezeným nebo akciové společnosti, nebo pro ocenění vypořádacího podílu společníkům při zániku společnosti.

**Aktuálnost otázky oceňování podniku** nabývá na významu zejména při spojování a slučování podniků, ať už s účastí zahraničního nebo domácího kapitálu. Přestože vlivem současné **celosvětové ekonomické krize**<sup>2</sup>, klesá zájem o investice do nákupů rezidenčních podniků, dochází na tomto trhu permanentně k významným transakcím.

Extrémně vysokou aktivitu investorů na trhu s podniky zaznamenala Česká republika **v roce 2007**, kdy byl jako rekordní hodnocen objem fúzí a akvizic a hovořilo se v prvním pololetí uvedeného roku o nejvhodnějším období pro prodej podniku, vzhledem k rychlému růstu ekonomiky a dostupnosti úvěrů.<sup>3</sup>

**Údaje zveřejňované na počátku roku 2009** však nasvědčují nepříznivému vývoji transakcí s podniky a je zřejmé, že působící ekonomická krize se výrazně projevila na poklesu realizovaných obchodů a na představách investorů o prodejní ceně. Hovoří se průměrně až o 15% poklesu cen nabízených podniků oproti prvnímu pololetí roku 2008, což vyplývá především ze zhoršených výsledků jejich hospodaření za rok 2008. Zájem investorů o malé a střední podniky poklesl přibližně o 25 % oproti prvnímu pololetí roku 2008. Přestože počet tradičních fúzí klesl, roste nabídka podniků, které vyžadují

---

<sup>1</sup> [3P] Zákon č.513/1991 Sb., *obchodní zákoník*, ve znění pozdějších předpisů

<sup>2</sup> [7E] Ministerstvo financí ČR, *Ministerstvo financí ČESKÉ REPUBLIKY: Makroekonomická predikce*. [online]. Praha 1: Ministerstvo financí ČR, 2005 - 2009 [cit. 2009-02-13]. Dostupný z WWW: <[http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro\\_pre\\_45113.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro_pre_45113.html)>.

<sup>3</sup> [9E] SOCHOR, J., NÁDOBA, J. *Cizinci utratí a české firmy rekordní sumy. Hospodářské noviny: HN.IHNED.CZ* [online]. 3. 12. 2007 [cit. 2009-02-15]. Dostupný z WWW: <[http://hn.ihned.cz/2-22536060-500000\\_d-f7](http://hn.ihned.cz/2-22536060-500000_d-f7)>. ISSN 1213-7693.



restrukturalizaci, což se týká zejména firem, jež nejsou schopny splácet své úvěry a banky budou přistupovat k jejich odprodeji.<sup>4</sup>

Krise s sebou přináší i nový fenomén, kdy se investoři, kteří odkoupili různé podniky v průběhu roku 2008, odvolávají na nereálnost prohlášení uvedených ve smlouvách a tudíž reklamují vysoce nadhodnocené prodejní ceny těchto podniků. Zjišťují totiž, že výnosnost z uzavřených obchodů nedosahuje prognózovaných hodnot a téměř každá čtvrtá transakce realizovaná na trhu s podniky v loňském roce je znovu předmětem jednání a právních sporů.<sup>5</sup>

Přes dokladovaný pokles zájmu investorů, jejich zvýšenou rozvážnost a dlouhodobé vyjednávání o ceně, preferenci vysoce likvidních finančních prostředků, očekávání nejvýhodnějšího okamžiku koupě a váhání, je veřejnost informována o existujících transakcích, týkajících se uskutečněných obchodů s podniky.

Při ohlédnutí do nedávné minulosti je důležité vyjádřit **význam oceňování podniků již v 90. letech 20. století**, kdy se otázka oceňování podniku po dlouhé odmlce stala opět aktuální v souvislosti s 1. a 2. vlnou privatizace státních podniků a majetku, který byl odprodáván za ceny odpovídající hodnotám uváděným dle znaleckých posudků. Privatizace některých státních podniků a majetku přetrvává do současnosti, jak uvádí zpráva Ministerstva průmyslu a obchodu.<sup>6</sup> K roku 1996 bylo privatizováno 1002 podniků, k roku 2000 činil stav převedených podniků 1347 a k 31. 12. 2008 se jednalo o 1480 subjektů s uzavřenou privatizací a zbývalo 13 subjektů s neukončenou příp. nezahájenou privatizací, s celkovým majetkem ve výši cca 4 mld. Kč.

Tato **diplomová práce** pojímá téma oceňování podniku právě **na principu stanovení tržní hodnoty konkrétního podniku** pro případnou realizaci jeho prodeje prozatím neidentifikovanému kupci. Výstupem ocenění tohoto podniku jako celku musí být hodnota, kterou by bylo možné reálně získat při transakci mezi nezávislými, informovanými protistranami k určitému okamžiku. Primárně bude toto ocenění provedeno **variantou, založenou na tržním porovnání** s tržní hodnotou obdobných entit, které již

---

<sup>4</sup> zdroj: [1E] BERÁNEK, J., LUŇÁKOVÁ, Z. *Firmy na prodej přibývají, chybí ale kupci. Hospodářské noviny : HN.IHNED.CZ* [online]. 13.1.2009 [cit. 2009-02-15]. Dostupný z WWW: <[http://ekonomika.ihned.cz/c4-10149600-32670170-001000\\_d-firmy-na-prodej-pribyvaji-chybi-ale-kupci](http://ekonomika.ihned.cz/c4-10149600-32670170-001000_d-firmy-na-prodej-pribyvaji-chybi-ale-kupci)>. ISSN 1213-7693.

<sup>5</sup> zdroje: [5E] LUŇÁKOVÁ, Z. *Právníci prověřují koupě firem. Hospodářské noviny: HN.IHNED.CZ* [online]. 30. 1. 2009 [cit. 2009-02-12]. Dostupný z WWW: <[http://hn.ihned.cz/2-33639680-500000\\_d-61](http://hn.ihned.cz/2-33639680-500000_d-61)>. ISSN 1213-7693.

<sup>6</sup> zdroje: [8E] Ministerstvo průmyslu a obchodu. *Ministerstvo průmyslu a obchodu: Postup privatizace* [online]. 8. 4. 2009 [cit. 2009-04-10]. Dostupný z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument5705.html>>.

byly podrobeny procesu ocenění v důsledku určité transakce. Následně bude dosažený výsledek konfrontován s výstupy ocenění podle **výnosové metody oceňování podniku**.

**Subjektem zkoumání**, na němž bude zobrazena praktická aplikace těchto způsobů ocenění, je zvolena firma, která představuje významného producenta krmných směsí ve vybraném kraji v České republice a zároveň působí i na trhu se zemědělskými komoditami a s agrochemikáliemi.

**Práce je koncipována** na základě teoretického obsažení poznatků a poté na principu logicky navazujícího zpracování údajů, které umožní aplikaci konkrétních modelů oceňování.

**Teoretická část** práce sestává z vymezení determinant určujících způsobů a pojetí celého ocenění podniku, definici termínů, spjatých s oborem oceňování podniku a majetku a popisuje relevantní metody oceňování podniku. Rovněž nastiňuje možnou variantu sledu jednotlivých fází, směřujících k ocenění podniku a stanovuje jeho právní rámec.

**Praktická část práce**, ve své analytické fázi, pojednává nejprve o charakteristice podnikatelského subjektu, identifikuje data, jež jsou nutná pro stanovení konkrétních závěrů o vývoji trhu, na němž subjekt realizuje svou činnost, v dalších kapitolách zhodnocuje finanční situaci podniku a jeho hospodářskou situaci včetně vymezení jeho strategií do budoucna a jeho postavení na trhu. V navazujících kapitolách jsou aplikovány některé z metod oceňování podniku, definované v teoretickém oddílu práce, tj. nejprve metoda tržního porovnání na základě srovnatelných transakcí a výnosové metody. Navazující syntetická fáze shrnuje a porovnává dosažené výsledky ocenění, vymezuje relevantní omezení, která mohou ovlivnit reálnost dosažených hodnot, obhájí použití zvolených metod a především dokazuje význam provedeného ocenění a jeho využití.

## 2 CÍLE A METODIKA

Diplomová práce se zabývá stanovením tržní ceny podniku pro jeho případný prodej aplikací metody tržního porovnání a výnosových způsobů oceňování. Subjekt zkoumání představuje zvolená akciová společnost, mezi jejíž hlavní obory podnikání se řadí výroba a prodej krmiv pro hospodářská zvířata a prodej zemědělských komodit a přípravků pro výživu a ochranu rostlin.<sup>7</sup>

Z hlavního cíle, jímž je předurčen **popis jednotlivých metod ocenění podniku jako celku a jejich aplikace na konkrétní entitu**, vyplývají požadavky na splnění dílčích cílů. V první řadě se stanovilo za jeden z těchto dílčích cílů vymezení **důvodů pro oceňování podniku** v reálném prostředí včetně určení **právních norem**, na nichž se tato činnost zakládá a které ji ovlivňují, dále **definování pojmů**, které se vztahují k tomuto oboru a představují základní element pro porozumění systému oceňování. Zásadní význam pro konkrétní ocenění představuje další dílčí cíl, tj. popis **východisek, na nichž jsou teoreticky vystavěny různé metody oceňování podniku**.

Pro analýzu hospodářské činnosti konkrétní firmy je nutné respektovat další dílčí cíle, mezi nimiž stojí **shromáždění veškerých potřebných dat**<sup>8</sup> za předem definované období, tzn. **výroční zprávy** společnosti včetně účetních výkazů, popř. její **finanční a strategické plány**, dále sběr informací, zásadních pro zhodnocení **postavení této firmy v rámci odvětví a identifikace** jejích konkurentů, včetně stanovení jejího podílu na daném trhu. Stěžejní dílčí cíl, mající neodmyslitelný význam pro možnost aplikace zvolených metod ocenění na principu tržního porovnání, představuje vytvoření datové základny z veřejně dostupných **informací o hospodářské situaci a realizovaných transakcích s určitým množstvím srovnatelných podniků**.

Práce vychází z **hypotézy**, že podklady shromážděné za účelem aplikace metod tržního ocenění (v tomto případě metod tržního porovnání a výnosových metod) tvoří dostatečně obsáhlou substanci a existuje pravděpodobnost, že dosažené výsledky budou reprodukovatelné jako tržní hodnota daného subjektu.

Vzhledem k zaměření práce je vhodné uplatnit postup založený na metodě tzv. **analýzy a syntézy**, kdy se primárně zkoumají a zpracovávají informace, které významně ovlivňují vývoj ekonomické činnosti podniku a vypovídají o jeho tržní hodnotě,

---

<sup>7</sup> Záměrně není uváděna obchodní firma ani sídlo společnosti.

<sup>8</sup> Nejvýznamnější z těchto použitých dat zobrazují přílohy XXV, XXVI a XXVII, které tvoří nedílnou součást práce.

k níž ocenění dospěje. Součástí této fáze by mělo proto tvořit především zhodnocení vývoje relevantního tržního prostředí, včetně zásadních **determinant, vztahujících se k oceňovanému podniku a jeho finanční a strategická analýza**. Syntéza následně sloučí jednotlivé části a dílčí závěry vygenerované v analytické části, ovšem její náplň představuje i **odůvodnění veškerých použitých metod a postupů**, zdůraznění omezujících podmínek a jejich dopad na reprodukovatelnost dosažených hodnot a následně význam a využití dosažených výsledků. Vlastní praktická část práce je zpracována dle současného doporučeného postupu oceňování podniku, uváděného **Institutem oceňování majetku**.<sup>9</sup>

V rámci shromažďování poznatků o významu, principech a metodách oceňování podniku je nezbytné čerpat informace z **odborné literatury a právních předpisů**, jejichž výčet, vztahující se k této práci uvádí seznam zdrojů. Pro vlastní uplatnění vybraných způsobů ocenění na konkrétní subjekt reprezentují tyto publikace rovněž významný pramen informací, ovšem rozhodující pozici v této fázi práce zauímají **aktuální data, extrahovaná z publikovaných údajů o vývoji trhu**, na němž zvolená společnost realizuje své aktivity a informace o způsobech oceňování podniku v současné oceňovací praxi v České republice. Jako zásadní jsou posuzována **data získaná o hospodářské situaci daného subjektu i srovnávaných podniků** a údaje o jejich postavení v dané oblasti podnikání, včetně zpřístupněných údajů o uskutečněných transakcích, týkajících se těchto entit. Zdroj takovýchto informací poskytují především **veřejné instituce a periodika** zabývající se danou problematikou, jejichž výčet je rovněž zařazen v seznamu zdrojů.

Zaměření a hloubka práce je zvolena po dohodě s vedoucím práce, bibliografické citace jsou uváděny v souladu s normou ČNS ISO 690 a ČSN ISO 690-2 (Elektronické dokumenty nebo jejich části) a formální úprava textu zpracovaného textovým editorem odpovídá normě ČSN 01 69 10.

---

<sup>9</sup> **Institut oceňování majetku** „je specializované pracoviště Vysoké školy ekonomické v Praze. Byl zřízen jako vědecké, vzdělávací, metodické a realizační středisko pro znaleckou, odhadcovskou a poradenskou činnost při oceňování majetku. Zároveň působí jako znalecký ústav se zaměřením na oceňování.“

- Vysoká škola ekonomická v Praze. Institut oceňování majetku. Oceňování podniku: *Doporučená osnova závěrečných prací*. [online]. 30. 4. 2009 [cit. 2009-02-18]. Dostupný z WWW: <http://iom.vse.cz/>

### 3 LITERÁRNÍ REŠERŠE

#### 3.1 TEORETICKÁ VÝCHODISKA OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

##### 3.1.1 DŮVODY PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

K ocenění podniku dochází za účelem stanovení jeho hodnoty, která se poté stává zásadním podkladem pro rozhodnutí např. o realizaci prodeje podniku nebo pro hodnocení práce podnikového managementu. Výčet důvodů pro zadání této služby oceňovateli je však rozsáhlejší a právě individuální podnět bude předurčovat použité přístupy a metody vlastního ocenění podniku.

Z pohledu subjektů, které zadávají požadavek na ocenění podniku, je zřejmé, že účel ocenění může v některých situacích jednoznačně souviset se službou, kterou daný subjekt poskytuje oceňovanému podniku, např. ocenění pro účely pojištění podniku. Naopak v jiných případech sám zadávající subjekt nebude evidentním vodítkem účelu ocenění a podstatným údajem budou včetně onoho subjektu i další okolnosti. Zmíněny mohou být některé z nich jako např. otázka pokračování v podnikatelské činnosti, možnost fúze s jiným subjektem nebo vytvoření joint venture.

Při zohlednění rozličných důvodů, jejichž přehled je shrnut níže, a následně tedy za použití různých metod, směřuje proces oceňování podniku k odhadu údaje, který vyjádří dle Maříka<sup>10</sup>: „*Kolik je ochoten za podnik zaplatit běžný zájemce, kolik bychom dostali na trhu? Jaké je tedy tržní ocenění? Jakou má podnik hodnotu pro konkrétního kupujícího?*“

Shrnutí některých pohnutek k ocenění podniku:

- a) koupě a prodej podniku
- b) vklad podniku do nově zakládaného podniku
- c) uvádění podniku na burzu, na kapitálový trh
- d) rozhodování o možnostech sanace a likvidace
- e) rozhodování o fúzi, sanaci, nebo likvidaci
- f) restrukturalizace podniku za účelem maximalizace jeho hodnoty
- g) hodnocení úspěšnosti práce vedení podniku
- h) pojištění podniku
- i) poskytování úvěru, hodnocení reálné bonity podniku
- j) placení různých daní

---

<sup>10</sup> cit. s. 9, Lit. [7] MAŘÍK, M. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha 4: Ekopress, 1996. 111 s. ISBN 901991-1-9.

### 3.1.2 PODNIK A JEHO TRŽNÍ HODNOTA

Pro objasnění pojmu **podnik** je možné vycházet z právní terminologie a užít definici § 5, odst. 1 a 2 zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník<sup>11</sup>:

*„Podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná. Na jeho právní poměry se použijí ustanovení o věcech v právním smyslu. Tím není dotčena působnost zvláštních právních předpisů vztahujících se k nemovitým věcem, předmětům průmyslového a jiného duševního vlastnictví, motorovým vozidlům apod., pokud jsou součástí podniku.“*

Uvedený právní předpis definuje rovněž další termíny spojené s podnikem a jeho součástmi. Vymezuje dle § 6, odst. 1 zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, pojem obchodní majetek: *„Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a peníze ocenitelné jiné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.“* Uvedený termín zahrnuje tu část podniku, která odpovídá v účetním výkaze – rozvaze, položce aktiva.

Další odstavce, 2 a 3, § 6 tohoto zákona definují tzv. obchodní jmění a tzv. čistý obchodní majetek: *„Pro účely tohoto zákona se soubor obchodního majetku a závazků vzniklých podnikateli, který je fyzickou osobou, v souvislosti s podnikáním označuje jako obchodní jmění (dále jen "jmění"). Jměním podnikatele, který je právnickou osobou, je soubor jeho veškerého majetku a závazků.“*

*„Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou.“*

**Z ekonomického hlediska** podnik představuje funkční hospodářský celek, který je schopen přinášet v současnosti i budoucnosti určitý užitek, vytvářet výnos pro zúčastněné subjekty.

---

<sup>11</sup> cit. ze zdroje [3P] Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů

V podmínkách České republiky se rozlišují obecně dva typy cen, tj. určitými orgány **regulované ceny a ceny smluvní**, které stanovuje § 1, odst. 2 zákona č. 526/1990 Sb., o cenách<sup>12</sup>:

„**Cena je peněžní částka**

a) *sjednaná při nákupu a prodeji zboží podle § 2 až 13 nebo*

b) *zjištěná podle zvláštního předpisu k jiným účelům než k prodeji.*“

Kislingerová<sup>13</sup> vymezuje následující kategorie cen, jejichž rozdílnost nasvědčuje širokému spektru přístupů k ocenění majetkových částí podniku:

|                                     |   |
|-------------------------------------|---|
| „ <i>Pořizovací cena:</i>           | <i>cena, za kterou byl majetek pořízen, tj. cena historická</i>   |
| <i>Tržní cena:</i>                  | <i>cena, za niž již proběhla směna</i>  |
| <i>Světová cena:</i>                | <i>cena, která vyjadřuje hodnotu určitého zboží v peněžním ekvivalentu</i>  |
| <i>Zjištěná cena:</i>               | <i>jedná se o cenu stanovenou podle určitého předpisu (též někdy administrativní cena)</i>  |
| <i>Reprodukční pořizovací cena:</i> | <i>někdy reprodukční hodnota, jedná se o vyjádření úrovně nákladů spojených s pořízením srovnatelného aktiva v daný okamžik pořízení bez odpočtu opotřebení</i> |
| <i>Obvyklá cena:</i>                | <i>cena, za kterou lze stejnou nebo podobnou majetkovou část v daný okamžik a v daném místě pořídit</i>   |
| <i>Výchozí cena:</i>                | <i>cena nové věci bez odpočtu opotřebení</i>  |
| <i>Administrativní cena:</i>        | <i>cena zjištěná podle cenového předpisu“</i>   |

Proces oceňování vychází z pojetí **podniku jako zboží**, které disponuje svou **užitnou a směnnou hodnotou**. Za předpoklad existence užitné hodnoty podniku je považována skutečnost, že podnik je funkční celek přinášející budoucí výnosy, tedy užitek. **Směnná hodnota**, která je druhou základní vlastností zboží, všeobecně vychází ze středu nabídek prodávajících a kupujících, jeho reálné potřeby, což umožní hovořit o objektivní hodnotě dosažené na trhu.

V případě podniku je však nutné **funkci trhu zpravidla nahradit různými modely odhadování cen**, které následně slouží jako podklad pro jednání o ceně podniku. Takováto vymodelovaná hodnota může být odvozena od současných a budoucích výnosů, ale může odpovídat i nákladům, které prodávající vynaložil v souvislosti s podnikem. Hodnota

<sup>12</sup> cit. ze zdroje: [4P] Zákona č. 526/1990 Sb., o cenách, ve znění pozdějších předpisů

<sup>13</sup> cit. s. 6, Lit. [3] Kislingerová, E.: *Oceňování podniku*. 1 vyd. Praha: C. H. Beck, 1999. 304 s. ISBN 80-7179-227-6.

podniku je relativním pojmem, který závisí na okamžiku odhadování užiteků plynoucích z podniku. Proto v otázce podniku **lze stanovovat jeho hodnotu pouze při současném zohlednění okamžiku odhadu, jeho účelu a vlastnictví.**

Ocenění podniku dospěje k odhadu hodnoty, o níž nelze hovořit jako o jeho hodnotě směnné, již realizované. Tato hodnota určuje východisko pro individuální jednání o ceně mezi zúčastněnými subjekty, kteří teprve provedením transakce potvrdí ujednanou cenu podniku.

U obvyklého zboží je zpravidla jeho **hodnota** shodná s jeho **cenou**, zatímco u podniku jako zboží k rovnosti dochází jen výjimečně, neboť existuje řada aspektů, které ovlivní konečnou sjednanou cenu podniku, např. časová tíseň, vztahy mezi subjekty nebo jejich schopnost vyjednávat o ceně.

V případě podniku není reálné vyvodit jeho **objektivní hodnotu**, která je velmi relativním pojmem. Určit je možné pouze tzv. **objektivizovanou hodnotu podniku**<sup>14</sup>, která zohledňuje představy o ceně zúčastněných subjektů, ale i účel a čas, ke kterému je hodnota stanovena a navíc odráží oceňovatelovu znalost a informovanost o podniku k danému okamžiku.

**Evropské oceňovací standardy** definují pojem **tržní hodnota** jako odhadnutou částku, za kterou by se aktivum směňovalo k datu oceňování mezi zájemcem o koupi a zájemcem o prodej při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, přičemž každá strana by jednala se znalostí věci rozumně a bez nátlaku.<sup>15</sup>

Pokud budou zohledněny vlastnosti podniku jako zboží, jeho **nízká likvidita, vzácnost a jedinečnost**, je zřejmé, že trh, na němž může docházet k realizaci obchodů s podniky nebo jejich částmi, vykazuje určité zvláštnosti. Strana poptávajících ani strana nabízejících nemůže být pro uvedené vlastnosti podniku dostatečně konkurenční a působení tržního mechanismu musí být nahrazeno individuálními vyjednáváním o podmínkách transakce. Hodnota, za níž bude směna realizována, se poté odvodí z předpokládaných užiteků plynoucích kupujícímu.

<sup>14</sup> cit. s. 7, Lit. [3] Kislíngrová, E.: *Oceňování podniku*. 1 vyd. Praha: C. H. Beck, 1999. 304 s. ISBN 80-7179-227-6.

<sup>15</sup> definice tzv. tržní hodnoty – překlad publikovaný dle s. 9, Lit. [7] MAŘÍK, M. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha 4: Ekopress, 1996. 111 s. ISBN 901991-1-9.

originální text uvádí The European Group of Valuers' Associations. EVS 2009 (The Blue Book): European Valuation Standards 6th edition (EVS 2009) [online]. sixth edition. Belgium: Gillis nv/sa, 2009 [cit. 2009-02-18]. Dostupný z WWW: <<http://www.tegova.org/en/p49ccff9f14ad1>>. ISBN 978-90-9024138-8.:

„EVS1 – Market Value – Valuers should use the following definition of Market Value unless otherwise directed by legislation: “The estimated amount for which the property should exchange on the date of valuation between a willing buyer and a willing seller in an arm’s length transaction after proper marketing wherein the parties had each acted knowledgeably, prudently and without compulsion.”



### 3.1.3 PŘÍSTUPY K OCEŇOVÁNÍ

Oceňování podniku se kategoricky zakládá na dvou vymezených postojích – **subjektivním a objektivním**. První z nich zastává stanovisko, že ocenění by mělo být založeno pouze na všeobecně zřejmých přínosech pro uživatele výsledné informace. Tzv. Kolínská škola, zastávající subjektivní postoj, definuje pět základních funkcí oceňování: „*poradenská, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňová*“<sup>16</sup>. Aby se k ocenění mohlo přistupovat z objektivního hlediska, je nutné dodržet určité podmínky – z podniku vyjímát množství prostředků, které nebudou mít za následek negativní situaci podniku, ocenění musí být tedy založeno na volném zisku, jehož vyjmutí neohrozí substanci podniku, z ocenění musí být vyřazen provozně nepotřebný majetek. Je ovšem nutné pohlížet na podnik ve stavu, v jakém se nachází k datu ocenění a k ocenění užívat jednoznačné a reprodukovatelné metody.

Z jiného hlediska je možné rozlišovat dva odlišné způsoby přístupu k ocenění, první z nich se zakládá na předpokladu ocenění podniku ve stavu, v jakém se nachází k datu ocenění a v budoucnu bude podnik pokračovat ve své činnosti při současném nejoptimálnějším využití zdrojů, tzn. **přístup „going concern“ a „stand alonen basis“**. Přístup, kdy se předpokládá změna vlastníka, který provede změnu ve způsobu využívání zdrojů, zařízení, majetku se může označit za **přístup založený na změně strategického hlediska** a je charakteristický při fúzích a spojování podniků.

### 3.1.4 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ

Základní východisko pro vlastní ocenění podniku představuje vymezení účelu jeho zpracování a určení okamžiku, k němuž bude hodnota podniku stanovena. Zásadní prvky, které ovlivňují a předurčují výslednou hodnotu vyvozenou daným postupem ocenění, představují shromážděné podklady, tzn. data z externího a interního prostředí podniku. Právě na nich musí být vystavěny relevantní analýzy. Účel ocenění determinuje použití konkrétních metod oceňování, které mohou být aplikovány teprve po vygenerování podstatných údajů a hodnot z provedených rozborů vnějšího prostředí podniku a jeho finanční analýzy včetně zhodnocení podnikatelského záměru. Možnou variantu sledu kroků, směřujících k ocenění podniku zobrazují schémata dle příloh I a II.

---

<sup>16</sup> cit. s. 12. s. 9, Lit. [7] MAŘÍK, M. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha 4: Ekopress, 1996. 111 s. ISBN 901991-1-9.

### 3.2 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Metody užívané a definované pro oceňování podniku se principiálně rozdělují do čtyř základních kategorií podle svého hlavního charakteru. Poté se hovoří o metodách relativního oceňování, metodách výnosových, metodách založených na ocenění vynaložených nákladů a v neposlední řadě o kombinovaných metodách. Detailnější třídění těchto metod, jejichž výčet je shrnut níže, vychází z typu hodnot, s nimiž model kalkuluje:

- a) **metody relativního oceňování**, tj. založené na analýze aktuálních cen na trhu, jejich členění uvádí Mařík<sup>17</sup>
  - *ocenění na základě srovnatelných podniků*
  - *ocenění na základě srovnatelných transakcí*
  - *ocenění na základě podniků uváděných na burze*
- b) **metody výnosové**, tj. vycházející z předpokládaných výnosů
  - *metoda diskontovaných peněžních toků*
  - *metoda kapitalizovaných zisků*
  - *metoda ekonomické přidané hodnoty* – uvádí Kislingerová<sup>18</sup>
- c) **metody založené na ocenění vynaložených nákladů** (nákladů na pořízení majetku) dle Maříka, nebo podle členění uváděného Kislingerovou<sup>19</sup> – **metody založené na stavových veličinách**, (zjištění tzv. věcné hodnoty – majetkový přístup, reprodukční hodnota)
  - *metoda účetní hodnoty*
  - *metoda substanční, věcné hodnoty*
  - *metoda likvidační hodnoty* – uváděna Maříkem<sup>20</sup>
- d) **metody kombinované** – mohou být zahrnuty do kategorie výnosových metod, které tvoří jejich součást a dle Maříka<sup>21</sup> se poté se označují jako tzv. **kombinované výnosové metody**
  - *Schmalenbachova metoda střední hodnoty*
  - *metoda vážené střední hodnoty*
  - *metoda nadzisku, superzisku (model diferenciální renty* – uvádí Kislingerová<sup>22</sup>)

<sup>17</sup> cit. s. 32, Lit. [7] MAŘÍK, M. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha 4: Ekopress, 1996. ISBN 901991-1-9.

<sup>18</sup> cit. s. 23, Lit. [4] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1.

<sup>19</sup> cit. s. 14, Lit. [3] KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 1999. ISBN 80-7179-227-6.

<sup>20</sup> cit. s. 56, Lit. [7] MAŘÍK, M. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha 4: Ekopress, 1996. ISBN 901991-1-9.

<sup>21</sup> cit. s. 32, 49, Lit. [7] MAŘÍK, M. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha 4: Ekopress, 1996. ISBN 901991-1-9.

<sup>22</sup> cit. s. 23, Lit. [3] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1.

S ohledem na zaměření práce, která se zabývá oceněním podniku jako celku **metodami tržního porovnání** a do protipólu staví hodnoty dosažené **výnosovými metodami**, budou dále podrobněji charakterizovány pouze tyto zmíněné modely.

### 3.2.1 METODY TRŽNÍHO POROVNÁNÍ

Metody tržního, relativního porovnání se zakládají na odvození hodnoty aktiv společnosti z dostupných srovnatelných údajů. Tyto způsoby ocenění vycházejí z principu, že hodnota daného statku by měla odpovídat ceně, za kterou je tento statek běžně obchodován na trhu. Podnik je ovšem téměř vždy jedinečným statkem na svém zvláštním trhu<sup>23</sup>, vzhledem k tomu, že především počet subjektů je zde velmi omezený. V tomto směru tvoří výjimku anglosaské země, jak popisuje Mařík<sup>24</sup>: „*ve Spojených státech amerických je největší trh s podniky a nejlepší datová základna o těchto transakcích, existují zde tedy nejprůhodnější podmínky pro oceňování podniků touto metodou*“. Navíc je pro tento speciální trh příznačné, že informace o uzavřených obchodech nejsou většinou veřejně dostupné.

Pro oceňování podniku jsou podle Maříka<sup>25</sup> metody tržního porovnání definovány ve třech různých variantách:

- a) *srovnání s podobnými podniky, u nichž je hodnota známa*
- b) *srovnání s podobnými podniky, které byly předmětem transakcí a je tedy známa jejich realizační cena (neboli odvození hodnoty podniku ze srovnatelných transakcí)*
- c) *srovnání s podobnými podniky, jejichž podíly byly oceňovány pro vstup na burzu.*

#### 3.2.1.1 SROVNÁNÍ S PODOBNÝMI PODNIKY, U NICHŽ JE HODNOTA ZNÁMA

V prvním způsobu, tj. srovnávání s již určitým způsobem oceněnými podniky, hrají zásadní roli subjekty, jejichž podíly jsou běžně obchodovány na veřejných trzích. Pro ocenění podniku se vychází z aktuálních cen akcií podniků a jejich počtu, z čehož se následně odvodí hodnota vlastního kapitálu.

Je však nutné upozornit na to, že i když je známa hodnota podílu daného subjektu, nelze ještě součet všech těchto hodnot podílů považovat za tržní ocenění podniku. Součin všech vydaných akcií podniku a aktuální ceny je v této souvislosti označován jako

---

<sup>23</sup> viz. subkapitola 3.1.2. Podnik a jeho tržní hodnota

<sup>24</sup> cit. s. 52, Lit. [7] MAŘÍK, M. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha 4: Ekopress, 1996. ISBN 901991-1-9.

<sup>25</sup> cit. s. 52, Lit. [7] MAŘÍK, M. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha 4: Ekopress, 1996. ISBN 901991-1-9.

tzv. **tržní kapitalizace**. Mařík<sup>26</sup> vymezuje dva důvody, ze kterých plyne, že tato tzv. tržní kapitalizace není sama o sobě ještě vyjádřením tržní ceny hodnoty podniku:

*„1. Cena akcie je cenou pouhého podílu. Význam tohoto ocenění značně závisí na intenzitě obchodování. V každém případě se však jedná o mezní ocenění, které nemusí být rovné ocenění průměrnému.*

*2. Zvláštní ocenění se musí dostat vlivu držitele akcií na chod společnosti, který vyplývá z určitého podílu na celkovém rozsahu akcií.“*

Ocenění podílů, akcií společnosti, je přesto významným bodem směřujícím k ocenění podniku. Následujícím, dle Maříka<sup>27</sup> definovaným, postupem lze získat upravenou hodnotu akcie podniku pro jeho vlastní ocenění:

*„1. analýza stavu a vývoje národního hospodářství jako celku, a to s důrazem na takové veličiny, jako jsou tempo růstu národního produktu, úroková míra, inflace, atd.*

*2. analýza stavu a vývoje příslušného odvětví*

*3. analýza stavu a vývoje oceňovaného podniku (vývoj obratu, podíl na trhu, úroveň produktů, postavení v konkurenci)*

*4. podrobná finanční analýza*

*5. **výběr srovnatelných podniků**. Tento krok je považován za obzvláště obtížný, neboť do značné míry rozhoduje o výsledku. Vyžaduje proto velké zkušenosti.*

*6. Podrobná analýza srovnatelných podniků a srovnání s podnikem oceňovaným*

*7. **výběr vhodných multiplikátorů***

*8. volba hodnot multiplikátorů pro daný případ*

*9. výběr hodnoty akcie různými metodami*

*10. odvození konečné hodnoty akcie“*

▪ **Výběr srovnatelných podniků**

Základní bod, na němž spočívají metody tržního porovnání, je nalezení min. 5 – 8<sup>28</sup> podniků, které jsou srovnatelné s oceňovanou jednotkou dle předmětu podnikání, oboru působnosti, ale např. i podle velikosti vloženého kapitálu, množství pracovníků nebo podle struktury kapitálu.

V České republice však tyto metody narážejí na zásadní problém nedostatku dostupných hospodářských informací o podnicích. Těmito údaji disponují analytická oddělení bank, makléřských a investičních společností. Naopak je tomu v USA, kde jsou informace o firmách průběžně sbírány, zpracovávány a poskytovány veřejnosti.

<sup>26</sup> cit. s. 53, Lit. [7] MAŘÍK, M. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha 4: Ekopress, 1996. ISBN 901991-1-9.

<sup>27</sup> cit. s. 53, Lit. [7] MAŘÍK, M. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha 4: Ekopress, 1996. ISBN 901991-1-9.

<sup>28</sup> cit. s. 205, Lit. [3] KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 1999. ISBN 80-7179-227-6

Kislingerová<sup>29</sup> se v této souvislosti zmiňuje o „Value Line při burze v New Yorku“. Pokud oceňovatel nezíská dostatečné údaje o srovnatelných podnicích, je omezen na použití této metody ocenění pouze ve smyslu doplňujícího prostředku.

Z údajů získaných za soubor srovnatelných podniků je poté nutné stanovit výchozí hodnoty ukazatelů. Analýza musí zohlednit historická data za 3 – 5 let, dále je upravit, vyloučit nahodilosti a stanovit průměrné hodnoty. Při projektování hodnot se opět zaměří na interval 3 – 5 let, přičemž musí předpokládat všechny možné varianty, tj. optimistické, realistické i pesimistické.

#### ▪ **Multiplikátory**

Významným krokem následujícím po výběru podniků k porovnání je i určení tzv. multiplikátorů, za jejichž pomoci se zohlední rozdíly mezi vybranými ukazateli oceňovaného podniku a těmito ukazateli u podniků, s nimiž jej srovnáváme.

Mezi používané multiplikátory patří poměr ceny akcie se ziskem přepočteným na akcii, neboli Price/Earning Ratio (P/E Ratio)<sup>30</sup>. Vhodné je použití i dalších multiplikátorů, čímž budou získány různé dílčí hodnoty akcie ve vztahu k zisku na akcii oceňovaného podniku (P/E Ratio), ke cash flow na akcii oceňovaného podniku (cena akcie/CF na akcii), k vlastnímu kapitálu na akcii oceňovaného podniku (cena akcie/VK na akcii) nebo k předpokládaným dividendám oceňovaného podniku (cena akcie/dividenda na akcii).

Dle Kislingerové<sup>31</sup> se rozlišují multiplikátory označované jako „roční násobitele“, „násobitele odvozené od účetní hodnoty“ a „násobitele odvozené od prodeje“.

Mezi tzv. roční násobitele řadíme právě P/E Ratio, zmíněný multiplikátor cena akcie/CF, ale i tzv. value/EBIT (tržní kapitalizace + úročené dluhy – finanční aktiva/EBIT) a value/EBDIT (tržní cena akcie\*počet vydaných akcií + úročené dluhy – finanční aktiva/EBIT).

Jinou skupinou multiplikátorů představují „násobitele odvozené od účetní hodnoty (book value, BV)“: P/book value (tržní kapitalizace/vlastní jmění na akcii), P/book value of assets (tržní kapitalizace/hodnota aktiv na akcii), P/replacement cost (tržní kapitalizace/reprodukční náklady).

<sup>29</sup> cit. s. 205, Lit. [3] KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku*. 1 vyd. Praha: C. H. Beck, 1999. ISBN 80-7179-227-6

<sup>30</sup> označení užívané v německém jazyce: „Kurs-Gewinn Verhältnis, KGV“ – cit. Lit. [6] MAŘÍK, M., DĚDIČ, J. *Akvizice a oceňování podniků*. 1. vyd. Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze, 1992. ISBN 80-7079-938-2

<sup>31</sup> cit. s. 202, Lit. [3] KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku*. 1 vyd. Praha: C. H. Beck, 1999. ISBN 80-7179-227-6

Samostatnou skupinu tvoří „*násobitele odvozené od prodeje*“: P/sales share (tržní cena akcie/tržby na akcii) a P/sales (tržní kapitalizace/tržby).

Existují i jiné multiplikátory příznačné pro různá odvětví, např. podniky v průmyslu mohou využít násobitel P/kwh nebo společnosti s obchodním zaměřením uplatní násobitel P/prodejní plocha v m<sup>2</sup>. Uvádí se, že v praxi jsou ovšem nejpoužívanější multiplikátory P/E, P/CF a P/BV.

Po výběru souboru podniků a následném zvolení vhodných multiplikátorů je potřeba vyjádřit hodnoty těchto násobitelů pro dané subjekty. Porovnání oceňovaného podniku s vybranými subjekty povede k určení konkrétní velikosti multiplikátoru pro hodnocený podnik.

Uvažuje-li se, že výkonnost podniku je na srovnatelné úrovni jako u subjektů v souboru, může sloužit za příklad stanovení multiplikátoru u oceňovaného podniku na úrovni průměru tohoto ukazatele za celý soubor podniků. Odhad hodnoty akcie hodnoceného podniku stanovíme poté, např. s využitím multiplikátoru P/E Ratio dle vzorce uvedeného níže, jako součin zisku na akcii a průměrné hodnoty multiplikátoru za soubor podniků:

$$H_{A(P/E)} = Z_{(OP)} * (P/E)_{(SP)}^{32}$$

|                |   |
|----------------|---|
| $H_{A(P/E)}$   | <i>dílčí odhad hodnoty akcie oceňovaného podniku</i>  |
| $Z_{(OP)}$     | <i>zisk na akcii oceňovaného podniku</i>  |
| $(P/E)_{(SP)}$ | <i>hodnota multiplikátoru vyvozená ze souboru srovnatelných podniků, podíl ceny akcie na zisku na akcii</i> |

Vzhledem k tomu, že existují možnosti manipulace s kategorií zisku a i určité problémy se stanovením vhodné úrovně zisku pro porovnávání mezi podniky, jeví se výhodněji použití multiplikátoru založeného na vztahu ke cash flow. V tomto případě by byl použit následující vzorec pro odhad ceny akcie:

$$H_{A(P/CF)} = CF_{(OP)} * (P/CF)_{(SP)}$$

|                 |  |
|-----------------|--|
| $CF_{(OP)}$     | <i>cash flow na akcii oceňovaného podniku</i>  |
| $(P/CF)_{(SP)}$ | <i>hodnota multiplikátoru vztahující se k celému souboru vybraných podniků, podíl ceny akcie na cash flow na akcii</i> |

Bude-li uplatněn např. multiplikátor vztažený k vlastnímu kapitálu na akcii podniku, tj. cena akcie/VK na akcii, odvodí se odhad ceny akcie jako součin vlastního kapitálu na

<sup>32</sup> převzato ze s. 54, Lit. [7] MAŘÍK, M. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha 4: Ekopress, 1996. ISBN 901991-1-9

akcii oceňovaného podniku a multiplikátoru za soubor srovnatelných podniků, jímž je poměr mezi cenou akcie a vlastním kapitálem na akcii.

$$H_{A(P/VK)} = VKR_{(OP)} * (P/VKR)_{(SP)}$$

$VKR_{(OP)}$  vlastní kapitál na akcii oceňovaného podniku  
 $(P/VKR)_{(SP)}$  hodnota multiplikátoru vztahující se k celému souboru vybraných podniků, podíl ceny akcie na vlastním kapitálu na akcii

Analogicky se bude postupovat při odhadu hodnoty akcie s použitím jiných multiplikátorů. Následně se nabízí odvodit výslednou hodnotu akcie oceňovaného podniku ze získaných dílčích odhadů, které byly vyjádřeny aplikací různých násobitelů, přičemž je nutné přihlédnout i k dalším důležitým činitelům.

### 3.2.1.2 ODVOZENÍ HODNOTY PODNIKU ZE SROVNATELNÝCH TRANSAKČÍ

Tento způsob porovnává data s vybranými podniky, které byly předmětem transakcí, jejichž realizační cena je známa. Postup dle této metody je použitelný u subjektů, jejichž akcie nejsou veřejně obchodovány, nebo jedná-li se o jinou právní formu podnikání než akciovou společností, ovšem musí být dostupná informace o skutečně zaplacené ceně za obdobné a tudíž porovnatelné podniky.

Metoda vychází z hodnoty podniku jako celku, neboli z hodnoty vlastního kapitálu podniku. Obdobně jako u předchozí varianty ocenění je postup dále založen na využití různých multiplikátorů, označovaných podle Maříka a Dědiče<sup>33</sup> také jako tzv. *tržní faktory*, avšak s tím rozdílem, že údaje se nepřepočítávají na akcii.

$$H_{P(zisk)} = RZ_{(OP)} * (PP/RZ)_{(SP)}$$

$H_{P(zisk)}$  odhad tržní hodnoty oceňovaného podniku  
 $RZ_{(OP)}$  roční zisk oceňovaného podniku  
 $(PP/RZ)_{(SP)}$  hodnota multiplikátoru odvozená ze souboru srovnatelných podniků, poměr mezi skutečně zaplacenou cenou za srovnatelný podnik a ročním ziskem srovnatelného podniku

Vzorce pro výpočet odhadu tržní ceny oceňovaného podniku mohou mít výše uvedenou strukturu podle vztahu multiplikátorů např. k ročnímu zisku podniku, ročnímu cash flow podniku, účetní hodnotě vlastního kapitálu podniku, nebo ročního obrátu (*používá se v maloobchodě*<sup>34</sup>).

<sup>33</sup> cit. s. 50, Lit. [6] MAŘÍK, M., DĚDIČ, J. *Akvizice a oceňování podniků*. 1. vyd. Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze, 1992. ISBN 80-7079-938-2

<sup>34</sup> cit. s. 55, Lit. [7] MAŘÍK, M. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha 4: Ekopress, 1996. ISBN 901991-1-9

### **3.2.1.3 SROVNÁNÍ S PODOBNÝMI PODNIKY, JEJICHŽ PODÍLY BYLY OCENĚNY PRO VSTUP NA BURZU**

Tento způsob metody ocenění vychází ze stejného principu jako první varianta, která porovnává údaje s informacemi o podnicích s již známými hodnotami. Zakládá se ale na propočtech z menšího množství dat, které jsou veřejně uváděny na burze, proto se doporučuje tuto metodu používat spíše pro doplnění.

#### ▪ **Závěrem k metodě tržního porovnání**

Metody tržních porovnání představují užívané analytické nástroje ocenění a to především v zemích s vyspělým kapitálovým trhem. Zahrnují tři varianty rozdílné mírou svého možného užití. V první řadě je definován způsob ocenění podniku porovnáním se subjekty, jejichž podíly jsou obchodovatelné, v tomto případě je známa hodnota tzv. tržní kapitalizace, tj. součin vydaných akcií a cena. Tržní kapitalizace není ovšem považována zcela za tržní ocenění podniku a za tímto účelem je nutné vytvořit s porovnáním k souboru srovnatelných podniků odhad dílčích tržních cen akcií, z nichž se dá vyvodit výsledek blížící se tržnímu ocenění podniku.

Jiná varianta těchto metod vychází ze situace, kdy podnik nemá veřejně obchodovatelné akcie nebo není akciovou společností. Tržní ocenění podniku se zakládá na znalosti tržních cen srovnatelných podniků, tzn. je dostupná informace o kupní ceně za obdobné podniky.

Je možné uvažovat tržní ocenění podniku i na základě dat o srovnatelných podnicích, které jsou dostupné na burze, ale vzhledem k tomu, že jejich množství je vždy omezené, jedná se jen o podpůrnou metodu.

Všechny metody tržního porovnání jsou založeny na existenci určité homogenosti souboru srovnatelných podniků a využívají při propočtech tržní ceny tzv. multiplikátory, neboli tzv. tržní faktory, které umožňují mezipodnikové srovnání. Ovšem pokud existují takové odlišnosti mezi podniky, které je nutné navíc eliminovat pro konkrétní ocenění podniku i různými subjektivními závěry, použitím přírážek a srážek, ztrácí tyto metody objektivní charakter a řadí se mezi podpůrné způsoby ocenění. Za tohoto předpokladu určují pouze prostor, ve kterém se skutečná tržní cena může pohybovat. Reálnost hodnot, které byly získány pomocí jiné metody ocenění, např. výnosové, se poté doporučují porovnat právě s údaji obdrženými metodou porovnání.



### 3.2.2 VÝNOSOVÉ METODY OCEŇOVÁNÍ

Tyto metody oceňování podniku jsou založené na poznatku, že **hodnota statku je určena očekávaným užtkem pro jeho držitele**, tzn. očekávanou výší příjmů. Pro určení tržní ceny se nahlíží na podnik jako na investici, která přináší určitý výnos z vloženého kapitálu. Stanovení současné hodnoty právě takovýchto výnosů, které bude investor získávat po dobu životnosti podniku, představuje teoretický prázáklad výnosových metod ocenění.

Za primární variantu výnosových způsobů oceňování je považována *metoda diskontovaných peněžních toků*, ve variantách diskontovaného volného peněžního toku pro vlastníky (FCFE), pro vlastníky a věřitele (FCFE), diskontovaných peněžních toků (DCF – APV), nebo diskontovaného dividendového modelu. Mezi další modely, s uvedeným východiskem pro ocenění, patří *metoda kapitalizovaných zisků*, *kombinované výnosové metody*, *metoda stanovení likvidační hodnoty*<sup>35</sup> a *metoda ekonomické přidané hodnoty*<sup>36</sup>.

#### 3.2.2.1 METODA DISKONTOVANÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ

##### ▪ Základ metody

Metody diskontovaných peněžních toků představují významný způsob oceňování podniků především v anglosaských zemích a kdekoliv je možné se setkat s jejich různými obdobami. Princip, na němž však spočívá každá z nich, je vyjádřit současnou hodnotu (Present Value) budoucích peněžních toků z investice, kterou podnik v tomto případě reprezentuje.

Předpoklady, se kterými podle [3] KISLINGEROVÉ tyto modely především kalkulují:

- *existence efektivních kapitálových trhů*
- *kapitálová struktura podniku tvořena pouze vlastním jměním a dluhem*
- *existence pouze daně z příjmů*
- *CF jako perpetuita*
- *na podnik nahlíží z pohledu going concern principu, tzn., že musí neustále investovat až do výše odpisů, poté platí:  $\overline{ODP_t = INV_t + \Delta WC_t}$* <sup>37</sup>

$ODP_t$  výše odpisů období  $t$

$INV_t$  výše investic v období  $t$

$WC_t$  pracovní kapitál

<sup>35</sup> cit. s. 33, Lit. [7] MAŘÍK, M. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha 4: Ekopress, 1996. ISBN 901991-1-9

<sup>36</sup> cit. s. 23, Lit. [3] KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1

<sup>37</sup> cit. s. 132, Lit. [3] KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku*. 1 vyd. Praha: C. H. Beck, 1999. ISBN 80-7179-227-6

### ▪ **Rozdělení modelů**

Hodnotu podniku lze stanovit dle různých modelů diskontu cash flow, které se dají kategoricky zařadit např. z pohledu peněžních toků, které jsou ve výpočtech zohledněny, nebo z pohledu rozdílných možností tempa růstu podniku.

Peněžní tok, který bude použit pro výpočet, může být definován buď na úrovni **cash flow směřovaného pro akcionáře**, nebo **toků určených pro podnik jako celek**, ale jako východisko pro kalkulaci může být stanovena i např. úroveň **dividend** nebo hodnota ukazatele **EVA**.

Volný peněžní tok pro akcionáře je označován jako FCFE (free cash flow to the equity), volné cash pro podnik jako celek bývá popisován jako FCFF<sup>38</sup> (free cash flow to the firm).

Vzhledem k tomu, že přirozený životní cyklus podniku zahrnuje určité charakteristické fáze, jsou vymezeny rozdílné modely výpočtu, které zohlední právě např. fázi růstu nebo stability. Z tohoto hlediska se modely diskontu CF rozdělují na **modely věčné renty, trvalého růstu, dvoufázový model a třífázový model**.

### ▪ **Etapy**

Jak plyne z výše uvedených modelů diskontu CF, je nutné stanovit budoucí výnos, tj. budoucí peněžní tok (FCFE, FCFF, dividendy, ukazatel EVA), ale taktéž model, podle něhož se bude tok diskontovat (model věčné renty, trvalého růstu, dvoufázový model, třífázový model) a stěžejním je určení hodnoty diskontní míry.

### ▪ **Určení budoucích výnosů (peněžních toků)**

Nejprve je nutné, z následujících stručně charakterizovaných úrovní výnosů, stanovit kategorii, která bude zohledněna pro výpočet dle zvolených modelů. Přitom právě tato volba ovlivní celkovou vypovídací schopnost výsledné hodnoty.

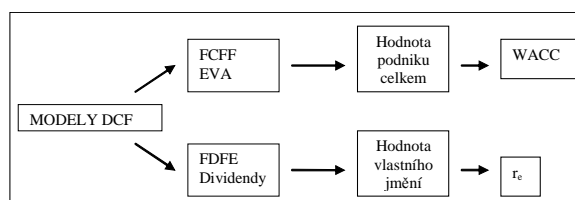


SCHÉMA Č. 1: MODELŮ DCF

převzato ze s. 135, Lit. [3] KISLINGEROVÁ, E.: Oceňování podniku. 1 vyd. Praha: C. H. Beck, 1999. ISBN 80-7179-227-6.

<sup>38</sup> cit. s. 135, Lit. [3] KISLINGEROVÁ, E.: Oceňování podniku. 1 vyd. Praha: C. H. Beck, 1999. ISBN 80-7179-227-6

Při propočtech je nezbytné používat takovou úroveň peněžních toků, kterou by bylo možné vždy odvézt z podniku bez toho, aby se negativně ovlivnil jeho budoucí vývoj. Základní hodnotu proto představuje tzv. **volné CF (free cash flow)**<sup>39</sup>, jehož hodnota bude vyčíslena z údaje o provozním peněžním toku (cash flow) dle účetních podkladů po odečtení výše investic, které mají vliv na úroveň budoucích peněžních toků. Příklad způsobu propočtu volného cash flow a následně hodnoty podniku zobrazuje příloha III.

Vzhledem k tomu, že tato metoda je vázána na budoucí hodnoty peněžních toků, předpokládá se vyhotovení tzv. finančního plánu, jehož přesnost bude mít vliv na celé ocenění podniku. Po jeho spolehlivém sestavení, může být, se zohledněním všech významných faktorů, vypočteno volné cash flow.

**a) peněžní tok do podniku jako celku, tzn. peněžní tok pro věřitele a akcionáře**

Úroveň peněžního toku do podniku (FCFF) jako celku reprezentuje vytvořenou hodnotu jak pro akcionáře, tak pro věřitele a není ovlivněna zadlužeností podniku. Jedná se o sumu, z níž budou uhrazeny nároky akcionářů a věřitelů po zajištění dalšího provozu podniku, tj. po úhradě investičních výdajů a financí souvisejících se změnou pracovního kapitálu.

Tato hodnota bude vyjádřena dle níže znárodněného vzorce jako čistý příjem po zdanění a po následném přičtení hodnoty odpisů. Zároveň ale nesmí být opomenuto odečíst od této hodnoty peněžních toků trvalé kapitálové výdaje (investice) a s nimi související zvýšení hodnoty pracovního kapitálu.

$$FCFF_t = EBIT_t * (1 - t) + ODP_t - \Delta WC_t - INV_t$$
<sup>40</sup>

|               |  |
|---------------|--|
| $FCFF_t$      | peněžní tok do podniku jako celku                                      |
| $EBIT_t$      | zisk před úhradou daní a úroků   |
| $t$           | sazba daně z příjmu  |
| $ODP_t$       | odpisy   |
| $\Delta WC_t$ | změna čistého pracovního kapitálu (oběžná aktiva – krátkodobé závazky) |
| $INV_t$       | kapitálový výdaj   |

Takto definovaná hodnota peněžních toků, zahrnující prostředky pro vlastníky podniku i věřitele, tvoří ideální substanci pro propočty dle jednotlivých modelů oceňování podniku. Striktní rozdělení peněžních toků podle jejich směřování konkrétním skupinám

<sup>39</sup> cit. s. 34, Lit. [7] MAŘÍK, M. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha 4: Ekopress, 1996. ISBN 901991-1-9

<sup>40</sup> oba dva vzorce převzaty ze s. 136, Lit. [3] KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku*. 1 vyd. Praha: C. H. Beck, 1999. ISBN 80-7179-227-6

subjektů je v podnikatelských záměrech obtížně předvídatelné a právě charakter peněžních toků do podniku jako celku (FCFF) této skutečnosti odpovídá.

Pokud vznikne potřeba vyjádření výše FCFF z již známé hodnoty volného peněžního toku pro vlastníky podniku (FCFE), může být použit následující vzorec:

$$FCFF_t = FCFE_t + I * (1-t) + SJ - D + PD$$

|          |  |
|----------|--|
| $FCFF_t$ | <i>volný peněžní tok do podniku jako celku</i>                 |
| $FCFE_t$ | <i>volný peněžní tok pro vlastníky podniku (pro akcionáře)</i> |
| $t$      | <i>sazba daně z příjmu</i>                                     |
| $I$      | <i>nákladové úroky</i>   |
| $SJ$     | <i>splátka jistiny</i>   |
| $D$      | <i>nově vydaný dluh</i>  |
| $PD$     | <i>prioritní dividendy</i>                                     |

#### **b) peněžní tok pro akcionáře (FCFE)**

Pokud bude uvažován peněžní tok pro vlastníky (pro akcionáře) je nezbytné zohlednit dvě možné konkrétní situace. V prvním případě se předpokládá financování podniku pouze z vlastního kapitálu, zatímco v druhém případě se vedle vlastního kapitálu uvažuje i o existenci cizích zdrojů.

Pro první situaci, tj. financování jen z vlastních zdrojů, bez využití finanční páky (tj. FL – financial leverage) bude k vyjádření hodnoty peněžního toku použit následující vzorec:

$$FCFE_t = EBIT_t * (1-t) + ODP_t - \Delta WC_t - INV_t$$

|               |   |
|---------------|---|
| $FCFE_t$      | <i>volný peněžní tok pro vlastníky podniku (pro akcionáře)</i>                |
| $EBIT_t$      | <i>zisk před úhradou daní a úroků</i>   |
| $t$           | <i>sazba daně z příjmu</i>  |
| $ODP_t$       | <i>odpisy</i>   |
| $\Delta WC_t$ | <i>změna čistého pracovního kapitálu (oběžná aktiva – krátkodobé závazky)</i> |
| $INV_t$       | <i>kapitálový výdaj</i>   |

Pro druhou uvažovanou variantu, tj. podnikové financování z vlastních i cizích zdrojů, je sestaven následující vzorec pro výpočet hodnoty volného peněžního toku. Vzhledem k tomu, že věřitelé stojí na prvním místě při uspokojování nároků z podnikání, uvažuje se snížení peněžního toku právě o jejich výši.

<sup>41</sup> všechny tři vzorce převzaty ze s. 137, Lit. [3] KISLINGEROVÁ, E.: Oceňování podniku. 1 vyd. Praha: C. H. Beck, 1999. ISBN 80-7179-227-6

$$FCFE_t = \check{C}Z_t + ODP_t - \Delta WC_t - INV_t - SPL_t$$

$$FCFE_t = EBIT_t * (1-t) + ODP_t + (t * I_t) - \Delta WC_t - INV_t - SPL_t$$

$\check{C}Z_t$  čistý zisk, tj.  $EBIT - \text{úroky} - \text{daň z příjmů}$

$SPL_t$  splátky úvěru

$(t * I_t)$  tzv. daňový štít z úroků

Důležité je podotknout, že volba čistého peněžního toku jako základu pro odhad ocenění podniku, ať už v podobě toku pro podnik, tj. FCFF, nebo toku jen pro vlastníky, tj. FCFE, je vhodnější než použití čistého zisku. Výsledky ocenění může totiž do značné míry ovlivnit právě nestálost hodnoty zisku během období a jeho možné prudké výkyvy vyvolané např. mimořádnými událostmi nebo odchylkami od účetních metod (tj. např. změny způsobu odpisování, oceňování oběžného majetku, tvorby rezerv a opravných položek).

**c) dividenda – speciální peněžní tok pro akcionáře (DDM – dividend discount model – dividendový diskontní model)<sup>42</sup>**

Dividenda představuje příjem pro akcionáře, který je předurčen existencí dividendové politiky v podniku, a o jehož rozdělení a výplatě poté rozhoduje valná hromada společnosti.

Modely opírající se právě o tento peněžní příjem, tzv. dividendové diskontní modely, je doporučeno využívat v případech, kdy je problematické přesně vymezit čistý peněžní tok pro akcionáře (FCFE) a zároveň hodnoty dividendy a FCFE jsou co do výše srovnatelné. Výsledek dosažený dividendovým diskontním modelem s uvedeným předpokladem pak nabývá hodnot srovnatelných s řešením dle modelu s využitím FCFE.

**d) ukazatel EVA – peněžní tok, který je oportunitním nákladem akcionáře, zabezpečuje růst jeho bohatství**

Ekonomická přidaná hodnota (EVA – economic value added) vyjadřuje rozdíl mezi provozním ziskem po zdanění (NOPAT – net operating profit after tax) a součinem vážených nákladů (WACC) kapitálu a hodnotou investovaného kapitálu. Kladná hodnota tohoto ukazatele nasvědčuje o tom, že podnik tvoří hodnotu pro akcionáře. Naopak záporná hodnota dává najevo nedostatečnost výkonnosti podniku k financování nákladů na

<sup>42</sup> cit. s. 135, Lit. [3] KISLINGEROVÁ, E.: Oceňování podniku. 1 vyd. Praha: C. H. Beck, 1999. ISBN 80-7179-227-6

vložený kapitál. V případě nulové hodnoty ukazatel EVA lze konstatovat, že investice do podniku nejsou náležitě zhodnoceny.

Hodnotu podniku je možné vyjádřit dle následujícího obecného vzorce, jako sumu diskontovaných volných peněžních toků.

$$H = \sum_{t=1}^n FCF_t (1+i_k)^{-t} \quad 43$$

|         |  |
|---------|--|
| $H$     | celková hodnota podniku                        |
| $FCF_t$ | volný peněžní tok (volné cash flow) v roce $t$ |
| $i_k$   | kalkulovaná úroková míra                       |
| $n$     | počet let předpokládané existence podniku      |

#### ▪ Diskontní modely

Pro konkrétní výpočet je nutné zvážit, zda je možné předpokládat stabilní vývoj růstu podniku nebo je předvídatelné, že jednotlivé hodnoty peněžních toků nelze plánovat, vzhledem k nekonečně dlouhé době možné existence podniku.

První uvedené hypotéze odpovídá použití tzv. **Gordonova modelu stabilního růstu**. Detailnější odhady však vyžadují propočty pomocí složitějších modelů, tedy např. dle **modelu dvoufázového, třífázového** nebo jak uvádí Mařík<sup>44</sup> dle „metody založené na odhadu průměrných temp růstu“.

#### a) stabilní růst

Vzorec pro výpočet hodnoty podniku, u něhož se předpokládá stabilní růst, poměřuje peněžní tok s diskontní mírou odrážející rizikovost peněžního toku, po odečtení odhadovaného tempa růstu:

$$H = \frac{CF_t}{(r-g)} \quad 45$$

|        |   |
|--------|---|
| $CF_t$ | peněžní tok v roce $t$                              |
| $H$    | celková hodnota podniku                             |
| $r$    | diskontní míra odrážející rizikovost peněžního toku |
| $g$    | tempo růstu   |

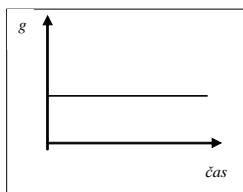


SCHÉMA Č. 2: GORDONŮV MODEL STABILNÍHO RŮSTU

převzato ze s. 142, Lit. [3] KISLINGEROVÁ, E.: Oceňování podniku. 1 vyd. Praha: C. H. Beck, 1999. ISBN 80-7179-227-6

<sup>43</sup> převzato ze s. 38, Lit. [7] MAŘÍK, M. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha 4: Ekopress, 1996. ISBN 901991-1-9.

<sup>44</sup> cit. s. 38, Lit. [7] MAŘÍK, M. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha 4: Ekopress, 1996. ISBN 901991-1-9.

<sup>45</sup> převzato ze s. 141, Lit. [3] KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku*. 1 vyd. Praha: C. H. Beck, 1999. ISBN 80-7179-227-6

## b) dvoufázový výpočet

Dvoufázový model výpočtu je založen na předpokladu, že budoucí období fungování podniku lze rozdělit na dvě nesourodé etapy, přičemž v první z nich je odhadce nebo management podniku schopen předvídat budoucí peněžní toky tohoto období. Naopak druhá etapa se vyznačuje nemožností jakýchkoliv přesnějších prognóz peněžních příjmů. Hodnota podniku v tomto vzdálenějším období se dle Maříka označuje jako tzv. „pokračující hodnota“<sup>46</sup>.

Vzorec zobrazující takto popsanou hypotézu může mít následující podobu součtu hodnoty diskontovaných peněžních toků za první etapu života podniku a pokračující hodnoty:

$$H = \sum_{t=1}^{n1} FCF_t (1+i_t)^{-t} + \frac{PH}{(1+i_t)^{n1}} \quad 47$$

$n1$  délka první fáze v letech

$$H = \frac{CF_0 * (1+g) * \left[ 1 - \frac{(1+g)^n}{(1+r)^n} \right]}{r-g} + \frac{CF_{n+1}}{(r-g_n) * (1+r)^n} \quad 48$$

Pokud má být pro první etapu vývoje podniku příznačný vysoký růst a v druhé pokračující fázi je předpokládán stabilní růst, lze vývoj během života podniku znázornit tímto grafem:

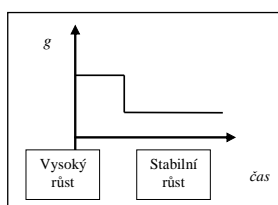


SCHÉMA Č. 3: DVOUFÁZOVÝ PROPOČET

převzato ze s. 143, Lit. [3] KISLINGEROVÁ, E.: Oceňování podniku. 1 vyd. Praha: C. H. Beck, 1999. ISBN 80-7179-227-6

Stěžejním bodem využití tohoto modelu výpočtu je stanovení délky fází, do nichž se životnost podniku rozdělí. Mařík<sup>49</sup> navrhuje zvolit takovou délku první etapy, za níž podnik dosáhne určité stability a vzhledem k tomu, že o vzdálené budoucnosti podniku existují různé pochybnosti, doporučuje Mařík stanovit 1. fázi n úrovni alespoň 7 let. Uvádí se, že v Evropě se preferuje opatrná volba 1. fáze na nižší úrovni, tj. 3 – 6 let, zatímco američtí autoři stanovují fázi 8 až dokonce 15 let.

<sup>46</sup> cit. s. 38, Lit. [7] MAŘÍK, M. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha 4: Ekopress, 1996. ISBN 901991-1-9

<sup>47</sup> převzato ze s. 38, Lit. [7] MAŘÍK, M. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha 4: Ekopress, 1996. ISBN 901991-1-9

<sup>48</sup> převzato ze s. 141, Lit. [3] KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 1999. ISBN 80-7179-227-6

<sup>49</sup> cit. s. 39, Lit. [7] MAŘÍK, M. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha 4: Ekopress, 1996. ISBN 901991-1-9.

Mařík<sup>50</sup> upozorňuje na problematiku stanovení délky období pro první fázi a demonstruje, z jaké části ovlivní pokračující hodnota, jako nejistá část, celkovou hodnotu podniku:

„Při volbě 1. fázi v délce 5 let dosáhne podíl pokračující hodnoty asi 80% na celkovém výnosovém ocenění podniku, při stanovení 10 let je podíl 62% a při 15 letech tvoří podíl asi 50% hodnoty podniku.“

K výpočtu pokračující hodnoty lze přistupovat s uplatněním diskontování příjmů nebo s využitím např. tzv. likvidační hodnoty podniku bez jakéhokoliv převodu na současnou hodnotu. V prvním případě, předpokládá-li se stabilní trvalý růst volného peněžního toku z podnikání, bude použit vzorec pro věčnou rentu v následujícím tvaru:

$$PH_T = \frac{FCF_{T+1}}{i_K - g} \quad ^{51}$$

$PH_T$  pokračující hodnota v posledním roce prognózovaného období  
 $FCF$  volný peněžní tok  
 $i_K$  průměrné náklady kapitálu, (podmínka:  $i_K > g$ )  
 $g$  předpokládané tempo růstu volného peněžního toku

Obdobným způsobem na principu diskontování lze využít tzv. parametrický vzorec, který pracuje s tempem růstu provozních zisků a rentabilitou nových (čistých) investic, jež představují dle Maříka „faktory tvorby hodnoty“<sup>52</sup>.

$$PH = \frac{ZP_{T+1} * (1 - g / r)}{i_K - g}$$

$$r_{IK} = \frac{ZPZ}{IK}$$

$$r = \frac{\Delta ZPZ}{\Delta IK}$$

$r_{IK}$  rentabilita investovaného kapitálu  
 $r$  rentabilita čistých investic  
 $ZPZ$  provozní zisk po daních  
 $IK$  investovaný kapitál = oběžná aktiva (fin. majetek jen v nutném rozsahu) - krátkodobé neúročené závazky (= ČPK) + čistý investiční majetek + opravná položka k nabytému investičnímu majetku + finanční investice (provozně nutné)  $\Delta ZPZ$  přírůstek provozního zisku po zdanění  
 $\Delta IK$  přírůstek investovaného kapitálu  
 $g / r$  podíl čistých investic ze zisku na celkovém dodatečném kapitálu  
 $i_K$  průměrné náklady kapitál

<sup>50</sup> cit. s. 39, Lit. [7] MAŘÍK, M. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha 4: Ekopress, 1996. ISBN 901991-1-9.

<sup>51</sup> čtyři vzorce převzaty ze s. 40, Lit. [7] MAŘÍK, M. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha 4: Ekopress, 1996. ISBN 901991-1-9.

<sup>52</sup> cit. s. 39, Lit. [7] MAŘÍK, M. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha 4: Ekopress, 1996. ISBN 901991-1-9.



### c) třífázový výpočet

Tento model detailně vymezuje různé periody životnosti podniku, jak naznačuje níže uvedené schéma. Trvání podniku je členěna na charakteristické etapy: mírného růstu, přechodného období a fáze stabilního růstu.

$$H = \sum_{t=1}^{t=n+1} \frac{CF_0(1+g)^t}{(1+r)^t} + \sum_{t=n+1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{CF_{n+1}}{(r-g_n)(1+r)^n}$$

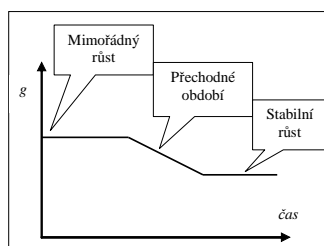


SCHÉMA Č. 4: TŘÍFÁZOVÝ PROPOČET A JEHO VZOREC

převzato ze s. 143, Lit. [3] KISLINGEROVÁ, E.: Oceňování podniku. 1 vyd. Praha: C. H. Beck, 1999. ISBN 80-7179-227-6

#### 3.2.2.2 METODA KAPITALIZOVANÝCH ZISKŮ

Východiskem této nejprostší metody, preferované v německy mluvících zemích,<sup>53</sup> jsou výsledky hospodaření získané z účetních výkazů za minulá období 3 – 5 let. Časovou řadu minulých zisků je však třeba upravit pro účely výpočtů k ocenění na reálnou srovnatelnou úroveň, což zahrnuje dle Maříka<sup>54</sup> především následující kroky:

1. „vyloučení nákladů spojených s provozem majetku, který není nezbytný pro provoz základních činností podniku
2. vyloučení mimořádných nákladů a výnosů, které se již s největší pravděpodobností nebudou opakovat
3. vyloučení vlivu metodických změn, např. v účetnictví
4. odpisy upravit tak, aby se co nejméně odchylovaly od reálného opotřebení (vhodné jsou lineární odpisy), vyloučení výkyvů v odpisech
5. vyloučit vliv tvorby a rozpouštění tichých rezerv
6. znovu zdanění hospodářských výsledků upravené dle výše uvedených bodů
7. přepočtení hospodářských výsledků na srovnatelné ceny k datu ocenění“

Upravený zisk po zdanění a po odpočtu placených úroků (tj. EAT po úpravě) představuje základ, z něhož se dále rozvíjí postup výpočtu hodnoty podniku. Řada srovnatelných výsledků hospodaření umožní kalkulaci tzv. **trvalého zisku**<sup>55</sup>, který

<sup>53</sup> dle Kislingerové – s. 153, Lit. [4] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1. – „propagátorem a zastáncem této metody v Evropě byl především německý teoretik Konrád Mellerowicz“

<sup>54</sup> cit. s. 46, Lit. [7] MAŘÍK, M. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha 4: Ekopress, 1996. ISBN 901991-1-9.

<sup>55</sup> něm. nachhaltiger Gewinn

vyjadřuje hodnotu peněžních prostředků, které mohou být rozděleny vlastníkům bez dotčení podstaty podniku.

Získání řady upravených zisků poté umožní odhad **tzv. trvalého zisku pro budoucí období** za aplikace paušální nebo analytické metody odhadu trvalých zisků.

**Metoda paušální** předpokládá, že z časové řady upravených zisků budou vyloučeny extrémní hodnoty a poté bude vyjádřen vážený průměr těchto hodnot za minulá období. Z minulých trvalých zisků mají pro výpočet nejvyšší hodnoty váhy údaje za roky nejbližší současnosti. Tento způsob vyjádření trvalého zisku je vhodný, pokud se u podniku nepředpokládá větší dlouhodobý růst, nebo u menších stabilizovaných firem.

$$TZ = \sum_{t=1}^K q_t * Z_t \quad ^{56}$$

|       |  |
|-------|--|
| $TZ$  | <i>trvalý zisk</i>   |
| $Z_t$ | <i>minulé upravené zisky</i>   |
| $K$   | <i>počet minulých let zahrnutých do výpočtu</i>  |
| $q_t$ | <i>váhy, které určují význam zisku za určitý minulý rok pro odhad budoucího trvalého zisku</i> |

**Metoda analytická** se zabývá vlivy, které mohou být rozhodující pro budoucí vývoj, zhodnocuje setrvačnosti dosud působících faktorů a hledá nové faktory potenciale působící na zisky. Teprve z časové řady upravených minulých zisků a z rozboru vlivu jednotlivých faktorů bude odhadnut vývoj zisku do budoucna. Výsledkem je odhad stále úrovně trvalého zisku nebo časové řady trvalého zisku

Z výsledků uvedených analýz a tedy z dosaženého odhadu trvalého zisku se určí, dle vzorce pro věčnou rentu, hodnota podniku. Pokud však propočítání vychází z časové řady budoucích trvalých zisků a předpokládá se trvalé existence podniku (tj. going concern), bude použita dvoufázová nebo třífázová metoda výpočtu. Za jiných podmínek, uvažuje-li se např. omezená životnost podniku, ve vzorci pro výpočet hodnoty podniku se uplatní tzv. likvidační hodnota. Základní princip vyjádření hodnoty podniku na základě diskontování tzv. trvalého zisku podniku mírou kapitalizace ( $r$ ) ke dni ocenění vyjadřuje následující vzorec:

$$HP = \frac{TZ}{r} \quad ^{57}$$

<sup>56</sup> převzato ze s. 48, Lit. [7] MAŘÍK, M. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha 4: Ekopress, 1996. ISBN 901991-1-9.

<sup>57</sup> převzato ze s. 153, lit. [4] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1

Mezi body, které vyžadují zdůraznění u této metody ocenění, lze dle Maříka<sup>58</sup> jmenovat:

1. „budoucí zisky jsou kalkulovány ve stálých cenách platných v období ocenění a i úroková míra musí tedy být určena bez složky, která vyjadřuje inflaci
2. investice jsou počítány jen ve výši odpisů, pokud by budoucí zisku vyžadovali vložení větší investice než je hodnota odpisů, je předpokládáno, že tato investice bude financována jen z cizích zdrojů, což se promítá do zisku formou úrokových nákladů
3. metoda vede k přímému zjištění hodnoty vlastního kapitálu podniku, na rozdíl od metody DCF“

Oceňování podniku založené na metodě kapitalizovaných zisků se vyznačuje především vyšší obezřetností a snahou o objektivitu než metody diskontovaných peněžních toků. Jsou charakteristické pro německy mluvící země, zatímco metody DCF jsou typické pro země anglosaské.

### 3.2.2.3 KOMBINOVANÉ VÝNOSOVÉ METODY

Tyto metody, někdy označované jako tzv. korigované, slučují principy výnosového a majetkového ocenění<sup>59</sup>. Jak uvádí Mařík<sup>60</sup>: „V německé oceňovací praxi se často používá tzv. metoda střední cesty (*Mittelwertverfahren*), značně oblíbená u praktiků.“

Princip tohoto způsobu ocenění spočívá v průměrování výsledků získaných z výpočtů dle uvedené metody majetkové a výnosové metody dle následujících vzorců<sup>61</sup>:

$$H = \frac{V + S}{2}$$

$$H = \frac{x1 * V + x2 * S}{x1 + x2}$$

|               |  |
|---------------|--|
| <i>H</i>      | <i>hodnota podniku</i>   |
| <i>V</i>      | <i>výsledek ocenění dle výnosové metody</i>  |
| <i>S</i>      | <i>tzv. substanční hodnota<sup>62</sup> jako výsledek ocenění dle majetkové metody</i> |
| <i>x1, x2</i> | <i>váhy jednotlivých veličin</i>   |

Jinou užívanou variantu představuje metoda tzv. kapitalizovaných nadzisků. Termín kapitalizovaný nadzisk označuje rozdíl mezi celkovým ziskem podniku a ziskem, který je

<sup>58</sup> cit. s. 47, Lit. [7] MAŘÍK, M. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha 4: Ekopress, 1996. ISBN 901991-1-9

<sup>59</sup> **Majetkové ocenění** představuje ocenění všech majetkových položek, jejichž součet tvoří souhrnné ocenění aktiv podniku a po odpočtu dluhů a závazků je generována hodnota vlastního kapitálu. Tato metody vychází z údajů rozvahy podniku, ale neboť ocenění v účetnictví je založeno zpravidla na historickém principu, upravuje tato data dle aktuálních cen na tzv. reálné ocenění majetku. Jedná se o ocenění na základě **tzv. substanční hodnoty**

<sup>60</sup> cit. s. 49, Lit. [7] MAŘÍK, M. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha 4: Ekopress, 1996. ISBN 901991-1-9.

<sup>61</sup> tři vzorce převzaty ze s. 49, Lit. [7] MAŘÍK, M. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha 4: Ekopress, 1996. ISBN 901991-1-9

<sup>62</sup> **Substanční hodnota** znamená souhrn ocenění jednotlivých majetkových složek podniku, které se provádí k datu a ocenění za předpokladu pokračování podniku v činnosti. Rozlišuje se **tzv. brutto substanční hodnota**, která reprezentuje souhrnné ocenění aktiv a dále **tzv. netto substanční hodnotu**, která je dána rozdílem brutto substanční hodnoty a reálným oceněním závazků.

dosažitelný při běžném zúročení kapitálu. Kapitál je v tomto kombinovaném modelu vyjádřen tzv. substanční hodnotou plynoucí z majetkového způsobu ocenění.

$$H = S + \frac{Z - i_k * S}{i_{k2}}$$

|               |   |
|---------------|---|
| $H$           | <i>hodnota podniku</i>  |
| $S$           | <i>tzv. substanční hodnota</i>  |
| $Z$           | <i>celkový zisk podniku</i>   |
| $Z - i_k * S$ | <i>nadzisk za rok</i>   |
| $i_k$         | <i>běžný úrok z vloženého kapitálu</i>                                    |
| $i_{k2}$      | <i>úrok ve vyšší hodnotě, který zohledňuje s nadziskem spojená rizika</i> |

#### **3.2.2.4 STANOVENÍ LIKVIDAČNÍ HODNOTY**

Likvidační hodnota podniku představuje sumu peněžních prostředků, čisté výnosy, které mohou být získány z prodeje jednotlivých částí podniku, pokud je zvažováno ukončení podnikatelské činnosti. Udává však především dolní hranici hodnoty celého podniku.

### 3.3 PRÁVNÍ NORMY

Úřední oceňování majetku stanovuje **zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku**, ve znění pozdějších předpisů a **vyhláška č. 3/2008 Sb., o provedení některých ustanovení zákona č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů, ve znění pozdějších předpisů (oceňovací vyhláška)**. Uvedený zákon upravuje způsoby oceňování věcí, práv a jiných majetkových hodnot a služeb pro účely stanovené zvláštními předpisy. V hlavě šesté (Podnik), § 24 upravuje oceňování podniku nebo jeho části a stanovuje, že: *„ocenění se provádí součtem cen jednotlivých druhů majetku zjištěných podle tohoto zákona sníženým o ceny závazků. Stanoví-li tak vyhláška, oceňuje se podnik výnosovým způsobem, nebo kombinací předchozího uvedeného způsobu ocenění a ocenění výnosového. Ocenění podniku výnosovým způsobem se zjistí jako součet diskontovaných budoucích čistých ročních výnosů podniku, přitom způsob zjištění těchto výnosů a diskontování stanoví vyhláška“*.

Zmiňované zvláštní předpisy, které stanovují požadavek na ocenění majetku dle zákona o oceňování majetku, představují **zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník**, ve znění pozdějších předpisů, **zákon č. 338/1992, o dani z nemovitostí**, ve znění pozdějších předpisů a **zákon č. 42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem a o změnách některých zákonů souvisejících s jeho zavedením**.

Pro mnohé situace nevyžaduje žádný zákon ocenění formou znaleckého posudku, ale je vhodné a dostačující využít ocenění způsobem, který vychází z těchto právních norem, tzn. způsobem nákladovým, výnosovým, porovnávacím, nebo jejich kombinacemi.

## 4 PRAKTICKÁ ČÁST

### 4.1 ÚČEL OCENĚNÍ PODNIKU, DATA A POSTUP

Pro přistoupení k ocenění podniku je zásadní **vymezení důvodu** pro stanovení hodnoty podniku, na němž je poté možné založit vlastní prováděný postup. Bude-li tento oceňovací proces vystavěn na požadavku **určení částky, kterou by vlastníci mohli získat prodejem oceňovaného podniku, je nutné zabývat se a metodicky postupovat k určení tzv. tržní hodnoty.**

Kroky náležející k celému procesu ocenění zahrnují v první řadě sběr **informací o podnikatelské činnosti podniku**, o jeho **vnitřním prostředí**, rovněž však shromáždění **dat z vnějšího okolí podniku**, kde je zejména nutné analyzovat tržní prostředí, ve kterém podnik působí, jeho vývojové trendy i zúčastněné subjekty.

Nedílnou součástí postupu konkrétního ocenění podniku je primárně ustanovení shromáždění relevantních dat a jejich analýza, členěná do základních oddílů externího a interního prostředí. Dílčí komponenty uvedených oddílů tvoří analýzy ekonomického prostředí, odvětvových trendů, postavení podniku v rámci konkurence a finanční analýza oceňovaného subjektu.

Další fáze již přistupuje k volbě **konkrétních metod ocenění**, adekvátních danému podnětu pro stanovování hodnoty a vybranému podniku. Zároveň argumentuje pro použití nebo vyloučení jednotlivých metod a následně přistupuje k posouzení dosažených výsledků dle uplatněných modelů.

## 4.2 PREZENTACE VYBRANÉHO SUBJEKTU OCENĚNÍ

Podnikatelský subjekt, který byl zvolen pro aplikaci metod ocenění podniku, působí v oblasti **potravinářského průmyslu, konkrétně ve výrobě krmných směsí, dále se zabývá obchodem s přípravky na ochranu a výživu rostlin a se zemědělskými komoditami a poskytováním služeb pro zemědělství.**<sup>63</sup>

Podnik vznikl jako akciová společnost v 90. letech 20. století, avšak historie středisek, která tvořila prazáklad analyzované firmy a zaměřovala se na produkci obilí a zásobování zemědělských podniků krmivou, existovala již v 60. letech 20. století.

Splacený **základní kapitál** společnosti, ve výši 110, 818 mil. Kč, je tvořen kmenovými akciemi na jméno, v listinné podobě, o pěti rozdílných nominálních hodnotách různých kategorií. Vydáno bylo 5 akcií o jmenovité hodnotě 10 mil. Kč, 37 kusů s hodnotou 1 mil. Kč, 192 kusů o 100 tis. Kč, 42 kusů o 10 tis. Kč a 4 198 kusů o hodnotě 1 000 Kč. Jediná fyzická osoba se dle vlastnické struktury podílí více než 20 % na základním kapitálu (přibližně 37 %).

**Hlavní předměty podnikání** společnosti představují výroba krmných směsí, obchod s přípravky pro výživu a ochranu rostlin a poskytování služeb pro zemědělství. Obchodní rejstřík a živnostenský rejstřík evidují následující předměty podnikání této společnosti:

- *Zemědělství*
- *Opravy silničních vozidel*
- *Silniční motorová doprava - nákladní vnitrostátní provozovaná vozidla o největší povolené hmotnosti do 3,5 tuny včetně, - nákladní vnitrostátní provozovaná vozidla o největší povolené hmotnosti nad 3,5 tuny*
- *Ošetřování rostlin, rostlinných produktů, objektů a půdy proti škodlivým organismům přípravky na ochranu rostlin nebo biocidními přípravky*
- *Výroba nebezpečných chemických látek a nebezpečných chemických přípravků*
- *Výroba krmných směsí*<sup>64</sup>
- *Koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej*
- *Provozování čerpacích stanic s palivy a mazivy*
- *Poradenská činnost (mimo § 3 a přílohy č. 2, zák. č. 455/1991 Sb.)*
- *Prodej chemických látek a chemických přípravků klasifikovaných jako hořlavé, zdraví škodlivé, žíravé, dráždivé, senzibilizující*

<sup>63</sup> S ohledem na zachování anonymity subjektu není uváděna obchodní firma ani přesná lokalita působnosti, totéž platí i pro obchodní firmy konkurentů.

<sup>64</sup> posledních pět uvedených činností představují obory činnosti předmětu podnikání označeného po novele (provedené zákonem č. 130/2008 Sb.) zákona č. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání: „Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona“

Český statistický úřad (dále jen ČSÚ) člení ekonomické subjekty dle jejich činností a zároveň vede registr těchto subjektů. Z uvedené databáze byly převzaty **údaje o klasifikaci zvoleného podniku v rámci ekonomických činností:**<sup>65</sup>

Činnosti dle OKEČ 157100 Výroba krmiv pro hospodářská zvířata  
 524890 Maloobchod s ostatním zbožím  
 602400 Silniční nákladní doprava  
 741400 Poradenství v oblasti podnikání a řízení  
 241000 Výroba základních chemických látek  
 505000 Maloobchodní prodej pohonných hmot

Činnosti dle CZ – NACE

109100 Výroba průmyslových krmiv pro hospodářská zvířata  
 477890 Ostatní maloobchod s novým zbožím ve specializovaných prodejnách  
 494100 Silniční nákladní doprava  
 702000 Poradenství v oblasti řízení  
 201000 Výroba základních chemických látek, hnojiv a dusíkatých sloučenin  
 473000 Maloobchod s pohonnými hmotami ve specializovaných prodejnách  
 016000 Podpůrné činnosti pro zemědělství a posklizňové činnosti

**Výroba krmných směsí** pro hospodářská zvířata se podílí z nejvýznamnější části na celkové hodnotě generovaných výnosů (67,2 % celkových tržeb k 31. 12. 2008) a v časovém porovnání dochází k neustálému nárůstu objemu tržeb právě z této činnosti. Níže uvedená tabulka demonstruje výši dosahovaných tržeb z prodeje zemědělských komodit a prodeje vlastní produkce krmných směsí a poskytovaných služeb pro zemědělství.

|  | 2004 [tis. Kč] | 2005 [tis. Kč] | 2006 [tis. Kč] | 2007 [tis. Kč] | 2008 [tis. Kč] |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Tržby za prodej zboží                      | 236 892        | 196 056        | 193 006        | 266 522        | 283 160        |
| Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb | 325 626        | 320 167        | 354 479        | 462 090        | 627 252        |
| Tržby celkem                               | 562 518        | 516 223        | 547 485        | 728 612        | 910 412        |

TABULKA Č. 1: VÝVOJ CELKOVÝCH TRŽEB ZA ZBOŽÍ A ZA PRODEJ VLASTNÍCH VÝROBKŮ A SLUŽEB V LETECH 2004 AŽ 2008

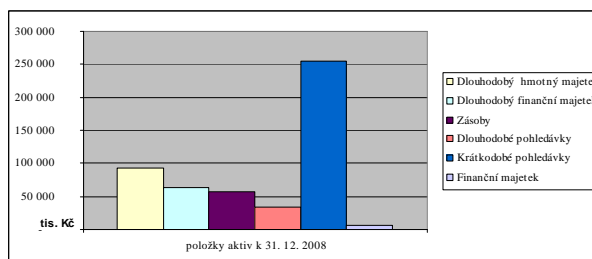
Zdroj: vlastní dopočet z údajů dle výkazů zisku a ztráty

**Celková bilanční suma** podniku dosáhla k 31. 12. 2008 hodnoty 512, 903 mil. Kč, přitom o složení aktiv a pasiv vypovídají následující grafy. **V majetkové struktuře** společnosti představují nejobjemnější položku krátkodobé pohledávky (49,7 % aktiv), především z obchodních vztahů, a v rámci dlouhodobého majetku zastupují významnou část hmotný majetek (18 % aktiv) a dále finanční majetek (12,5 % aktiv), tzn. podíly v ovládaných a řízených osobách. Srovnatelný podíl na aktivech představuje k uvedenému

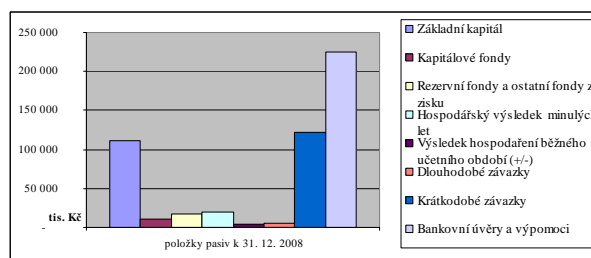
<sup>65</sup> zdroj: [2E] Český statistický úřad. Český statistický úřad: Registr ekonomických subjektů [online]. Praha 10 : Český statistický úřad, 2009 , 16.4.2009 [cit. 2009-04-18]. Dostupný z WWW: <[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/registr\\_ekonomickych\\_subjektu](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/registr_ekonomickych_subjektu)>.



datu hodnota zásob (11,2 %). **Z hlediska kapitálové struktury** jednoznačně zásadní položku vlastního kapitálu reprezentuje základní kapitál (21,6 % pasiv), zatímco ostatní složky vlastních zdrojů představují jednotlivě kolem 3 % hodnoty pasiv. Ve struktuře cizích zdrojů dominují bankovní úvěry a výpomoci (43,8 % pasiv) a krátkodobé závazky (23,8 % pasiv), opět zejména z obchodních vztahů.



GRAF Č. 1: MAJETKOVÁ STRUKTURA SPOLEČNOSTI K R. 2008  
Zdroj: vlastní zpracování z dat dle rozvahy společnosti k 31. 12. 2008



GRAF Č. 2: KAPITÁLOVÁ STRUKTURA SPOLEČNOSTI K R. 2008  
Zdroj: vlastní zpracování z dat dle rozvahy společnosti k 31. 12. 2008

V čele **statutárního orgánu**, představenstva společnosti, stojí předseda, který zároveň zastává funkci generálního ředitele společnosti. Jménem společnosti, dle úplného výpisu z obchodního rejstříku, jsou oprávněni jednat samostatně předseda nebo místopředseda představenstva. Podepisování za společnost se děje tak, že k napsané nebo natištěné obchodní firmě společnosti připojí svůj podpis předseda nebo místopředseda představenstva a uvede svoji funkci. Dozorčí radu společnosti, kontrolní orgán, tvoří vedle předsedy další dva členové.

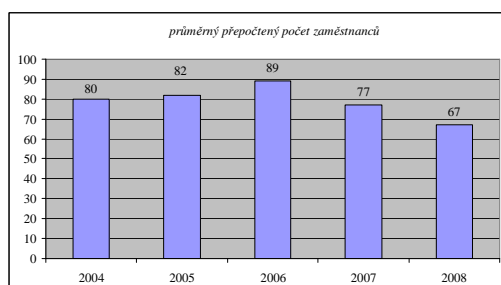
**Společnost je řízena** generálním ředitelem, jemuž jsou podřízeny veškeré úseky, tj. ekonomický, výrobní, obchodní a technický.

Za jednotlivé úseky odpovídají jejich ředitelé, tzn. ekonomickou oblast, včetně zabezpečování zdrojů financování a vedení finančního a skladového účetnictví, ovládá ekonomický ředitel. Ředitel výrobního úseku spravuje výrobu krmných směsí, poradenskou činnost a řízení kvality. Nákup a prodej zemědělských komodit a přípravků pro výživu a ochranu rostlin spadá do kompetence ředitele obchodního úseku. Správu, ochranu, opravu a udržování majetku, dílen, ale oblast energetiky, požární ochranu

a ochranu bezpečnosti práce zabezpečuje ředitel technického úseku.

V otázce **lidských zdrojů** je žádoucí zmínit, že společnost zaměstnávala ve svých čtyřech úsecích k roku 2007 průměrně 71 osob, včetně řídicích pracovníků činil jejich celkový průměrný přepočtený stav 77. V roce 2008 došlo ke snížení počtu zaměstnanců, čímž se průměrný přepočtený stav pracovníků snížil na 67 celkem.

Z hlediska osobních nákladů a vývoje počtu zaměstnanců je patrné vysoké snížení počtu zaměstnanců v roce 2007, z 89 na 77 osob, k čemuž došlo vlivem prodeje jednoho z výrobních středisek do dceřiné společnosti.



GRAF Č. 3: VÝVOJ POČTU ZAMĚSTNANCŮ SPOLEČNOSTI

Zdroj: vlastní zpracování z dat obsažených ve výročních zprávách společnosti

Produktivita práce, posuzovaná prostřednictvím ukazatele přidaná hodnota na zaměstnance, dosahuje v roce 2007 547 tis. Kč a v posledním hodnoceném roce hodnoty 765 tis. Kč. Průměrná měsíční mzda ve společnosti činila v roce 2007 20 320 Kč a 22480 Kč v roce 2008.

**Z hlediska stavu vedeného účetnictví** je zřejmé, že společnost jako právnická osoba účtuje v soustavě podvojného účetnictví, vychází z obecných zásad zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, řídí se prováděcí vyhláškou č. 500/2002 Sb. a zásadami Českých účetních standardů pro podnikatele 001 až 023.

Vzhledem k tomu, že tato akciová společnost dosahuje minimálně jedno z podmiňujících kritérií za dvě poslední účetní období, tj. úhrn aktiv vyšší než 40 mil. Kč, úhrn čistého obratu vyšší než 80 mil. Kč a průměrný přepočtený stav zaměstnanců vyšší než 50, **podléhá povinnému auditu účetní závěrky a výroční zprávy**, dle § 20 odst. 1 zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví. Audit řádné účetní závěrky byl proveden za uzavřená účetní období k 31. 12. za každý rok analyzovaného období, tj. od roku 2004 až 2007, za rok 2008 však dosud nebyl zpracován. V auditorských zprávách za tato uvedená období byl vždy vyjádřen auditorům výrok bez výhrad, tzn., že účetní závěrka s největší pravděpodobností podává ve všech významných ohledem věrný a poctivý obraz

aktiv, závazků, vlastního kapitálu a finanční situace společnosti k rozvahovému dni každého z uvedených roků 2004 až 2007 a jejího výsledku hospodaření za každý z těchto let.

Za významnou charakteristiku společnosti může být v neposlední řadě považován fakt, že společnost tvoří **konsolidační celek** a jako mateřská společnost uplatňuje rozhodující vliv a podstatný vliv v pěti dceřiných společnostech, přitom přímý podíl v jednotlivých z nich činní nejméně 20 %, ve dvou z nich 100 %, v jiném téměř 97 % a v posledním z nich přes 50 %.

### **4.3 STRATEGICKÁ ANALÝZA**

#### **4.3.1 ANALÝZA VNĚJŠÍHO POTENCIÁLU**

##### **4.3.1.1 VYMEZENÍ RELEVANTNÍHO TRHU**

Východisko pro ocenění podniku by měla představovat **identifikace trhu**, na němž podnik působí a který zároveň předurčuje a ovlivňuje jeho hospodářské výsledky. Primárním předpokladem pro možnost aplikace vlastního postupu ocenění podniku je shromáždění relevantních dat, vztahujících se k danému trhu, které mohou mít dopad a ovlivnit **tempo růstu výnosů oceňované společnosti** ve vymezeném budoucím časovém horizontu.

Dle výše uvedeného představuje **k roku 2008 podíl výnosů z prodeje krmných směsí 67 % celkových tržeb a 33 % tvoří podíl výnosů z prodeje zboží** (především zemědělských komodit a přípravků pro výživu a ochranu rostlin). Z předmětů podnikání společnosti a následně z výše podílů výnosů z těchto aktivit na celkových tržbách, je patrné, že pozornost je v případě uvedeného subjektu účelné směřovat na **trhy producentů a prodejců krmných směsí v České republice a obchodníků se zemědělskými komoditami a přípravky na výživu a ochranu rostlin, včetně poskytovatelů služeb pro zemědělství**.

Společnost se navíc rozhodla o specializaci především na výrobu krmiv a obchod se zemědělskými komoditami a přípravky na výživu a ochranu rostlin a v roce 2007 opustila svou činnost v oblasti zemědělské prvovýroby. Výrobní středisko, v jehož kompetenci byla tato činnost provozována, odprodal oceňovaný podnik své dceřiné společnosti, který disponuje vysoce kvalifikovanými odborníky v tomto oboru.

Relevantní trhy, které se jako podklad pro vlastní ocenění podniku analyzují, představují dle výše shrnutých parametrů zejména **výrobu krmiv, obchod se zemědělskými komoditami a přípravky pro výživu a ochranu rostlin a poskytování služeb pro zemědělství.**

▪ ***Makroekonomická situace***

Jestliže podnik působí v reálném ekonomickém prostředí, je žádoucí naznačit vývoj makroekonomické situace. Přestože odvětví zemědělské produkce je závislé na specifických neovlivnitelných faktorech (klimatické podmínky, výkyvy cenové hladiny produkce), lze mezi podstatné determinanty hospodářské činnosti i v této oblasti zahrnovat makroekonomické veličiny.

Údaje Ministerstva financí ČR<sup>66</sup> popisují současný ekonomický vývoj jako negativně ovlivněný krizí, která se z finančních trhů přelila do reálné ekonomiky. V celosvětovém měřítku se hovoří o „*poklesu globálního výkonu od 2. světové války*“, což dokládá **pokles objemu produkce v mnoha průmyslových zemích i pokles hodnot transakcí světového obchodu.**

**Recese postihla i ekonomiky, které představují významné obchodní partnery České republiky,** i když z posledních zpráv vyplývá, že např. situace v Německu, nejvýznamnější zemi českého exportu, se stabilizuje a zaznamenává mezičtvrtletní růst 0,3 %.<sup>67</sup>

Zatímco **potenciální produkt** meziročně rostl zejména od roku 2004 velmi významným tempem, v průměru 4,4 %, ekonomické problémy se projevily na poklesu souhrnné produktivity faktorů (1,9 % v 1. pololetí 2009 oproti 4 % v roce 2005), což se odrazilo ve **snížení meziročního růstu potenciálního produktu.** V současnosti se předpokládá jeho růst **mírně nad úrovní 3 %.**

|                                | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 Q1-2 |
|--------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----------|
| Potenciální produkt - růst v % | 1,7  | 2,6  | 3,3  | 3,7  | 4,5  | 5,2  | 4,9  | 3,9  | 3,7  | 3,2       |

TABULKA Č. 2: TEMPO RŮSTU POTENCIÁLNÍHO PRODUKTU (2003 – 2012)

Zdroj: odvozeno z údajů Ministerstva financí ČR [24E]

**Ekonomika České republiky dosáhla vrcholu v posledním čtvrtletí roku 2007,** kdy meziroční růst HDP nabýval hodnot okolo 6 %, poté se projevila fáze zpomalování

<sup>66</sup> [24E] Ministerstvo financí ČR. *Ministerstvo financí ČESKÉ REPUBLIKY: Ekonomika – Makroekonomická predikce – Ekonomický výkon.* [online]. Praha 1: Ministerstvo financí ČR, 25. 6. 2009 [cit. 2009-07-03]. Dostupný z WWW: [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro\\_pre.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro_pre.html)

<sup>67</sup> uvádí [30E] Finance.cz. *Německá krize je u konce.* [online]. 25. 8. 2009 [cit. 2009-08-26]. Dostupný z WWW: <http://www.finance.cz/zpravy/finance/231715-nemecka-recese-je-u-konce-vyhrano-vsak-zdaleka-neni/>. ISSN 1213-4325.

a ve **4. čtvrtletí roku 2008 došlo k propadu**, neboť se projevila celosvětová ekonomická krize a domácí ekonomika vstoupila do recese. **Ve 2. polovině roku 2009 se očekává zastavení poklesu ekonomiky**, přitom se předpokládá meziroční pokles reálného HDP 4,3 % (HDP v běžných cenách -1,68 %) a v roce 2010 by podle očekávání mělo dojít k „mírnému oživení“ s meziročním růstem reálného HDP 0,3 % (HDP v běžných cenách 1,21 %).

|                                | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008<br>Předběžné | 2009<br>Predikce | 2010<br>Predikce | 2011<br>Výhled | 2012<br>Výhled |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------|------------------|------------------|----------------|----------------|
| HDP v běžných cenách [mld. Kč] | 2577  | 2815  | 2984  | 3222  | 3535  | 3696              | 3634             | 3678             | 3853           | 4061           |
| předchozí rok = 100            | 104,6 | 109,2 | 106,0 | 108,0 | 109,7 | 104,6             | 98,3             | 101,2            | 104,8          | 105,4          |
| meziroční tempo růstu          |       | 9,24% | 6,00% | 7,98% | 9,71% | 4,55%             | -1,68%           | 1,21%            | 4,76%          | 5,40%          |

TABULKA Č. 3: TEMPO RŮSTU HDP (2003 – 2012)

Zdroj: odvozeno z údajů Ministerstva financí ČR [24E]

Ekonomickou krizi provází **pokles inflace**, přitom deflátor hrubých domácích výdajů, představující komplexní indikátor cenového vývoje v ekonomice, by měl v roce zpomalit na 1,3 % a v roce se předpokládá jeho růst 0,9 %. Měnová politika ČNB, založená na režimu cílování inflace (dle indexu spotřebitelských cen), přistoupila ke stanovení nižší 2% úrovně od 1. ledna 2010 jako střednědobý cíl na 12 – 18 měsíců (do konce roku 2009 platí cíl 3 % s tolerančním pásmem  $\pm 1p.b.$ ). **Růst spotřebitelských cen v roce 2009 i v roce 2010 dosáhne dle predikcí 1,1 %.**

|                       | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009<br>Predikce | 2010<br>Predikce | 2011<br>Výhled |
|-----------------------|------|------|------|------|------|------|------|------------------|------------------|----------------|
| průměrná míra inflace | 1,8  | 0,1  | 2,8  | 1,9  | 2,5  | 2,8  | 6,3  | 1,1              | 1,1              | 2,1            |
| růst v %              |      |      |      |      |      |      |      |                  |                  |                |

TABULKA Č. 4: PRŮMĚRNÁ MÍRA INFLACE (2003 – 2012)

Zdroj: odvozeno z údajů Ministerstva financí ČR [24E]

Další hlavní makroekonomické indikátory a predikce jejich úrovně uvádí příloha IV.

#### ▪ **Základní tendence a velikost relevantního trhu**

**Velikost relevantního trhu je kvantifikována dle rozsahu dílčích produkcí, tj. rostlinné produkce, výroby chemikálií a hnojiv, poskytování služeb pro zemědělství a výroby krmných směsí na území České republiky.** V běžných cenách dosahuje objem rostlinné produkce za rok řádově 2 až 3 desítky mld. Kč, produkce agrochemikálií přibližně 5 mld. Kč, výroba krmiv kolem 30 mld. Kč a objem poskytnutých zemědělských služeb překročil 2 mld. Kč.

V odvětví jsou markantní **meziroční výkyvy, jak v objemu produkce, tak v cenové úrovni.** Trend v objemu produkce lze posuzovat bez ohledu na vývoj cenové hladiny dle dostupných údajů z let 2001 až 2008, vyjádřených ve stálých cenách roku 2000. **Rostlinná produkce** vykazuje v letech 2002 až 2008 **průměrné tempo růstu 1,17 %**, neboť výrazné poklesy produkce v některých letech, byly nahrazeny nárůstem

produkce v dalších obdobích. Propady z let 2002 o 8,56 % a 2003 o 13 % kompenzovalo zvýšení produkce v roce 2004 o 42,28 % oproti roku 2003. V letech 2005 a 2006 došlo znovu k poklesu každoročně přibližně o 10 %, avšak v roce 2007 se projevil nárůst produkce o 8,26 % a v roce 2008 o 11,76 %.

Meziroční kolísání vyprodukovaného objemu se projevuje i v **oboru výroby agrochemikálií**, kde se projevuje **průměrný meziroční pokles 1,02 %**. Rovněž v **oboru výroby krmiv** se projevují výkyvy v objemu produkce, avšak zde dosahuje průměrné meziroční tempo hodnoty **-1,28 %**. U **kategorie poskytovaných zemědělských služeb** bylo dosaženo významného poklesu v roce 2002 o 15,27 %, přitom v dalším roce následoval nárůst oproti roku 2002 o 51,24 %. V tohoto oboru lze spatřovat pozitivní trend rozvoje s **průměrným meziročním tempem růstu 5,7 %**.

| Ukazatel                                 | ve stálých cenách roku 2000 [v mil. Kč] |          |          |          |          |          |          |          |
|--|---|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
|  | 2001                                    | 2002     | 2003     | 2004     | 2005     | 2006     | 2007     | 2008     |
| Obiloviny                                | 23 318,4                                | 21 415,6 | 18 159,7 | 26 950,0 | 23 699,6 | 19 904,2 | 22 530,3 | 26 183,9 |
| Technické plodiny                        | 12 583,0                                | 11 412,1 | 10 379,6 | 13 654,6 | 12 814,7 | 12 282,4 | 12 313,9 | 12 759,4 |
| Tempo růstu - vybraná rostlinná produkce |   | -8,56%   | -13,06%  | 42,28%   | -10,07%  | -11,85%  | 8,26%    | 11,76%   |
| Hnojiva a prostředky zlepšující půdu     | 4 561,7                                 | 3 873,9  | 3 526,7  | 3 112,9  | 3 186,3  | 3 153,1  | 4 075,1  | 3 723,9  |
| Prostředky na ochranu rostlin            | 5 394,9                                 | 4 784,2  | 4 310,3  | 4 343,5  | 4 519,6  | 5 056,4  | 5 540,6  | 5 540,0  |
| Tempo růstu - chemikálie a hnojiva       |   | -13,04%  | -9,49%   | -4,86%   | 3,35%    | 6,54%    | 17,13%   | -3,66%   |
| Krmiva                                   | 35 661,7                                | 35 650,5 | 31 816,5 | 33 542,6 | 33 228,2 | 32 613,6 | 31 777,4 | 32 596,2 |
| Tempo růstu - krmiva                     |   | -0,03%   | -10,75%  | 5,43%    | -0,94%   | -1,85%   | -2,56%   | 2,58%    |
| Zemědělské služby                        | 924,3                                   | 783,1    | 1 184,3  | 1 184,4  | 1 150,1  | 1 260,8  | 1 256,5  | 1 362,5  |
| Tempo růstu - zemědělské služby          |   | -15,27%  | 51,24%   | 0,00%    | -2,90%   | 9,63%    | -0,34%   | 8,43%    |

TABULKA Č. 5: PRODUKCE A JEJÍ VÝVOJ VE STÁLÝCH CENÁCH (2001 – 2008)

Zdroj: vlastní dopočet z dat Českého statistického úřadu

Vyždáno v **běžných cenách v období let 2001 až 2008**, dosahují průměrná meziroční tempa růstu objemu produkce kladných hodnot – **rostlinná produkce 0,44 %**, **produkce agrochemikálií 1,38 %**, **zemědělské služby dokonce 15,18 %**, avšak u objemu **produkce krmiv je i v běžných cenách pozorován průměrný meziroční pokles 0,19 %**.

| Ukazatel                                 | v běžných cenách [v mil. Kč] |          |          |          |          |          |          |          |
|--|------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
|  | 2001                         | 2002     | 2003     | 2004     | 2005     | 2006     | 2007     | 2008     |
| Obiloviny                                | 26 851,7                     | 22 006,7 | 18 825,9 | 29 985,0 | 20 087,5 | 18 973,1 | 30 612,2 | 25 487,6 |
| Technické plodiny                        | 13 640,6                     | 11 435,3 | 10 567,0 | 15 653,6 | 13 508,1 | 13 145,2 | 14 517,9 | 16 280,6 |
| Tempo růstu - vybraná rostlinná produkce |                              | -17,41%  | -12,11%  | 55,27%   | -26,39%  | -4,40%   | 40,51%   | -7,45%   |
| Hnojiva a prostředky zlepšující půdu     | 5 369,7                      | 4 764,6  | 3 998,9  | 3 688,5  | 4 186,6  | 4 359,3  | 5 054,4  | 6 388,1  |
| Prostředky na ochranu rostlin            | 5 680,2                      | 4 829,9  | 4 580,2  | 4 561,0  | 4 711,1  | 4 972,3  | 5 488,3  | 5 773,7  |
| Tempo růstu - chemikálie a hnojiva       |                              | -13,17%  | -10,58%  | -3,84%   | 7,86%    | 4,88%    | 12,98%   | 15,36%   |
| Krmiva                                   | 36 900,1                     | 37 311,2 | 31 097,4 | 33 168,3 | 29 775,0 | 29 104,1 | 35 643,8 | 36 403,1 |
| Tempo růstu - krmiva                     |                              | 1,11%    | -16,65%  | 6,66%    | -10,23%  | -2,25%   | 22,47%   | 2,13%    |
| Zemědělské služby                        | 964,9                        | 882,5    | 1 334,7  | 1 450,9  | 2 164,4  | 2 346,4  | 2 327,0  | 2 595,0  |
| Tempo růstu - zemědělské služby          |                              | -8,54%   | 51,24%   | 8,70%    | 49,18%   | 8,40%    | -0,83%   | 11,52%   |

TABULKA Č. 6: PRODUKCE A JEJÍ VÝVOJ V BĚŽNÝCH CENÁCH (2001 – 2008)

Zdroj: vlastní dopočet z dat Českého statistického úřadu<sup>68</sup>

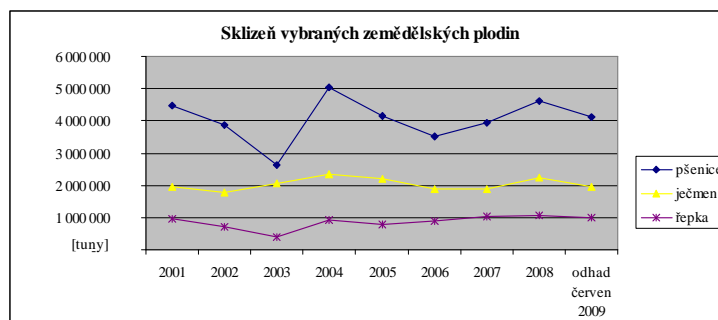
<sup>68</sup> [4E] Český statistický úřad. Český statistický úřad - Zemědělství - časové řady: Souhrnný zemědělský účet. [online]. Praha 10: Český statistický úřad, 2009, 20. 2. 2008 [cit. 2009-02-25]. Dostupný z WWW: <[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/zem\\_cr](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/zem_cr)>., [23E] Český statistický úřad. Český statistický úřad – Souhrnná data – Souborné publikace 2: Souhrnný zemědělský účet - předběžné výsledky účtu výroby za rok 2008 v mil. Kč. [online]. Praha 10: Český statistický úřad, 2009, 27. 2. 2009 [cit. 2009-07-20]. Dostupný z WWW: [http://www.czso.cz/csu/2009edicniplan.nsf/t/67002C4B8C/\\$File/21150901.xls](http://www.czso.cz/csu/2009edicniplan.nsf/t/67002C4B8C/$File/21150901.xls)

## A. Zemědělské komodity a služby pro zemědělství

### ▪ Rostlinná produkce

Jednoznačný přehled o vývoji produkce zemědělských komodit podává Český statistický úřad (dále jen ČSÚ). Pro analýzu tendencí tohoto trhu je podstatné objasnění klíčových vlivů, které na danou oblast hospodářské činnosti působí. Bude-li pozornost zaměřena nejprve na **objem produkce**, jsou patné projevy silné **vázanosti na klimatické podmínky České republiky**.

Níže uvedený graf demonstruje **významné výkyvy v produkci řepky** (přibližně 13 % ve struktuře osevných ploch) a **nejrozšířenějších obilovin, tj. pšenice** (pšenice ozimá včetně pšenice jarní zabírají přibližně 30 % osevných ploch zemědělských plodin) a **ječmene** (jarní včetně ozimého tvoří více než 17 % osevných ploch). Sklizeň pšenice celkem (jarní a ozimá) se pohybuje ročně v rozmezí 2,6 až 5 mil. tun, sklizeň ječmene dosahuje hodnot přibližně 1,8 až 2,3 mil.tun a objem vyprodukované řepky kolísá mezi hodnotami od 0,4 do 1 mil. tun<sup>69</sup>.



GRAF Č. 4: SKLIZEŇ VYBRANÝCH ZEMĚDĚLSKÝCH PLODIN – ČR (2002 – 2008)

Zdroj: vlastní zpracování z dat zveřejněných Českým statistickým úřadem<sup>70</sup>

### 2003

V roce 2003 byl zaznamenán prudký pokles objemu sklizně základních obilovin a řepky, což způsobil dle zpráv ČSÚ<sup>71</sup> klimaticky nepříznivý rok, charakteristický vláhovým deficitem v průběhu vegetačního období od prvních jarních měsíců v kombinaci s vysokými letními teplotami. V tomto extrémně suchém roce zaregistroval Český

<sup>69</sup> Data vztahující se k objemu sklizně v letech 2001 až 2009 obsahuje příloha V.

<sup>70</sup> [4E] Český statistický úřad. *Český statistický úřad - Zemědělství - časové řady: Souhrnný zemědělský účet*. [online]. Praha 10: Český statistický úřad, 2009, 20. 2. 2008 [cit. 2009-02-25]. Dostupný z WWW:

<[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/zem\\_cr](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/zem_cr)> [23E] Český statistický úřad. *Český statistický úřad – Souhrnná data – Souborné publikace 2: Souhrnný zemědělský účet - předběžné výsledky účtu výroby za rok 2008 v mil. Kč*. [online].

Praha 10: Český statistický úřad, 2009, 27. 2. 2009 [cit. 2009-07-20]. Dostupný z WWW:

[http://www.czso.cz/csu/2009edicniplan.nsf/t/67002C4B8C/\\$File/21150901.xls](http://www.czso.cz/csu/2009edicniplan.nsf/t/67002C4B8C/$File/21150901.xls)

<sup>71</sup> [21E] Český statistický úřad. *Český statistický úřad – Souhrnná data – Analýzy, komentáře – Archiv za rok 2003*. [online]. Praha 10: Český statistický úřad, 2009, 16. 4. 2009 [cit. 2009-07-20]. Dostupný z WWW:

[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/analyzy\\_csu?opendocument&:2003](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/analyzy_csu?opendocument&:2003)

hydrometeorologický ústav (ČHMÚ) druhou nejvyšší průměrnou červnovou teplotu od roku 1811.

Došlo také k výraznému poklesu výměr osevních ploch u plodin zasetých na podzim roku 2002, neboť v zimním období byl tento osev poškozen vlivem nepříznivých povětrnostních podmínek, brzkým příchodem mrazů, bez sněhové pokrývky na slabě zakořeněných porostech. Projevilo se i každoroční přetížení půd obilovinami, řepkou a užití pro klimatické podmínky ČR riskantních odrůd. Lokálně se projevilo pozdní setí ozimi a půdy podmáčené v důsledku povodní roku 2002.

## **2004**

Naopak v roce 2004 bylo dosaženo nárůstu celkové sklizně obilovin a řepky vlivem příznivého vývoje a průběhu počasí, tzn. pro růst i zrání prospěšné rozložení dešťových srážek a příhodné teplotní výkyvy. Dle zpráv ČSÚ<sup>72</sup> se na zvýšení sklizně obilovin o více než 53 % oproti předchozímu roku podílely z téměř 80 % dosažené hektarové výnosy a přibližně z 20 % změny v rozsahu a druhové struktuře osevních ploch. Dokonce byly zaznamenány nejvyšší průměrné hektarové výnosy od roku 1993.

Produkce pšenice vzrostla o více než 92 % oproti roku 2003, přitom zvýšení hektarového výnosu se na této změně podílelo z 64 % a změny ve struktuře osevních ploch ve prospěch výnosnější pšenice ozimé o 39 %. Po výpadku produkce obilovin roku 2003 byla navýšena výměra ploch výnosnějších druhů obilovin setých na podzim, tj. pšenice ozimé a ječmene ozimého. Plochy pěstované řepky byly taktéž rozšířeny oproti roku 2003 o 3,4 % a hektarový výnos se zvýšil o téměř o 140 %.

## **2006**

V roce 2006 klesla sklizeň základních obilovin oproti roku 2005 přibližně o 13 %, z 38 % důsledkem snížení osevních ploch, ale především, z 62 %, snížením průměrného hektarového výnosu. Na jeho zhoršení oproti roku 2005 se projevilo dlouhotrvající sucho, extrémně vysoké červencové teploty, následované mimořádně chladným a srážkově nadprůměrným srpnem.

Produkce pšenice ozimé klesla o 14,9 %, ječmene o 28,9 %, naopak se zvýšil objem produkce pšenice jarní (o 24,9 %) a ječmene jarního (21,3%). Osevné plochy jařin byly

---

<sup>72</sup> [20E] Český statistický úřad. *Český statistický úřad - Zemědělství – Odhady sklizní – Archiv za rok 2004 - 2009*. [online]. Praha 10: Český statistický úřad, 2009, 20. 7. 2009 [cit. 2009-07-20]. Dostupný z WWW: <http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/kalendar/aktual-skl>



totiž rozšířeny, aby se nahradily špatně přezimující ozimy. Dosaženo bylo i vyššího hektarového výnosu jařin, zejména u pšenice jarní.

Pozitivně byla hodnocena sklizeň řepky, jejíž produkce se zvýšila oproti roku 2005 o 14,7 %, vzhledem ke zvýšení průměrného hektarového výnosu a rozšíření osevních ploch.

## 2008

Příznivý vývoj byl zaznamenán u základních obilovin a řepky v roce 2008. Tento rok dokonce obsadil 2. místo ve výši sklizně obilovin za rekordním rokem 2004. Zásadní podíl na růstu produkce přitom měla mírná zima a dostatečná vláha v jarních měsících. Celkový rozsah osevních ploch se naopak snížil, i když pouze o 1,5 % oproti roku 2007.

Objem sklizně obilovin oproti roku 2007 vzrostl o 17,8 %, přičemž jejich průměrný hektarový výnos dosáhl nárůstu dokonce o 18,4 %. Změna produkce řepky byla pozorována na úrovni o 2,9 % vyšší než v předchozím období při nárůstu osevních ploch o 5,7 %.

Konkrétně u pšenice ozimé došlo k nárůstu sklizně o 4,7 %, u ječmene celkem o 12 %. Oset byl však menší rozsah ploch jařin, např. pšenice jarní o 31,1 % méně, což se projevilo na poklesu sklizně této obiloviny o 8 % oproti roku 2007. Naopak přes snížení osevních ploch ječmene jarního, vzrostl objem jeho sklizně o 16,1 %.

## 2009

Dle odhadů Českého statistického úřadu<sup>73</sup>, vztahujících se k úrovni sklizně zemědělských plodin **k roku 2009 má dojít k poklesu u základních obilovin o 11,7 % (875 tis. tun)** a u **řepky o 5 % (52 tis. tun)**. U základních obilovin přitom došlo ke snížení osevních ploch o 0,5 % (tj. o 7,3 tis. ha), ale především je predikován nižší výnos o 11 % (tj. o 0,58 t/ha) oproti roku 2008, plynoucí z dosavadního **průběhu počasí: „teplotně podprůměrný květen a červen s vysokými srážkami“**. Ovšem, jak již bylo uvedeno, hodnoty jsou porovnávány s údaji z roku 2008, který byl obdobně jako rok 2004 z nejúrodnějších v historii České republiky.

Konkrétně u pšenice ozimé se odhaduje pokles o 10,9 % (487 tis. tun) oproti roku 2008 při predikovaném poklesu hektarovém výnosu o 14,6 % (tj. 0,86 t/ha). U této

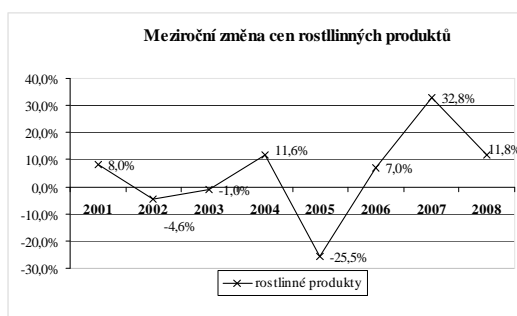
---

<sup>73</sup> [20E] Český statistický úřad. *Český statistický úřad - Zemědělství – Odhady sklizní*. [online]. Praha 10: Český statistický úřad, 2009, 14. 7. 2009 [cit. 2009-07-20]. Dostupný z WWW: <http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/informace/cskl07140909.xls>

obiloviny došlo naproti tomu k rozšíření osevních ploch o 4,3 % (tj. 33 tis. ha). Sklizeň ječmene jarního se odhaduje o 15,8 % nižší (250 tis. tun) při očekávaném nižším hektarovém výnosu o 10,1 % (tj. o 0,17 t/ha). U řepky došlo ke zmenšení osevních ploch o 0,6 % (tj. 2 tis. ha) a odhadovaný výnos má být o 4,4 % (tj. o 0,13 t/ha) nižší než v předchozím roce.

#### ▪ **Cenový vývoj rostlinné produkce**

Na cenovém vývoji rostlinných produktů se opět markantně projevují vysoké meziroční změny, které od roku 2001 do roku 2009 demonstruje níže zobrazený graf.<sup>74</sup> Významný cenový výkyv<sup>75</sup> byl zaznamenán v roce 2005, kdy se ceny rostlinné produkce meziročně snížily o 25,5 %. Naopak od roku 2007 docházelo ke zvyšování cen výrobců rostlinné produkce a vrcholu bylo dosaženo roku 2008.



GRAF Č. 5: MEZIROČNÍ ZMĚNA CEN VÝROBCŮ – ROSTLINNÁ PRODUKCE – ČR (2002 – 2008)  
Zdroj: vlastní zpracování z dat zveřejněných Českým statistickým úřadem<sup>71</sup>

#### **2005**

V roce 2005 zaznamenaly ceny zemědělských výrobců prudký pokles oproti předchozímu roku. Konkrétně u cen rostlinných výrobků došlo ke snížení o 25 %, u cen obilovin o 25,1 %. V 1. čtvrtletí byl u cen rostlinných výrobků zapsán rekordní meziroční pokles od roku 1992 díky hodnotě propadu o 39,2 %. Přitom ceny obilovin se v tomto čtvrtletí snížily o 28,4 %.

#### **2007**

V 1. čtvrtletí roku 2007 vzrostly meziročně ceny rostlinné produkce o 33,6 %, což ovlivnil především nárůst cen brambor o 141,1 % a obilovin o 34,7 %. Mezičtvrtletně se ceny rostlinné produkce zvýšily o 3,7 %, u obilovin o 4,7 %. V následujícím čtvrtletí došlo oproti předchozímu čtvrtletí k nárůstu cen u rostlinné produkce o pouhé

<sup>74</sup>Meziroční cenové indexy zemědělských výrobců od roku 2000 do 2008 zobrazuje příloha VI, cenový vývoj v jednotlivých měsících od roku 2006 do června 2009 shrnuje příloha VII.

<sup>75</sup> [22E] Český statistický úřad. *Český statistický úřad – Souhrnná data – Analýzy, komentáře – Archiv za rok 2005 – 2009*. [online]. Praha 10: Český statistický úřad, 2009, 16. 4. 2009 [cit. 2009-07-20]. Dostupný z WWW: <http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/informace/cskl07140909.xls>

0,3 %. Ve 3. čtvrtletí vzrostly ceny rostlinné produkce oproti 2. čtvrtletí o 4,3 %, u obilovin o 11,4 %. Ceny rostlinné produkce v té době dosáhly meziročního nárůstu o 28,3 %, obiloviny o 50,6 %. Ve 4. čtvrtletí vzrostly ceny rostlinné produkce o 17 % oproti předchozímu čtvrtletí, ceny obilovin o 34,7 %. V tomto posledním období roku 2007 už bylo zaznamenáno zvýšení cen rostlinné produkce oproti roku 2006 o 41,2 %, u obilovin o 69,9%.

## **2008**

Trend nárůstu cen zemědělské produkce pokračoval i v roce 2008, kdy u rostlinných výrobků došlo 1. čtvrtletí k meziročnímu navýšení cen o 35,5 %, u obilovin dokonce o 59,3 %. Oproti 4. čtvrtletí roku 2007 se u rostlinné produkce jedná o navýšení o 7,8 %, u obilovin o 6,4%. V dalším čtvrtletí se ceny rostlinné produkce navýšily oproti předešlému období o 5,6 %, ceny obiloviny o 3 %.

Ve 3. čtvrtletí byl již zaznamenán opačný vývoj, kdy ceny zemědělských výrobců oproti 2. čtvrtletí klesly o 11,5%, ceny rostlinné produkce o 16,7 % a konkrétně ceny obilovin o 21,5 %. Ve 4. čtvrtletí klesly ceny obilovin oproti předchozímu 3. čtvrtletí o 24 %, ceny rostlinných výrobků o 21,2 %. V posledním čtvrtletí roku se projevil meziroční pokles cen rostlinné produkce o 25,4 %, což nejvíce ovlivnil propad cen obilovin o 35 %.

## **2009**

V prvním čtvrtletí roku 2009 byly ceny zemědělských výrobků meziročně nižší o téměř 28 % vlivem prudkého poklesu ceny rostlinných výrobků o 34,7 %. Ceny obilovin oproti předchozímu čtvrtletí klesly dokonce o 45,5 %. Ve 2. čtvrtletí roku 2009 se ceny rostlinné produkce navýšily oproti 1. čtvrtletí o 0,2 %, avšak ceny obilovin klesly dále o 2,7 %. Meziročně se u cen obilovin jedná o pokles o 48,5 % a celkově u rostlinné výroby o 38 %.

### ▪ ***Tendence trhu zemědělských komodit a služeb pro zemědělství***

#### ***Rostlinná produkce***

Z přehledu vývoje klíčových faktorů trhu zemědělských komodit, tj. objemu produkce a změn cen, lze odvodit vlivy, na nichž může být vystavěna prognóza vývoje na dotčených trzích.

Vývoj trhu rostlinných produktů závisí především na objemu sklizně, na kvalitě

a kvantitě úrody a tedy na klimatických podmínkách, z čehož lze ovšem usuzovat o existujících komplikacích, týkajících se možnosti stanovení jednoznačné predikce pro daný vývoj trhu v budoucím období.

V tomto odvětví je proto nutné přistoupit ke **zjednodušení odhadů**, které budou pro trh s rostlinnými produkty stanoveny na úrovni v minulosti dosahovaného **průměrného tempa růstu** daného trhu.

**Průměrné tempo růstu** rostlinné produkce (tj. obilovin a technických plodin) mezi lety 1998 až 2008 je vyčísleno ve výši **2,45 %** za použití hodnot v běžných cenách uvedených v tabulce č. 6. Potenciál odvětví je tedy určen na úrovni tohoto odvozeného průměrného tempa růstu v nominální hodnotě.

| Ukazatel                  | v běžných cenách |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          | průměrné tempo růstu |
|---------------------------|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------------------|
|                           | 1998             | 1999     | 2000     | 2001     | 2002     | 2003     | 2004     | 2005     | 2006     | 2007     | 2008     |                      |
| OBILOVINY                 | 21 943,0         | 18 779,2 | 19 642,9 | 26 851,7 | 22 006,7 | 18 825,9 | 29 985,0 | 20 087,5 | 18 973,1 | 30 612,2 | 25 487,6 | 2,45%                |
| TECHNICKÉ PLODINY         | 10 834,2         | 10 278,4 | 10 616,5 | 13 640,6 | 11 435,3 | 10 567,0 | 15 653,6 | 13 508,1 | 13 145,2 | 14 517,9 | 16 280,6 |                      |
| rostlinná produkce celkem | 32 777,1         | 29 057,6 | 30 259,5 | 40 492,3 | 33 442,0 | 29 392,9 | 45 638,6 | 33 595,6 | 32 118,3 | 45 130,1 | 41 768,2 |                      |

TABULKA Č. 7: PRŮMĚRNÉ TEMPO RŮSTU ROSTLINNÉ PRODUKCE (1998 – 2008)

Zdroj: odvozeno z dat Českého statistického úřadu<sup>76</sup>

Budou-li **prognózy potenciálu trhu na rok 2009** vycházet z aktuálních predikcí ČSÚ, které odhadují objem sklizně rostlinné produkce a změnu jejích cen oproti roku 2008, je reálné stanovit pravděpodobnější tempo růstu pro rok 2009. Pro vyjádření této relativní změny je využit údaj o objemu rostlinné produkce v běžných cenách (obiloviny a technické plodiny) za rok 2008, dle tabulky č. 6, a odhadované změny pro rok 2009 oproti roku 2008 v rámci sklizně rostlinné produkce a cenové úrovně. Zprávy ČSÚ odhadují meziroční **propad cen celkové rostlinné produkce o 38 %** a **pokles sklizně obilovin o 11 %**. ČSÚ zveřejnil prozatím jen u nevýznamnějších plodin (pšenice, ječmen, žito, oves a řepka) prognózu celkové sklizně<sup>77</sup>, která je využita jako základ pro odvození hodnoty **poklesu produkce roku 2009 oproti roku 2008. Vyčíslená úroveň propadu o 10,75 %**<sup>78</sup> bude použita jako údaj, vztahující se ke změně sklizně celé rostlinné produkce

<sup>76</sup> [4E] Český statistický úřad. *Český statistický úřad - Zemědělství - časové řady: Souhrnný zemědělský účet*. [online]. Praha 10: Český statistický úřad, 20. 2. 2008 [cit. 2009-02-25]. Dostupný z WWW:

<[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/zem\\_cr](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/zem_cr)>., [23E] Český statistický úřad. *Český statistický úřad – Souhrnná data – Souborné publikace 2: Souhrnný zemědělský účet - předběžné výsledky účtu výroby za rok 2008 v mil. Kč*. [online].

Praha 10: Český statistický úřad, 2009, 27. 2. 2009 [cit. 2009-07-20]. Dostupný z WWW:

[http://www.czso.cz/csu/2009edicniplan.nsf/t/67002C4B8C/\\$File/21150901.xls](http://www.czso.cz/csu/2009edicniplan.nsf/t/67002C4B8C/$File/21150901.xls)

<sup>77</sup> Data jsou uvedena v příloze IV.

<sup>78</sup> Výpočet z dat přílohy V (v tunách): 
$$\frac{\sum 4631502 + 209787 + 2243865 + 155868 + 1048943}{\sum 4131064 + 163783 + 1948654 + 158008 + 996772} = 0,8924 \Rightarrow -10,75\%$$

v naturálních jednotkách. Změna **produkce v běžných cenách klesne o 55,34 %<sup>79</sup>**, přitom její hodnota dosáhne pouhých 23112,4 mld. Kč oproti loňskému rekordnímu výsledku 41768,2 mld. Kč.

|  | 2 009   | 2 010 | 2 011 | 2 012 | 2 013 |
|--|---------|-------|-------|-------|-------|
| tempo růstu odvětví - rostlinná produkce | -55,34% | 2,45% | 2,45% | 2,45% | 2,45% |

TABULKA Č. 8: TEMPO RŮSTU ODVĚTVÍ – ROSTLINNÁ PRODUKCE (2009 – 2013)

Zdroj: vlastní výpočet

### ***Hnojiva a přípravky na ochranu a výživu rostlin***

Trh s hnojivy a přípravky na ochranu a výživu rostlin vykazuje rovněž značné meziroční kolísání a pro jeho potenciál není zveřejněna žádná oficiální prognóza. Předpokládá se, že jeho vývoj je závislý na externích neovlivnitelných faktorech, a proto se pro stanovení **budoucích meziročních změn** vychází z jeho **průměrného tempa růstu** za jedenáctileté období od roku 1998 až 2008.

| Ukazatel                             | v běžných cenách |         |         |          |         |         |         |         |         |          |          | průměrné tempo růstu |
|--------------------------------------|------------------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------------------|
|                                      | 1998             | 1999    | 2000    | 2001     | 2002    | 2003    | 2004    | 2005    | 2006    | 2007     | 2008     |                      |
| Hnojiva a prostředky zlepšující půdu | 4 100,4          | 3 246,1 | 4 038,9 | 5 369,7  | 4 764,6 | 3 998,9 | 3 688,5 | 4 186,6 | 4 359,3 | 5 054,4  | 6 388,1  | 4,32%                |
| Prostředky na ochranu rostlin        | 3 869,2          | 3 588,8 | 3 512,8 | 5 680,2  | 4 829,9 | 4 580,2 | 4 561,0 | 4 711,1 | 4 972,3 | 5 488,3  | 5 773,7  |                      |
| hnojiva a chemikálie celkem          | 7 969,6          | 6 834,9 | 7 551,7 | 11 049,9 | 9 594,5 | 8 579,1 | 8 249,5 | 8 897,6 | 9 331,7 | 10 542,7 | 12 161,8 |                      |

TABULKA Č. 9: PRŮMĚRNÉ TEMPO RŮSTU – HNOJIVA A CHEMIKÁLIE (1998 – 2008)

Zdroj: odvozeno z dat Českého statistického úřadu<sup>80</sup>

Přestože není prokázána přímá závislost trhu agrochemikálií na vývoji HDP, je nutné v souvislosti s probíhající recesí uvažovat o možnosti, že potenciál trhu v roce 2009 pravděpodobně nedosáhne růstu 4,32 %, který odpovídá průměrnému meziročnímu růstu trhu agrochemikálií v běžných cenách. Vzhledem k existující souvislosti mezi trhem agrochemikálií a trhem rostlinné produkce, je pravděpodobné, že jeho negativní vývoj bude mít dopad právě i na trh hnojiv a přípravků na ochranu a výživu rostlin. Tempo růstu odvětví proto odhadneme na úrovni predikované hodnoty HDP v běžných cenách pro rok 2009, tj. **-1,68 %<sup>81</sup>**, v dalších letech je použita hodnota odvozeného průměrného tempa růstu odvětví za období od roku 1998 do 2008, tj. **4,32 %**.

|   | 2 009  | 2 010 | 2 011 | 2 012 | 2 013 |
|---|--------|-------|-------|-------|-------|
| tempo růstu odvětví - hnojiva a přípravky na ochranu a výživu rostlin | -1,68% | 4,32% | 4,32% | 4,32% | 4,32% |

TABULKA Č. 10: TEMPO RŮSTU ODVĚTVÍ - AGROCHEMIKÁLIE (2009 – 2013)

Zdroj: vlastní výpočet

<sup>79</sup> Pokles sklizně o 10,75 %, tj. na 89,25 % roku 2008, snížení cenové hladiny o 38 %, tj. na 62% úroveň roku 2008, pokles sklizně v b. c.  $0,8925 \cdot 0,62 = 55,335$  %, hodnota sklizně v b. c. odhadnuta pro rok 2009 na 23112,4 mld. Kč (55,335 % z 41768,2 mld. Kč).

<sup>80</sup> [4E] Český statistický úřad. Český statistický úřad - Zemědělství - časové řady: Souhrnný zemědělský účet. [online]. Praha 10: Český statistický úřad, 2009, 20. 2. 2008 [cit. 2009-02-25]. Dostupný z WWW: <[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/zem\\_cr](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/zem_cr)>., [23E] Český statistický úřad. Český statistický úřad – Souhrnná data – Souborné publikace 2: Souhrnný zemědělský účet - předběžné výsledky účtu výroby za rok 2008 v mil. Kč. [online]. Praha 10: Český statistický úřad, 2009, 27. 2. 2009 [cit. 2009-07-20]. Dostupný z WWW: [http://www.czso.cz/csu/2009edicniplan.nsf/t/67002C4B8C/\\$File/21150901.xls](http://www.czso.cz/csu/2009edicniplan.nsf/t/67002C4B8C/$File/21150901.xls)

<sup>81</sup> Dle údajů z tabulky č. 3

## Zemědělské služby

Zemědělské služby, zahrnující např. poradenství v oblasti zemědělství nebo přepravu komodit, vykazují během let 1998 až 2008 průměrný meziroční nárůst **3,94 %**. Srovnatelně s trhem agrochemikálií je pro rok 2009 použita úroveň změny vývoje trhu poskytovaných zemědělských služeb podle predikovaného poklesu HDP v běžných cenách na úrovni **-1,68 %** a pro další roky průměrné tempo růstu za období 1998 až 2008, tj. **3,94 %**.

| Ukazatel          | v běžných cenách |         |        |        |        |         |         |         |         |         | průměrné tempo růstu |       |
|-------------------|------------------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------------|-------|
|                   | 1998             | 1999    | 2000   | 2001   | 2002   | 2003    | 2004    | 2005    | 2006    | 2007    |                      | 2008  |
| Zemědělské služby | 1 763,7          | 1 459,2 | 872,5  | 964,9  | 882,5  | 1 334,7 | 1 450,9 | 2 164,4 | 2 346,4 | 2 327,0 | 2 595,0              | 3,94% |
| meziroční změna   |                  | 0,8274  | 0,5979 | 1,1059 | 0,9146 | 1,5124  | 1,0870  | 1,4918  | 1,0840  | 0,9917  | 1,1152               |       |

TABULKA Č. 11: PRŮMĚRNÉ TEMPO RŮSTU – ZEMĚDĚLSKÉ SLUŽBY (1998 – 2008)

Zdroj: odvozeno z dat Českého statistického úřadu<sup>82</sup>

|  | 2 009  | 2 010 | 2 011 | 2 012 | 2 013 |
|--|--------|-------|-------|-------|-------|
| tempo růstu odvětví - služby pro zemědělství | -1,68% | 3,94% | 3,94% | 3,94% | 3,94% |

TABULKA Č. 12: TEMPO RŮSTU ODVĚTVÍ – ROSTLINNÁ PRODUKCE (2009 – 2013)

Zdroj: vlastní výpočet

## B. Krmné směsi

### ▪ Obor výroba krmiv

**Výroba krmiv**, která dle výše uvedeného představuje hlavní podnikatelskou činnost společnosti, je podle Českého statistického úřadu (ČSÚ) řazena do **zpracovatelského průmyslu**, konkrétněji do výroby **potravinářských výrobků a nápojů**, označované systémem odvětvové klasifikace ekonomických činností pod OKEČ 15, podle klasifikace CZ-NACE do CA 109.<sup>83</sup>

Odvětví potravinářství, jedno z nejvýznamnějších v rámci zpracovatelského průmyslu, je velmi rozmanité a zahrnuje vedle zpracování zemědělských komodit, výrobu potravin a nápojů včetně dodávání produktů na trh. Systém OKEČ dále člení toto odvětví na skupiny dle speciálních výrobních oborů a označuje je následovně:

- 1.1. výroba, zpracování a konzervování masa a masných výrobků
- 1.2. zpracování a konzervování ryb, rybích výrobků
- 1.3. zpracování a konzervování ovoce, zeleniny a brambor
- 1.4. výroba rostlinných a živočišných olejů a tuků
- 1.5. zpracování mléka, výroba mlékařských výrobků a zmrzliny

<sup>82</sup> [4E] Český statistický úřad. *Český statistický úřad - Zemědělství - časové řady: Souhrnný zemědělský účet*. [online]. Praha 10: Český statistický úřad, 2009, 20. 2. 2008 [cit. 2009-02-25]. Dostupný z WWW:

<[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/zem\\_cr](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/zem_cr)>., [23E] Český statistický úřad. *Český statistický úřad – Souhrnná data – Souborné publikace 2: Souhrnný zemědělský účet - předběžné výsledky účtu výroby za rok 2008 v mil. Kč*. [online].

Praha 10: Český statistický úřad, 2009, 27. 2. 2009 [cit. 2009-07-20]. Dostupný z WWW:

[http://www.czso.cz/csu/2009edicniplan.nsf/t/67002C4B8C/\\$File/21150901.xls](http://www.czso.cz/csu/2009edicniplan.nsf/t/67002C4B8C/$File/21150901.xls)

<sup>83</sup> Počínaje lednem 2009 jsou výsledky za průmysl a stavebnictví zpracovávány a publikovány podle nové klasifikace ekonomických činností CZ-NACE.

- 1.6. výroba mlýnských a škrobářských výrobků
- 1.7. výroba krmiv
- 1.8. výroba ostatních potravinářských výrobků
- 1.9. výroba nápojů

Z hlediska významnosti svého podílu na celkových tržbách odvětví stojí v první řadě obor „výroba ostatních potravinářských výrobků“, v druhé řadě „výroba nápojů“, dále „výroba, zpracování a konzervování masa a masných výrobků“ a „zpracování mléka, výroba mlékářských výrobků a zmrzliny“. Obor „**výroba krmiv**“ dosahoval dle údajů za rok 2007 podíl **7 %**<sup>84</sup> **na celkových tržbách potravinářského průmyslu.**

V rámci hlavních ekonomických ukazatelů charakteristických pro toto odvětví je žádoucí analyzovat **cenový vývoj**<sup>85</sup> a **trend v objemu produkce.**

V rámci potravinářského průmyslu je během let 2001 až 2008 patrný **nárůst cen v roce 2001 o 6,2 % a po dvouletém snižování cen opět v roce 2004 o 6,1 %**. Následně je po snižování cen v roce 2005 a 2006 je registrován **vzestup cen v roce 2007 o 5,3 % a v roce 2008 o 7,6 %** v celém odvětví, s výjimkou stagnace u skupiny rybích výrobků. Nejmarkantnější nárůst cen, vyvolaný především **zvýšením cen obilovin**, byl zachycen u **výroby krmných směsí**. U tohoto oboru došlo k **nárůstu cen o 15,7 % v roce 2007 a o 19,8 % v roce 2008**, a dále u skupiny mlýnských a škrobářských výrobků o 17,8 % v roce 2007 a o 20,9 % v roce 2008. Následující vývoj na zahraničních trzích, došlo v posledních měsících roku 2007 i u výrobků z mléka k nárůstu cen, který pokračoval o dalších 20,9 % v roce 2008.

Vývoj **produkce** za odvětví potravinářství je hodnoceno prostřednictvím změn hodnot **tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb** (dále jen tržby za prodej VVS) v jednotlivých letech<sup>86</sup>, ale také pomocí indexů, vztahujících se k **účetní přidané hodnotě**<sup>87</sup>.

V letech s nejvyšším nárůstem cenové hladiny bylo dosaženo i nejvyšších **meziročních indexů tržeb za vlastní výrobky a služby**. V roce 2001 vzrostly tržby v celém odvětví o 7,8 %, u výroby krmiv dokonce o 24,3 %. V roce 2004 došlo v rámci celého odvětví k nárůstu o 7,4 %, naopak u výroby krmiv byla zaznamenána stagnace s meziročním indexem 100,4. K roku 2007 dosáhl meziroční index tržeb za VVS hodnoty

<sup>84</sup> [28E] Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky. *Ministerstvo průmyslu a obchodu. Průmysl a stavebnictví – Zpracovatelský průmysl – Data a grafy zpracovatelského průmyslu*. [online]. 9. 3. 2009 [cit. 2009-04-10]. Dostupný z WWW: <http://www.mpo.cz/dokument56844.html>

<sup>85</sup> Vývoj cenových indexů v potravinářství v letech 2001 – 2008 uvádí příloha VIII.

<sup>86</sup> Meziroční indexy tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb v letech 2001 – 2007 uvádí příloha IX.

<sup>87</sup> Meziroční indexy účetní přidané hodnoty v b. c. v letech 2001 – 2007 uvádí příloha X.

104,7, avšak konkrétně u oborů výroba krmiv, mlýnských a škrobářských výrobků a mlékářských výrobků dosáhl meziroční index vyšších hodnot vlivem především prudkého nárůstu cen. Pro obor „zpracování mléka, výroba mlékářských výrobků a zmrzliny“ byla odvozena hodnota uvedeného indexu 109, pro obor „výroba mlýnských škrobářských výrobků“ 110 a pro obor „výroba krmiv“ dokonce 110,3.

V pozorovaném období let 2001 – 2007 pozitivně rostla úroveň přidané hodnoty, pouze v letech 2003 a 2006 byla zaznamenána mírná stagnace. **Hodnota meziročního indexu účetní přidané hodnoty** dosáhla k roku 2007 za celé odvětví potravinářství 104,4. U jmenovaných oborů, kde došlo k nárůstu cenové hladiny, dosahuje tento index u oboru „zpracování mléka, výroba mlékářských výrobků a zmrzliny“ 125,54, u „výroby krmiv“ pouze 104,37, avšak u „výroby mlýnských škrobářských výrobků“ klesla úroveň přidané hodnoty a index se snížil na 93,79.

#### ▪ **Průmyslová krmiva**

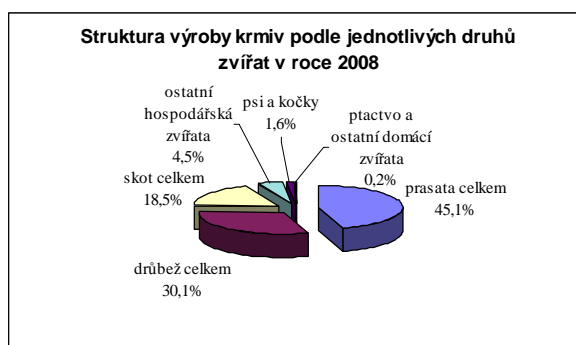
Na podkladě dat z provedených šetření Ministerstva zemědělství České republiky, které každoročně zjišťuje **objem produkce krmných směsí a spotřebu krmných surovin pro jejich výrobu** u registrovaných výrobců krmných směsí, je analyzován vývoj této hospodářské činnosti.

Rozdělením produkce krmných směsí do dvou podskupin, tzn. **krmiva pro hospodářská zvířata a krmiva pro domácí zvířata**, se projeví jejich protichůdný trend vývoje. Ovšem i vzhledem k celkovému rozsahu produkce krmných směsí se jedná o absolutně rozdílné oddíly, neboť objem výroby směsí pro domácí zvířata (tj. psi, kočky, ptactvo a ostatní) se na celkovém ročním produkovaném objemu podílí v průměru 4,2 % (od roku 1999 – 2008).

V roce 2008 tvořil objem produkce **krmných směsí pro domácí zvířata 180,42 tis. tun**, tj. **6,1 %** z celkové produkce krmných směsí, a **rozsah produkce pro hospodářská zvířata činil 2798,46 tis. tun**, tj. **93,9 %** celkové výroby.

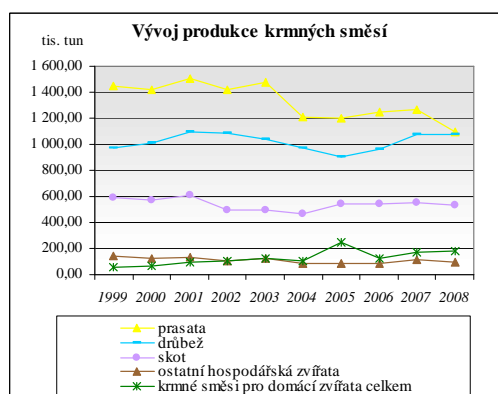
Z celkové produkce zabírá největší část, v průměru **42,42 %**, **objem výroby krmných směsí pro prasata**, dále v průměru **32,61 % pro krmiva pro drůbež**, **17,31 % krmiva pro skot** a např. **3,92 % krmiva pro psi a kočky**.





GRAF Č. 6: STRUKTURA VÝROBY KRMIV DLE DRUHŮ ZVÍŘAT – ROK 2008  
Zdroj: vlastní zpracování z dat Ministerstva zemědělství České republiky<sup>88</sup>

V průběhu desetiletého období od roku 1999 až 2008<sup>89</sup> je u produkce krmných směsí celkem pozorován **negativní vývoj s průměrným meziročním tempem -0,85 %**. Výroba krmných směsí pro hospodářská zvířata se projevuje dlouhodobě trendem snižování produkce s **průměrným meziročním poklesem 1,33 %**. Naopak u výroby krmných směsí pro domácí zvířata bylo dosahováno **průměrného meziročního tempa růstu 13,5 %**, neboť výrazné poklesy produkce, k nimž došlo např. v letech 2004 (-14,51 %) a 2006 (-51,13 %) byly vždy několikanásobně kompenzovány nárůstem produkce v následujících letech.



GRAF Č. 7: VÝVOJ PRODUKCE KRMNÝCH SMĚSÍ V TIS. T (199 – 2008)  
Zdroj: vlastní zpracování z dat Ministerstva zemědělství České republiky<sup>84</sup>

## 2002

K výraznému poklesu výroby o 6,75 % (tj. o 232,48 tis. tun) došlo v roce 2002, přitom u výroby krmiv pro hospodářská zvířata klesla dokonce o 7,3 % (244,22 tis. tun). Naopak o 12,25 % (tj. 11,739 tis. tun) vzrostla toho toku produkce krmných směsí pro domácí zvířata.

<sup>88</sup> [26E] Ministerstvo zemědělství ČR. Ministerstvo zemědělství ČR. *Zemědělská výroba – Statistika v oblasti – Krmiva – Výroba průmyslových krmiv za rok 2008, 2007, 2006, 2005*. [online]. 30. 4. 2009 [cit. 2009-05-18]. Dostupný z WWW: <http://www.mze.cz/Index.aspx?ch=73&typ=2&ids=2341&val=2341>

<sup>89</sup> Objem výroby krmných směsí v letech 1999 – 2008 uvádí příloha XI.

## 2004

V roce 2004 došlo k poklesu objemu výroby o 12,61 % (tj. 410,79 tis. tun) a propad byl zachycen i u výroby krmných směsí pro domácí zvířata, o 14,51 % (17,522 tis. tun), u krmných směsí pro hospodářská zvířata činilo snížení produkce 12,53 % (393,27 tis. tun)

## 2006

U krmiv pro domácí zvířata poklesla velmi významně výroba v roce 2006, a to o 51,13 % (128,2 tis. tun). V tomto roce pokles nezasáhl výrobu krmiv pro hospodářská zvířata, ale naopak se projevila nárůst produkce o 3,95 % (107,77 tis. tun). Celkově tak propadla výroba krmných směsí pouze o 0,69 % (20,43 tis. tun).

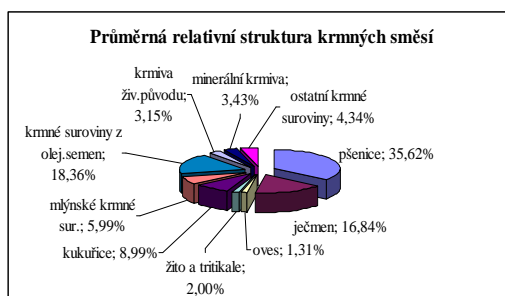
## 2008

V roce 2008 nastal opět propad u produkce krmiv pro hospodářská zvířata, o 6,79 % (203,99 tis. tun). U krmiv pro domácí zvířata pokračoval růst o 32,29 % (5,74 tis. tun) a celkový pokles výroby krmiv činil v konečném výsledku 6,24 % (198,24 tis. tun).

### ▪ Složení krmných směsí

Z relativní **struktury krmných směsí**<sup>90</sup> je zřejmé, že na jejich základu se z největší části podílejí obiloviny, dle údajů za období let 1999 – 2008 v průměru z 65,06 %, z nemalého procenta i krmné suroviny z olejnatých semen (tj. sójový, řepkový a slunečnicový extrahovaný šrot, z 18,36 %), krmiva živočišného původu (tj. živočišná moučka, rybí moučka, sušené mléko, z 3,15 %), minerální krmiva (3,43 %) a ostatní suroviny (4,34 %).

Skladbu obilovin, obsažených v krmných směsí, tvoří v první řadě pšenice (v průměru 35,62 % celkové struktury směsí), dále ječmen (16,84 %) a kukuřice (8,99 %), z menší části oves (1,31 %), tritikale a žito (2 %).



GRAF Č. 8: PRŮMĚRNÁ RELATIVNÍ STRUKTURA KRMNÝCH SMĚSÍ

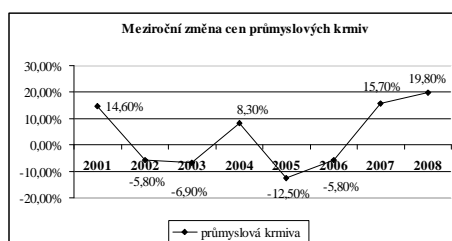
Zdroj: vlastní zpracování z dat Ministerstva zemědělství České republiky<sup>84</sup>

<sup>90</sup> Spotřebu krmných surovin pro výrobu krmných směsí v tis. tunách v letech 1999 – 20008 uvádí příloha XII., Meziroční indexy spotřeby hlavních krmných surovin pro výrobu krmných směsí v letech 2000 – 2008 jsou popsány v příloze XIII.

Ze složení krmných směsí lze odvodit vliv výkyvů cenové hladiny primárních surovin, tj. rostlinné produkce (obiloviny a technické plodiny), na změny cen produkce krmných směsí.

- **Cenový vývoj**

U krmných směsí je pozorovatelné **meziroční kolísání cen, které odpovídá cenovému vývoje základních surovin pro jejich výrobu**. K nejmarkantnějšímu zdražení docházelo v roce 2004 a od roku 2007 do první poloviny roku 2008, obdobně jako bylo zaznamenáno u cen obilovin. Naopak **od července roku 2008 se projevuje cenový pokles produkce krmiv, přitom v červnu roku 2009 již cenová úroveň propadla na 79,6 % hodnot stejného období roku 2008.**<sup>91</sup>



GRAF Č. 9: MEZIROČNÍ ZMĚNA CEN VÝROBCŮ – ROSTLINNÁ PRODUKCE – ČR (2002 – 2008)  
Zdroj: vlastní zpracování z dat zveřejněných Českým statistickým úřadem<sup>92</sup>

- **Faktor, ovlivňující produkci krmiv**

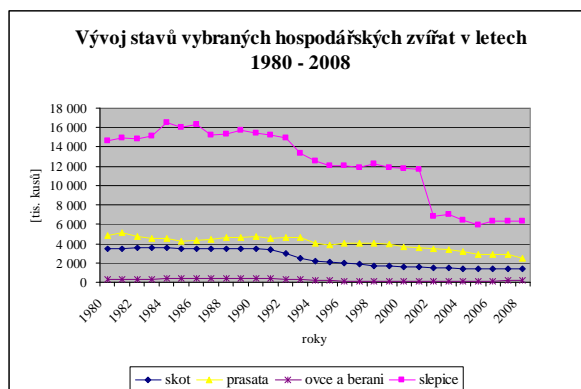
Vývoj produkce krmných směsí je ovlivňován dlouhodobým trendem zaznamenávaným u faktoru **stav hospodářských zvířat. Průměrné meziroční tempo poklesu** stavu všech druhů hospodářských zvířat celkem nabývá hodnot **0,91 %** (od roku 1980).

Vzhledem k tomu, že největší podíl na výrobě krmiv, tj. **45,1 %**, představují směsi pro prasata, jejichž stav významně klesá, předpokládá se **promítnutí tohoto vývoje na trend snižování produkce krmných směsí** pro tento druh zvířat v dlouhodobém časovém horizontu. Analýza zkoumá vývoj stavu prasat a ostatních hospodářských zvířat od roku 1980 do roku 2008. U stavu prasat dochází k **průměrnému meziročnímu poklesu -2,4 %** v tomto vymezeném období. V současnosti docházelo k významným poklesům zejména v roce 2004, o 7 % oproti roku 2003, v roce 2005 o 8 % oproti předchozímu roku a v roce 2008 dokonce o 14 %.

<sup>91</sup> Podrobný cenový vývoj krmných směsí uvádí příloha XIV.

<sup>92</sup> [25E] Český statistický úřad. Český statistický úřad - Ekonomika – Ceny, inflace: Indexy cen výrobců – časové řady, Tab.2. Indexy cen průmyslových výrobců podle CZ-CPA [online]. Praha 10: Český statistický úřad, 2009, 15. 7. 2009 [cit. 2009-07-20]. Dostupný z WWW: [http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/i/ipccr\\_2/\\$File/ipccr071509\\_2.xls](http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/i/ipccr_2/$File/ipccr071509_2.xls)

**Krmné směsi pro drůbež** tvoří přibližně **30 %** celkové produkce a i pro tento druhu zvířat je charakteristický dlouhodobý **pokles jeho počtu** průměrným meziročním tempem – **0,56 %** od roku 1980. Výrazný pokles byl zaznamenán především v roce 2003, tj. – 10,5 %.



GRAF Č. 10: VÝVOJ STAVŮ VYBRANÝCH HOSPODÁŘSKÝCH ZVÍŘAT V LETECH 1980 - 2008  
Zdroj: vlastní zpracování z dat zveřejněných Českým statistickým úřadem<sup>93</sup>

#### ▪ **Tendence trhu krmných směsí**

Pro možnost určení **potenciálu trhu výroby krmných směsí** je nutné odhadnout pravděpodobnou **úroveň produkce průmyslových krmiv a vývoj cenové hladiny**.

Vzhledem k **zásadnímu faktoru, působícímu na objem produkce krmných směsí, tj. vývoji stavu hospodářských zvířat**, je nutné pozorovat tendence tohoto vlivu. Stav hospodářských zvířat klesá průměrným meziročním tempem – 0,91 %, z čehož je odvozen **předpoklad pokračujícího poklesu produkce krmiv pro hospodářská zvířata**.

Pro odhad budoucího **objemu produkce krmných směsí** je zvolena úroveň dosavadního průměrného meziročního tempa snižování výroby, tj. **-0,85 %**, která zohledňuje trend poklesu stavu hospodářských zvířat.

|                          | produkce krmných směsí v tis. tun |         |         |         |         |         |         |         |         |         | prognóza v tis. tunách |         |         |         |         |
|--------------------------|-----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------------------------|---------|---------|---------|---------|
|                          | 1999                              | 2000    | 2001    | 2002    | 2003    | 2004    | 2005    | 2006    | 2007    | 2008    | 2009                   | 2010    | 2011    | 2012    | 2013    |
| celkem krmné směsi       | 3215,71                           | 3201,51 | 3443,29 | 3210,81 | 3258,73 | 2847,93 | 2981,69 | 2961,26 | 3177,12 | 2978,88 | 2953,66                | 2928,66 | 2903,87 | 2879,30 | 2854,92 |
| meziroční tempo růstu    |                                   | -0,44%  | 7,55%   | -6,75%  | 1,49%   | -12,61% | 4,70%   | -0,69%  | 7,29%   | -6,24%  | -0,85%                 | -0,85%  | -0,85%  | -0,85%  | -0,85%  |
| průměrné meziroční tempo |                                   |         |         |         |         |         |         |         |         |         |                        |         |         |         |         |

TABULKA Č. 13: ODHAD PRODUKCE KRMNÝCH SMĚSÍ (2009 – 2013)

Zdroj: vlastní výpočet z dat ČSÚ [26E]

Jestliže je podstatné stanovit budoucí **objem produkce v hodnotovém vyjádření**, v běžných cenách v tis. Kč, musí být predikován i **vývoj cenové hladiny této výroby**. Z dat zveřejněných ČSÚ jsou převzaty **meziroční cenové indexy z let 1998 až 2008** a **měsíční indexy cen průmyslových krmiv pro leden až červen 2009**, porovnávající

<sup>93</sup> Český statistický úřad. Zemědělství – časové řady. Tab. 5. Stavby hospodářských zvířat – Česká republika. [online], [cit. 2009-02-22]. dostupné na: [http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/zem\\_cr](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/zem_cr)

cenu krmných směsí v daném měsíci s cenou za stejného období předchozího roku. Lze předpokládat, že **meziroční pokles cen krmných směsí roku 2009** bude dosahovat úrovně **-15,1 %**, jak je vyvozeno z předpokládaných měsíčních indexů roku 2009 a jejich průměrné hodnoty. S odkazem na vývoj cen v jednotlivých měsících roku 2008, kdy od srpna 2008 docházelo k poklesu měsíčních cenových indexů, porovnávající údaje z měsíců roku 2007, se odhaduje, že měsíční cenové indexy od srpna 2009 již nebudou klesat.

| Index cen výrobců - průmyslová krmiva (stejně období předchozího roku = 100) |       |       |       |       |       |       |                           |       |       |       |       |                                      |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------------------|-------|-------|-------|-------|--------------------------------------|
| 01/09  | 02/09 | 03/09 | 04/09 | 05/09 | 06/09 | 07/09 | 08/09                     | 09/09 | 10/09 | 11/09 | 12/09 | predikce meziročního cenového indexu |
| údaje ČSÚ  |       |       |       |       |       |       | predikce měsíčních indexů |       |       |       |       |                                      |
| 84,7   | 82,4  | 81,5  | 81,2  | 80,0  | 79,6  | 79,6  | 80                        | 85    | 90    | 95    | 100   | 84,9                                 |

TABULKA Č. 14: MĚSÍČNÍ INDEX CEN KRMNÝCH SMĚSÍ V ROCE 2009

Zdroj: data převzata z Českého statistického úřadu [25E], predikce pro období 8. až 12. měsíce stanovena dle vlastního odhadu

**Pro rok 2009** je tedy uvažován pokles cen oproti roku 2008 o **-15,1 %**, zatímco v **dalších letech je cenový vývoj stanoven na úrovni průměrné míry inflace** predikované Ministerstvem financí České republiky pro rok **2010 (1,1 %) a 2011 (2,1 %)**. Pro následující **roky 2012 a 2013** budou uvažována dále s meziročním nárůstem cen o **2,1 %**.

Dle indexů, popisujících jednak meziroční změny cen a za druhé objemu produkce krmných směsí, je odvozen **údaj o vývoji objemu produkce průmyslových krmiv v běžných cenách pro prognózované období let 2009 až 2013**. Prostřednictvím těchto temp poklesu, resp. růstu, jsou z hodnoty produkce krmných směsí v běžných cenách odpovídající roku 2008 odvozeny hodnoty produkce v následujících období do roku 2013.

|   | 2008     | prognóza vývoje produkce krmných směsí v b.c. v mil.Kč |          |          |          |          |
|---|----------|--|----------|----------|----------|----------|
|   |          | 2009   | 2010     | 2011     | 2012     | 2013     |
| krmné směsi v b.c. v mil. Kč  | 36403,09 | 30643,52   | 30717,26 | 30791,18 | 31170,58 | 31554,65 |
| vývoj produkce v naturálním vyjádření   |          |  |          |          |          | -0,85%   |
| cenový vývoj produkce krmných směsí   |          | -15,10%  | 1,10%    | 1,10%    | 2,10%    | 2,10%    |
| tempo růstu odvětví výroby krmných směsí, tj. vývoj produkce v běžných cenách |          | -15,82%  | 0,24%    | 0,24%    | 1,23%    | 1,23%    |

TABULKA Č. 15: TEMPO RŮSTU ODVĚTVÍ – VÝROBA KRMNÝCH SMĚSÍ (2009 – 2013)

Zdroj: vlastní výpočet

#### 4.3.1.2 POTENCIÁL ODVĚTVÍ

Prognózovaný vývoj jednotlivých oborů, v nichž působí oceňovaný podnik, odpovídá předcházející analýze, z níž lze odhadnout tempa růstu, resp. poklesu objemu produkce, vztahující se k běžným cenám. Níže zobrazená tabulka shrnuje **predikovaný vývoj odvětví v letech 2009 až 2013 a dlouhodobém časovém horizontu označeném jako 2. fáze**.

|   | 2 009   | 2 010 | 2 011 | 2 012 | 2 013 | 2. fáze |
|---|---------|-------|-------|-------|-------|---------|
| tempo růstu odvětví - rostlinná produkce v hodnotovém vyjádření       | -55,34% | 0,44% | 0,44% | 0,44% | 0,44% | 0,44%   |
| tempo růstu odvětví - hnojiva a přípravky na ochranu a výživu rostlin | -1,68%  | 4,32% | 4,32% | 4,32% | 4,32% | 4,32%   |
| tempo růstu odvětví - služby pro zemědělství                          | -1,68%  | 3,94% | 3,94% | 3,94% | 3,94% | 3,94%   |
| tempo růstu odvětví - výroba krmných směsí                            | -15,82% | 0,24% | 0,24% | 1,23% | 1,23% | 1,23%   |

TABULKA Č. 16: POTENCIÁL ODVĚTVÍ V LETECH 2009 – 2013 A 2. FÁZI

Zdroj: vlastní výpočet

#### 4.3.2 ANALÝZA KONKURENČNÍ SÍLY PODNIKU

##### *Zaměření společnosti*

Podnikatelské činnosti společnosti se zaměřují na **výrobu krmných směsí pro všechny kategorie hospodářských zvířat a ryby, poradenství v oblasti výživy zvířat a výživy a ochrany rostlin, obchod, skladování a ošetřování zemědělských komodit, obchod s přípravky na výživu a ochranu rostlin, s přípravky pro konzervaci krmiv a poskytování služeb pro zemědělství**. K roku 2007 upustila společnost od rostlinné zemědělské výroby, chovu skotu a výroby mléka, což se promítlo do rozložení výnosů za jednotlivé aktivity na celkových výnosech, jak je patrné z níže uvedené tabulky. Znárodně je jednoznačný **nárůst podílu v zaměření podniku na produkci a prodej krmných směsí (60,9 % k roku 2007, 66,8 % k roku 2008) a prodej zemědělských komodit (např. řepka, pšenice potravinářská, ječmen sladovnický), včetně přípravků na výživu a ochranu rostlin (36,6 % k roku 2007, 31,1 % k roku 2008).**

| <i>položka</i>                                   | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|
| tržby za prodej zboží [tis. Kč]                  | 42,1% | 38,0% | 35,3% | 36,6% | 31,1% |
| tržby z výroby a prodeje krmných směsí [tis. Kč] | 53,1% | 55,8% | 57,7% | 60,9% | 67,2% |
| tržby z prodeje mléka [tis. Kč]                  | 1,9%  | 3,2%  | 3,9%  | 0,5%  | 0%    |
| tržby z prodeje zvířat [tis. Kč]                 | 0,6%  | 0,7%  | 1,1%  | 0,3%  | 0%    |
| tržby z prodeje služeb [tis. Kč]                 | 2,1%  | 2,4%  | 2,1%  | 2,2%  | 1,7%  |

TABULKA Č. 17: PODÍL JEDNOTLIVÝCH ČINNOSTÍ NA TRŽBÁCH CELKEM

Zdroj: vlastní dopočet z údajů získaných z výročních zpráv společnosti

##### *Cíle společnosti*

Společnost si stanovila zcela jednoznačné cíle, z nichž mohou být citovány<sup>94</sup>:

*„maximalizaci tržního obrátu, o jeho udržení a zvýšení“*

*„zvvyšování kvality produkce a tím i konkurenceschopnosti“*

*„udržení zemědělské výroby v regionu, krajiny tvorba, přispění k udržitelnosti zemědělské výroby v regionu“*

*„působit na trhu ve svém regionu jako podnik, který je nezbytnou součástí agrárního řetězce“*

*„uspokojovat potřeby svých zákazníků, zůstat obchodním partnerem podnikatelských subjektů v regionu i za jeho hranicemi“*

V několika předchozích letech se podniku podařilo prosadit se na vysoce konkurenčním trhu a své pozice udržet především svou výrobní a obchodní činností, úrovní poskytovaných služeb a kapitálovými účastmi v podnicích, s nimiž obchoduje.

##### *Odběratelé, dodavatelé*

Odběratele společnosti (zemědělská družstva, soukromě hospodařící zemědělci a obchodní společnosti) zastupují skupiny provozovatelů mlýnů, pivovarů, rybářské

<sup>94</sup> dle výročních zpráv z let 2004 – 2008

společnosti, podniky provozující živočišnou a rostlinnou výrobu v daném kraji České republiky.

Mezi dodavatele společnosti se řadí zemědělské společnosti, soukromě hospodařící zemědělci i obchodní firmy, jež jsou v některých případech zároveň i odběrateli. Nejvýznamnější z nich se zabývají zemědělskou prvovýrobou v dané lokalitě.

### **Konkurence**

Dle analýz převzatých z oceňované společnosti vyplývá, že tržní podíly jednotlivých společností působících v daném oboru se v regionu výrazně mění. Za konkurenční subjekty byly ve vazbě na daný podniky vymezeny tři nejvýznamnější, jejichž tržní podíly jsou vyjádřeny dle níže uvedené tabulky v závislosti na jejich produkci krmných směsí v tunách za rok na celkové roční výrobě vykázané za celou Českou republiku. Přestože ve sledovaném období let 2005 až 2008 odvozený podíl oceňované společnosti na celkové národní produkci mírně vzrůstá (v roce 2005 2,2 %, zatímco v roce 2008 3,05 %), nelze předpokládat výraznější nárůst jeho tržní podílu v dotčené lokalitě, neboť i u konkurence dochází k meziročnímu růstu objemu produkce.

|  | 2005    | 2006    | 2007    | 2008      |
|--|---------|---------|---------|-----------|
| objem produkce krmných směsí celkem [tuny]             | 2981690 | 2961260 | 3177120 | 2978880   |
| objem produkce krmných směsí - oceňovaný podnik [tuny] | 65500   | 69200   | 78966   | 90813     |
| <i>podíl na trhu krmných směsí</i>                     | 2,20%   | 2,34%   | 2,49%   | 3,05%     |
| objem produkce krmných směsí - konkurent A [tuny]      | 75280   | 78132   | 74298   | 122987    |
| <i>podíl na trhu krmných směsí</i>                     | 2,52%   | 2,64%   | 2,34%   | 4,13%     |
| objem produkce krmných směsí - konkurent B [tuny]      | 21599   | 21710   | 21800   | není údaj |
| <i>podíl na trhu krmných směsí</i>                     | 0,72%   | 0,73%   | 0,69%   | -         |
| objem produkce krmných směsí - konkurent C [tuny]      | 71778   | 72638   | 82061   | 82896     |
| <i>podíl na trhu krmných směsí</i>                     | 2,41%   | 2,45%   | 2,58%   | 2,78%     |

TABULKA Č. 18: TRŽNÍ PODÍL OCEŇOVANÉHO PODNIKU A KONKURENTŮ

Zdroj: *dopočet z údajů získaných z dat ČSÚ [26E] a z výročních zpráv společnosti a konkurenčních podniků*

Pro zachování svého tržního podílu lze pokládat za pozitivní, že počet zákazníků společnosti se neustále rozšiřuje, především vzhledem ke kvalitě jejích výrobků a poskytovaných služeb. Za svou konkurenční výhodu podnik považuje „dobrou kvalitu produktů, což dokládá zavedený a udržovaný systém jakosti norem ISO, přijatelné ceny a široké spektrum služeb, poskytovaných zákazníkovi – např. distribuce, poradenství“. Podnik navíc disponuje rozsáhlými skladovacími prostory, provedl renovaci výrobního zařízení a neustále investuje do dalších špičkových technologií.

Z uvedeného lze předpokládat, že **konkurenceschopnost podniku a jeho význam v daném oboru a regionu je prokazatelný a v dlouhodobém časovém horizontu udržitelný.**

#### 4.3.3 PROGNOZA TRŽEB PODNIKU A ZÁVĚR STRATEGICKÉ ANALÝZY

Tržby společnosti se v prognózovaném období let 2009 – 2013 a dlouhodobém časovém horizontu budou odvíjet dle **potenciálu jednotlivých oborů**<sup>95</sup> od hodnot, vycházejících z **tržeb podniku k roku 2008**, neboť se nepředpokládá změna tržního podílu v společnosti.

**Vývoj celkových tržeb** prognózovaného období lze stanovit **dle dílčích plánovaných tržeb za prodej zboží**, tj. rostlinné produkce, hnojiv a přípravků na ochranu a výživu rostlin, a **plánovaných tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb**, tj. krmných směsí a poskytovaných služeb pro zemědělství.

Sekce **tržby za prodej zboží**, tvořená výnosy z prodeje rostlinné produkce a výnosy z prodeje hnojiv a přípravků na ochranu a výživu rostlin, zohlední prognózovaný vývoj těchto dílčích oborů. Pro obchod s rostlinnými produkty je prognózován pokles -55,3 % v roce 2009 a v následujících letech, včetně dlouhodobého časového horizontu, růst 2,45 % ročně. Jestliže v roce 2008 společnost zobchodovala toto zboží s objemem tržeb 198 mil. Kč, odvíjí se úroveň tržeb z prodeje zboží dle vyjmenovaných temp růstu, resp. poklesu. Tentýž princip je uplatněn u položky hnojiva a přípravky na ochranu výživu rostlin. Dle prognózy pro rok **2009 se uvažuje s poklesem -1,68 % a v následujících letech s nárůstem 4,32 %**.

Soubor tržeb za uvedené položky zboží v plánovaných období tvoří celkovou položku tržby z prodeje zboží v jednotlivých letech.

|  | 2008   | 2009    | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2. fáze |
|--|--------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|
| Tržby za prodej zboží                                | 283160 | 172042  | 177819 | 183805 | 190008 | 196436 | 203099  |
| tempo růstu  |        | -39,24% | 3,36%  | 3,37%  | 3,37%  | 3,38%  | 3,39%   |
| z toho:  |        |         |        |        |        |        |         |
| rostlinná produkce 70 %                              | 198212 | 88521   | 90690  | 92912  | 95189  | 97521  | 99910   |
| tempo růstu  |        | -55,34% | 2,45%  | 2,45%  | 2,45%  | 2,45%  | 2,45%   |
| hnojiva a přípravky na ochranu a výživu rostlin 30 % | 84948  | 83521   | 87129  | 90893  | 94820  | 98916  | 103189  |
| tempo růstu  |        | -1,68%  | 4,32%  | 4,32%  | 4,32%  | 4,32%  | 4,32%   |

TABULKA Č. 19: PLÁN TRŽEB ZA PRODEJ ZBOŽÍ

Zdroj: vlastní dopočet dle údajů z výročních zpráv včetně účetních výkazů společnosti

Celkové **tržby za prodej vlastních výrobků a služeb** v plánovaném období odpovídají úrovni tržeb z prodeje vyrobených krmných směsí a tržeb z prodeje služeb pro zemědělství. Potenciál růstu oboru výroby krmných směsí udává vývoj tržeb za tuto produkci, která se odvíjí od úrovně roku 2008. Tržby za prodej krmiv tedy v roce 2009 dle plánu poklesnou o -15,82 %, v letech 2010 a 2011 porostou meziročně o 0,24 %, v roce 2013 a dlouhodobém horizontu porostou meziročním tempem 1,23 %. Výchozí hodnotou

<sup>95</sup> Potenciál odvětví uvádí tabulka č. 15.



pro vývoj tržeb z prodeje poskytnutých služeb jsou tržby, dosažené v roce 2008, od nichž se dle úrovně temp růst potenciálu oboru vyvíjí tržby v následujících letech. V roce 2009 klesnou tržby z prodeje služeb oproti roku 2008 o 1,68 % a v následujících letech i v dlouhodobém období porostou meziročním tempem 3,94 %. Prognózaný vývoj nastiňuje následující tabulka.

|  | 2008   | 2009    | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2. fáze |
|--|--------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|
| Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb | 627252 | 530682  | 532640 | 534630 | 541747 | 548974 | 556311  |
| tempo růstu                                |        | -15,40% | 0,37%  | 0,37%  | 1,33%  | 1,33%  | 1,34%   |
| z toho:                                    |        |         |        |        |        |        |         |
| služby pro zemědělství 3 %                 | 18818  | 18501   | 19230  | 19988  | 20776  | 21594  | 22445   |
| tempo růstu                                |        | -1,68%  | 3,94%  | 3,94%  | 3,94%  | 3,94%  | 3,94%   |
| krmné směsi 97 %                           | 608434 | 512180  | 513409 | 514642 | 520972 | 527380 | 533866  |
| tempo růstu                                |        | -15,82% | 0,24%  | 0,24%  | 1,23%  | 1,23%  | 1,23%   |

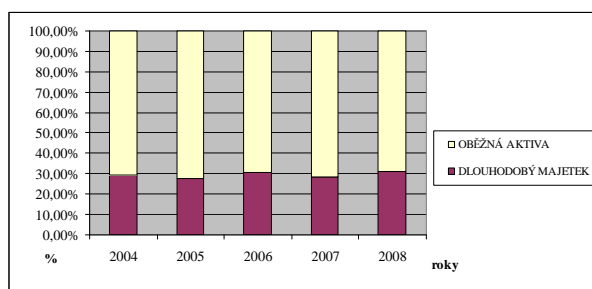
TABULKA Č. 20: PLÁN TRŽEB ZA PRODEJ VLASTNÍCH VÝROBKŮ A SLUŽEB

Zdroj: vlastní dopočet dle údajů z výročních zpráv včetně účetních výkazů společnosti

#### 4.4 FINANČNÍ ANALÝZA

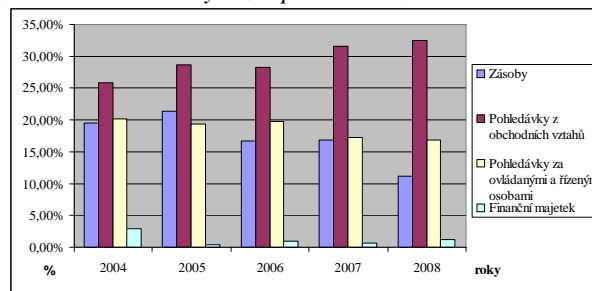
##### ▪ Vertikální analýza rozvahy

Z bilance společnosti je patrné, že v analyzovaných letech 2004 až 2008 tvoří konstantně přibližně **70 % aktiv oběžný majetek**, který se z **největší proporce skládá z krátkodobých pohledávek**, tj. pohledávek z obchodních vztahů a pohledávek za ovládanými a řízenými osobami. Další významnou položku oběžného majetku představují **zásoby, tvořící v průměru 17,1 % aktiv**, z nich jsou nejobjemnější především položky zboží, v průměru 10,4 % aktiv. U zásob je spatřován trend mírného poklesu, naopak od vývoje stavu pohledávek z obchodních vztahů.



GRAF Č. 11: STRUKTURA AKTIV (2004 – 2008)

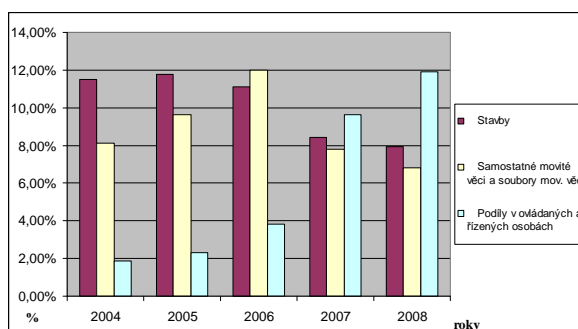
Zdroj: vlastní zpracování z dat dle účetních výkazů společnosti z let 2004 – 2008



GRAF Č. 12: PODÍL VÝZNAMNÝCH SLOŽEK OBĚŽNÉHO MAJETKU NA BILANČNÍ SUMĚ (2004 – 2008)

Zdroj: vlastní zpracování z dat dle účetních výkazů společnosti z let 2004 – 2008

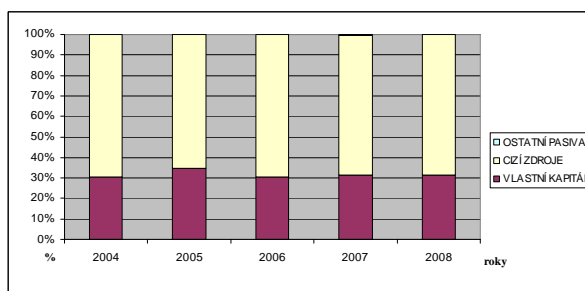
Na **dlouhodobém majetku**, který zabírá přibližně 30 % aktiv, se podílí z nejpodstatnější části **dlouhodobý hmotný majetek, zejména stavby a soubory samostatných movitých věcí**. Významnou položku dlouhodobých aktiv představují **podíly v ovládaných a řízených osobách**, tedy část dlouhodobého finančního majetku, u nichž je sledován markantní nárůst v průběhu analyzovaného období.



GRAF Č. 13: PODÍL VÝZNAMNÝCH SLOŽEK DLOUHODOBÉHO MAJETKU NA BILANČNÍ SUMĚ (2004 – 2008)

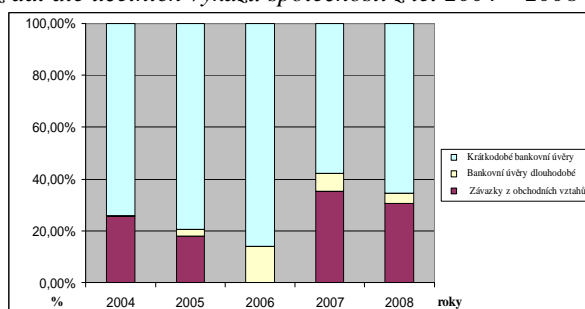
Zdroj: vlastní zpracování z dat dle účetních výkazů společnosti z let 2004 – 2008

**Struktura pasiv** spočívá téměř ze **70 % na cizích zdrojích**, mezi nimiž jsou nejvýraznějšími představiteli **krátkodobé bankovní úvěry**, teprve poté **závazky z obchodních vztahů** a oproti tomu z menší části dlouhodobé bankovní úvěry.



GRAF Č. 14: STRUKTURA PASIV(2004 – 2008)

Zdroj: vlastní zpracování z dat dle účetních výkazů společnosti z let 2004 – 2008

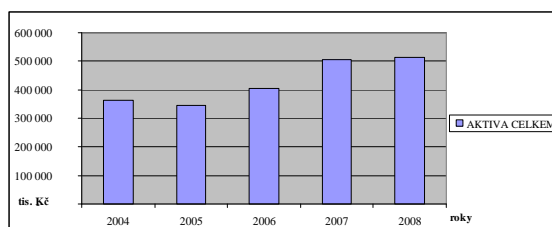


GRAF Č. 15: PODÍL VÝZNAMNÝCH SLOŽEK PASIV NA BILANČNÍ SUMĚ (2004 – 2008)

Zdroj: vlastní zpracování z dat dle účetních výkazů společnosti z let 2004 – 2008

▪ **Horizontální analýza rozvahy**

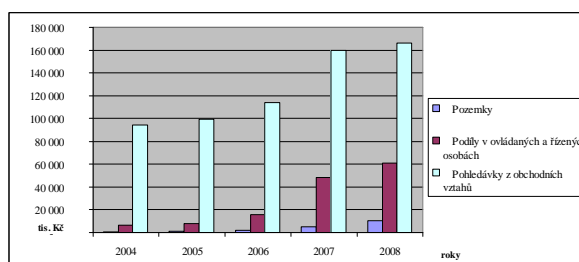
Tato sekce analýzy popisuje **vývoj jednotlivých položek rozvahy v čase** a umožňuje zaměřit pozornost na nejmarkantnější vývojové trendy. U zvoleného podniku je, **od roku 2004 až ke konci posuzovaného období, tj. 2008, možné pozorovat meziroční nárůst hodnoty bilanční sumy v průměrném tempu 9,3 %.**



GRAF Č. 16: VÝVOJ BILANČNÍ SUMY (2004 – 2008)

Zdroj: vlastní zpracování z dat dle účetních výkazů společnosti z let 2004 – 2008

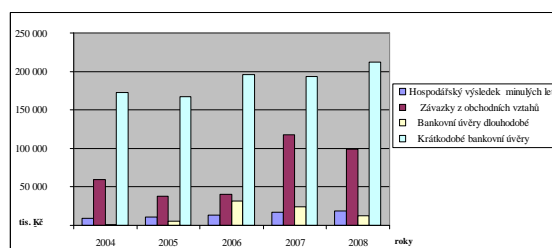
V aktivech vyčnívají, jako **nejdynamičtější rostoucí položky od roku 2004 do 2008, pozemky s 89,65%** průměrným meziročním tempem, **podíly v ovládaných a řízených osobách s 67,14%** a **pohledávky z obchodních vztahů s 19,1%** průměrným tempem.



GRAF Č. 17: VÝVOJ VÝZNAMNÝCH POLOŽEK AKTIV (2004 – 2008)

Zdroj: vlastní zpracování z dat dle účetních výkazů společnosti z let 2004 – 2008

Při zkoumání vývoje pasiv je pozorován **výrazný nárůst položky výsledek hospodaření minulých let s průměrným tempem 18,47 %**. K roku 2006 došlo k významnému **navýšení krátkodobých bankovních úvěrů** přibližně ve výši 16,9 %. K roku 2005 byly **navýšeny i dlouhodobé bankovní úvěry** více než pětinasobně, později opět k roku 2006, ale od roku 2007 je pozorován meziroční pokles této položky. Objemově významná položka, **závazky z obchodních vztahů**, zaznamenala k roku 2007 téměř trojnásobný nárůst, k roku 2008 však poklesla o 15,7 %.

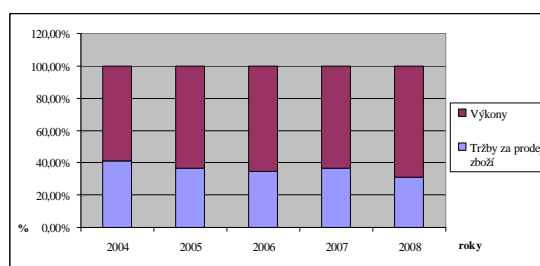


GRAF Č. 18: VÝVOJ VÝZNAMNÝCH POLOŽEK PASIV (2004 – 2008)

Zdroj: vlastní zpracování z dat dle účetních výkazů společnosti z let 2004 – 2008

▪ **Vertikální analýza výsledku zisku a ztrát**

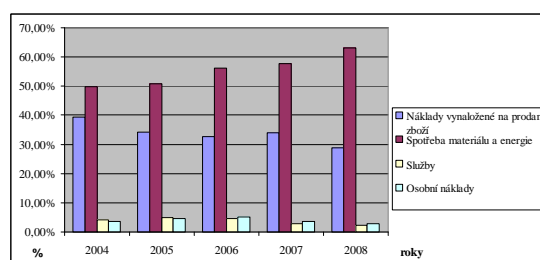
Tato část analýzy umožní vyjádřit pro jednotlivá období **podíly položek výkazu zisku a ztrát na hlavních výnosech z podnikání, tj. na hodnotě tržeb za prodej zboží a za prodej vlastních výrobků a služeb**. V průměru **64 % provozních výnosů** představují tržby za prodej vlastních výrobků a aktivace, jejichž součet shrnuje položka **výkony**. **Tržby z prodeje zboží** poté reprezentují průměrně **40%** podíl na výnosech.



GRAF Č. 19: HLAVNÍ VÝNOSOVÉ POLOŽKY (2004 – 2008)

Zdroj: vlastní zpracování z dat dle účetních výkazů společnosti z let 2004 – 2008

Budou-li posuzovány významné **nákladové položky**, je nutné vyzdvihnout, že **náklady vynaložené na prodané zboží** představují přibližně **34 % veškerých tržeb a téměř 94% tržeb za prodané zboží**, s ním přímo souvisí. **Náklady, vztahující se k tržbám za prodej vlastní produkce**, dosahují v případě spotřeby materiálu a energie **86,6 % na těchto výnosech** a v případě položky služby se jedná o 6,4 %. Vyjádří-li se podíl uvedených nákladů na celkových provozních výnosech, poté spotřeba materiálu představuje v průměru 55 % a služby přibližně 4 %. Podíl osobních nákladů na celkových provozních výnosech dosahuje hodnoty téměř 4 %.

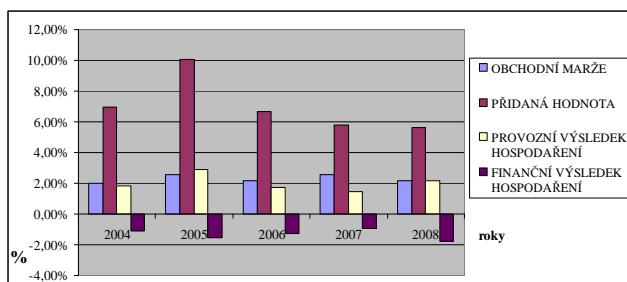


GRAF Č. 20: PODÍL HLAVNÍCH NÁKLADOVÝCH POLOŽEK NA TRŽBÁCH (2004 – 2008)

Zdroj: vlastní zpracování z dat dle účetních výkazů společnosti z let 2004 – 2008

Z uvedených podílů provozních nákladů na provozních výnosech jednoznačně plynou údaje o rozsahu obchodní marže a přidané hodnoty. **Jednotlivé rozdílové položky, jako je obchodní marže, přidaná hodnota nebo provozní výsledek hospodaření, dosahují nízkých hodnot svých procentních podílů na celkových tržbách**. **Obchodní marže** představuje za období od 2004 do 2008 v průměru pouhých **2,3 %**, **přidaná hodnota 7 %**, **provozní výsledek hospodaření 2 % na celkových tržbách** a dále

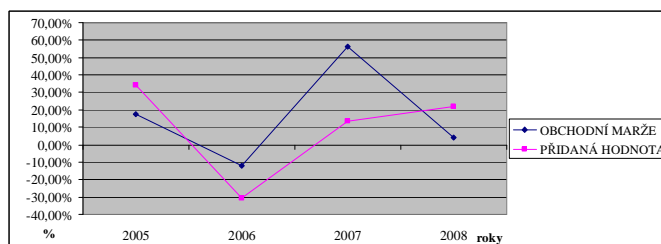
finanční výsledek, jako záporná rozdílová položka, představuje v průměru - 2 % hodnoty tržeb.



GRAF Č. 21: PODÍL ROZDÍLOVÝCH P OLOŽEK NA TRŽBÁCH CELKEM (2004 – 2008)  
Zdroj: vlastní zpracování z dat dle účetních výkazů společnosti z let 2004 – 2008

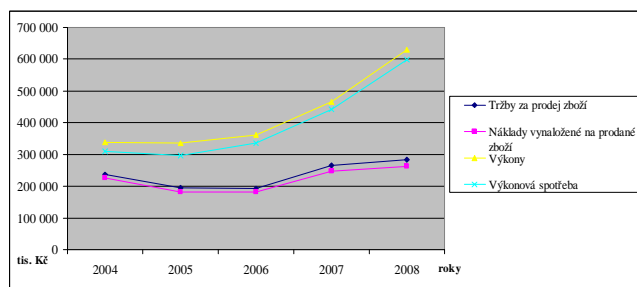
### ▪ Horizontální analýza výsledku zisku a ztráty

Zásadní rozdílové položky výkazu zisku a ztrát, jmenovitě **obchodní marže a přidaná hodnota** vykazují rostoucí tendenci, ovšem s výjimkou roku 2006, kdy došlo u položky obchodní marže k poklesu o 11,8 % oproti předchozímu roku, obdobně přidaná hodnota propadla k roku o 30,7 %.



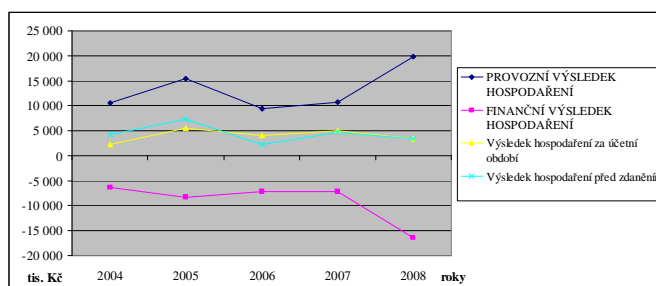
GRAF Č. 22: VÝVOJ OBCHODNÍ MARŽE A PŘIDANÉ HODNOTY (2004 – 2008)  
Zdroj: vlastní zpracování z dat dle účetních výkazů společnosti z let 2004 – 2008

Ve sledovaném období od roku 2005 docházelo k růstu objemu tržeb za prodané zboží i za prodej vlastních výrobků, avšak simultánně se vyvíjely související nákladové položky. Od roku 2006 je pozorován výrazný nárůst výkonů s průměrným meziročním tempem 23,2 %.



GRAF Č. 23: VÝVOJ TRŽEB A SOUVISEJÍCÍCH NÁKLADŮ (2004 – 2008)  
Zdroj: vlastní zpracování z dat dle účetních výkazů společnosti z let 2004 – 2008

Od roku 2007 je dosahován nárůst provozního výsledku hospodaření, avšak srovnatelným tempem už neroste výsledek hospodaření za běžnou činnost, neboť podnik vykazuje vysoké ztráty z finančního hospodaření.



GRAF Č. 24: VÝVOJ VÝSLEDKU HOSPODAŘENÍ (2004 – 2008)

Zdroj: vlastní zpracování z dat dle účetních výkazů společnosti z let 2004 – 2008

**Nákladové úroky narůstají od počátku roku 2006** průměrným tempem 19,82 % a finanční výsledek hospodaření se prohlubuje meziročně s 1,35 % tempem. K roku 2008 dokonce došlo k navýšení položky ostatní finanční náklady, z 364 tis. Kč na 7,548 mil. Kč. Finanční výsledek hospodaření prodělal následně změnu oproti roku 2007 o -132 %, z -7 mil. Kč na -16,45 mil. Kč.

#### ▪ **Poměrová analýza**

##### **Rentabilita**

Ukazatele rentability poměří zisk s jinými veličinami tak, aby se zhodnotila úspěšnost při dosahování podnikových cílů. Rentabilita je měřítkem schopnosti podniku vytvářet nové zdroje a dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu. Do čitatele tohoto ukazatele se dosazuje položka odpovídající výsledku hospodaření, toková veličina, a do jmenovatele určitý druh vloženého kapitálu, tj. stavová veličina, nebo tržby, tj. toková veličina.

Nejčastěji používané ukazatele rentability porovnávají zisk s celkovým vloženým kapitálem (ROA), s dlouhodobým investovaným kapitálem (ROCE), s vloženým vlastním kapitálem (ROE) a další odvozují výnosnost tržeb a nákladů.

| ukazatel                                       | 2004  | 2005  | 2006  | 2007 | 2008 |
|--|-------|-------|-------|------|------|
| ROA - rentabilita celk. aktiv (EBIT/AKT)       | 3,2%  | 3,9%  | 2,4%  | 2,7% | 2,8% |
| ROCE - Rentabilita kapitálu (EBIT / (VK+DI.K)) | 9,8%  | 10,2% | 5,9%  | 7,1% | 8,0% |
| ROE - Rentabilita vl. kapitálu (ČZ / VK)       | 2,0%  | 4,6%  | 3,3%  | 3,1% | 2,1% |
| Rentabilita z vlastních fin. zdrojů (CF / VK)  | 11,5% | 13,9% | 12,5% | 9,9% | 8,0% |
| Rentabilita tržeb (ČZ/T)                       | 0,4%  | 1,1%  | 0,7%  | 0,7% | 0,4% |

TABULKA Č. 21: UKAZATELE RENTABILITY

Zdroj: vlastní zpracování z dat dle účetních výkazů společnosti z let 2004 – 2008

Měřením **rentability celkového vloženého kapitálu ROA** je vyjadřována **celková efektivnost firmy, její produkční síla**. Odráží celkovou výnosnost kapitálu bez ohledu na zdroje, z nichž pochází. Ukazatel je tvořen podílem zisku před zdaněním a úroky (EBIT) a celkových aktiv. V případě analyzovaného subjektu kolísají hodnoty tohoto ukazatele v letech 2004 až 2008 od **2,4 po 3,9 %**.

**Ukazatel rentability investovaného dlouhodobého kapitálu (ROCE)**, tj. poměr EBIT s dlouhodobým kapitálem, dokládá jeho zhodnocení v posledním hodnoceném roce 2008 o 8 %, za období let 2004 až 2008 není patrný trend nárůstu zhodnocování daného kapitálu, hodnoty se pohybují ustáleně na úrovni v průměru **8,2 %**.

V letech **2005 až 2007 se projevuje pozitivní pákový efekt**, kdy rentabilita vlastního kapitálu (ROE) dosahuje vyšších hodnot než rentabilita celkového vloženého kapitálu (ROA). Naopak v roce **2008 poklesla rentabilita vlastního kapitálu (ROE)** a zúročení cizího kapitálu zřejmě překročilo rentabilitu celkového kapitálu (ROA).

### ***Dlouhodobá finanční rovnováha – zadluženost***

Zadlužeností se rozumí financování aktiv podniku z cizích zdrojů, bez kterých financování velkých podniků není většinou možné a ani by nebylo efektivní. Použití pouze vlastních zdrojů by snižovalo celkovou výnosnost vloženého kapitálu, naopak financování z cizích zdrojů zvyšuje riziko. Analýza zadluženosti zkoumá vztah mezi vlastním a cizím kapitálem, označovaný jako kapitálová struktura podniku, prostřednictvím ukazatelů, které porovnávají rozvahové položky.

Základním ukazatelem je tzv. **věřitelské riziko, Debt Ratio**<sup>96</sup>, poměřující cizí kapitál s celkovými aktivy, který v analyzovaném období let 2004 až 2008 dosahuje téměř konstantní hodnoty, průměrně **68,2 %**. Na celkovém cizím kapitálu se v uvedených letech podílí v průměru 92,7 % krátkodobých zdrojů. Ze 70,6 % tvoří cizí kapitál zpoplatněné zdroje, z nichž 93,2 % představuje úročený krátkodobý kapitál. Ukazatel **Equity Ratio**, tzv. koeficient samofinancování, jako **poměr vlastního kapitálu a celkových aktiv**, vyjadřuje, v jaké proporcii jsou aktiva společnosti financována z vlastních zdrojů. Tento Ukazatel dosahuje v průměru 31,7 %.

| ukazatel                                  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|
| Debt Ratio I. (CZ / AKT)                  | 69,5% | 65,2% | 69,5% | 68,1% | 68,7% |
| Equity Ratio (VK / AKT)                   | 30,4% | 34,7% | 30,4% | 31,6% | 31,3% |
| Debt Equity Ratio (CZ / VK)               | 2,29  | 1,88  | 2,29  | 2,16  | 2,20  |
| Úrokové krytí I. (EBIT / úroky)           | 1,56  | 2,14  | 1,31  | 1,52  | 1,31  |
| Úrokové krytí II. ((EBIT+odpisy) / úroky) | 2,96  | 3,90  | 2,85  | 2,76  | 2,17  |

TABULKA Č. 22: UKAZATELE ZADLUŽENOSTI

Zdroj: vlastní zpracování z dat dle účetních výkazů společnosti z let 2004 – 2008

**Ukazatel úrokového krytí**, který vyjadřuje kolikrát zisk převyšuje nákladové úroky, by měl dle doporučení dosahovat hodnoty tři<sup>97</sup>. V případě oceňované společnosti je vyjádřena nejvyšší hodnota ukazatele v roce 2005. Zatímco **průměrná úroveň poměru**

<sup>96</sup> Debt ratio – dle s. 58 Lit. [9] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza : metody, ukazatele, využití v praxi*. 1. vyd. Praha 7: GRADA Publishing, 2007. 118 s. ISBN 978-80-247-1386-1.

<sup>97</sup> dle s. 50, Lit. [9] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza : metody, ukazatele, využití v praxi*. 1. vyd. Praha 7: GRADA Publishing, 2007. 118 s. ISBN 978-80-247-1386-1.

**EBIT/nákladové úroky nabývá 1,56** a hodnota poměru **EBIT včetně odpisů/nákladové úroky dosahuje průměrně 2,9**, v roce 2005 byla odvozena hodnota 2,14 ukazatele úrokového krytí I a 3,9 úrokového krytí II.

### *Likvidita*

Pomocí ukazatelů likvidity je možné sledovat a posuzovat schopnost podniku dostávat svým krátkodobým závazkům. Pro vlastní podnikání a budoucí vývoj podniku je bezpodmínečně žádoucí udržovat trvalou platební schopnost a moci tak využívat ziskové příležitosti. Naopak s ohledem na možnost vzniku vázanosti kapitálu v neefektivních aktivech se úsilí managementu podniku musí zaměřovat na dosahování rovnovážné úrovně likvidity.

| <i>ukazatel</i>                                   | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | <i>doporučené hodnoty</i> |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|---------------------------|
| Běžná likvidita (OAKT / KD)                       | 1,05  | 1,17  | 1,15  | 1,14  | 1,06  | 1,5 - 2,5                 |
| Pohotová likvidita ((KrP+FM) / KD)                | 0,76  | 0,82  | 0,82  | 0,81  | 0,78  | 1 - 1,5                   |
| Peněžní likvidita (FM / KD)                       | 0,044 | 0,007 | 0,014 | 0,010 | 0,018 | 0,2 - 1,1                 |
| Pracovní kapitál, Working Capital (OAKT - KD) [t] | 11400 | 36601 | 35973 | 45036 | 18759 | +                         |

TABULKA Č. 23: UKAZATELE LIKVIDITY

*Zdroj: vlastní zpracování z dat dle účetních výkazů společnosti z let 2004 – 2008*

Všeobecně se likvidita posuzuje na třech úrovních dle položek zahrnutých do propočtu ukazatele. Na první stupeň se řadí tzv. **běžná likvidita**<sup>98</sup>, která poměřuje hodnotu oběžných aktiv s hodnotou krátkodobých pasiv a udává tedy, kolikrát jsou krátkodobé závazky kryty oběžným majetkem podniku, jež představuje položku tvořenou různorodými aktivy s odlišnou likviditou. Do uvedeného ukazatele se zahrnuje veškerý oběžný majetek, tzn. hodnota zásob, dlouhodobých pohledávek, krátkodobých pohledávek a finančního majetku. Do jmenovatele podílového ukazatele se shrnuje součet krátkodobých závazků, krátkodobých bankovních úvěrů a krátkodobých finančních výpomocí. Doporučuje se dosahovat v případě tohoto ukazatele hodnot od 1,5 do 2,5<sup>99</sup>. V případě hodnocené společnosti jsou vykazovány **hodnoty od 1,05 do 1,14**, z čehož plyne **riziko neschopnosti dostát závazkům z podnikání** i při přeměně méně likvidních aktiv na peněžní prostředky.

Na druhém stupni je obvyklé sestavovat ukazatel tzv. **pohotové likvidity**<sup>100</sup>, poměřující hodnotu oběžných aktiv bez jejich méně likvidní součásti, tedy pouze

<sup>98</sup> Current ratio, likvidita 3. stupně – dle s. 50, Lit. [9] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza : metody, ukazatele, využití v praxi*. 1. vyd. Praha 7: GRADA Publishing, 2007. 118 s. ISBN 978-80-247-1386-1., ukazatel solventnosti – dle s. 108, Lit [12] VALACH, J., et al. *Finanční řízení podniku: Zakládání podniku, finanční analýza, oběžný majetek, plánování, zdroje a formy financování, investiční rozhodování, hospodářský výsledek, oceňování podniku*. 2. aktualizované a rozšířené vyd. Praha 4 : EKOPRESS, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1.

<sup>99</sup> dle s. 50, Lit. [9] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza : metody, ukazatele, využití v praxi*. 1. vyd. Praha 7: GRADA Publishing, 2007. 118 s. ISBN 978-80-247-1386-1.

<sup>100</sup> Acid test, likvidita 2. stupně – dle s. 50, Lit [9] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza : metody, ukazatele, využití v praxi*. 1. vyd. Praha 7: GRADA Publishing, 2007. 118 s. ISBN 978-80-247-1386-1.



krátkodobé pohledávky včetně finančního majetku bez zásob a dlouhodobých pohledávek, s hodnotou krátkodobých závazků. Zde jsou doporučovány hodnoty od 1 do 1,5, kterých společnost opět nedostačuje. Vypočtené hodnoty tohoto ukazatele dosahují **maximálně 0,82**.

V třetím stupni je definována tzv. **peněžní likvidita**<sup>101</sup> vstupují do poměru nejlikvidnější součást oběžného majetku, peněžní prostředky, a krátkodobé závazky, z čehož plyne, že doporučované hodnoty tohoto ukazatele se nacházejí pod hodnotou 1, v rozmezí 0,2 do max. 1,1. Z hlediska tohoto ukazatele, obdobně jako z předchozích ukazatelů likvidity, je nutné hodnotit společnost **negativně**, neboť hodnota tohoto ukazatele dosahuje od **0,007 do 0,044** a zároveň lze odvodit, že podnik nedisponoval přebytečnými, provozně nepotřebnými finančními prostředky.

S analýzou likvidity je spojena kategorie, nazývaná **čistý pracovní kapitál**, který patří do skupiny **rozdílových ukazatelů**. Jeho hodnota se odvodí se jako rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými závazky. Obdobně byly hodnoty těchto položek rozvahy použity pro získání ukazatele běžné likvidity, ovšem jejich podílem.

Pracovní kapitál představuje část oběžných, která je financována dlouhodobými finančními zdroji. Nebo je možné si tento ukazatel vysvětlit jako část prostředků, které by podniku umožnily alespoň omezeně pokračovat v činnosti, pokud by musel náhle splatit veškeré krátkodobé závazky.

Při zkoumání tohoto ukazatele likvidity analyzované společnosti je pozitivně shledáno dosažení kladných hodnot. V rámci posuzování vývoje likvidity je pozorován jako nejoptimálnější rok 2007, avšak hodnoty tohoto ukazatele z roku 2008 už opět klesají.

### **Aktivita**

V letech 2004 až 2008 představuje průměrná doba vázanosti celkového vloženého kapitálu, tj. **doba obratu aktiv, 238 dní**. Pozitivně lze posuzovat pokles této hodnoty o 19 % oproti předchozímu roku na 203 dní. **Doba obratu zásob** dosahuje za dané období v průměru **41 dní**, což znamená, že oběžná aktiva jsou vázána ve formě zásob v průměru

---

Quick ratio, acid test – dle s. 110, [12]VALACH, J., et al. *Finanční řízení podniku: Zakládání podniku, finanční analýza, oběžný majetek, plánování, zdroje a formy financování, investiční rozhodování, hospodářský výsledek, oceňování podniku*. 2. aktualizované a rozšířené vyd. Praha 4 : EKOPRESS, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1.

<sup>101</sup> Likvidita 1. stupně, cash ratio okamžitá likvidita – dle s. 49, Lit. [9] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza : metody, ukazatele, využití v praxi*. 1. vyd. Praha 7: GRADA Publishing, 2007. 118 s. ISBN 978-80-247-1386-1.

Cash ratio – dle s. 111, Lit. [12] VALACH, J., et al. *Finanční řízení podniku: Zakládání podniku, finanční analýza, oběžný majetek, plánování, zdroje a formy financování, investiční rozhodování, hospodářský výsledek, oceňování podniku*. 2. aktualizované a rozšířené vyd. Praha 4 : EKOPRESS, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1.

41 dní za dané období. K roku 2008 došlo k poklesu o 46 % oproti roku 2007 a doba obratu se ustálila na 23 dnech. **Doba inkasa krátkodobých pohledávek** je v letech 2004 až 2008 v průměru téměř **tříkrát delší než doba inkasa krátkodobých závazků**. Společnost tedy prokazuje schopnost splácet včas své závazky, neboť **doba inkasa závazků je v průměru 43 dní**. V letech 2005 až 2007 došlo k prodloužení doby inkasa pohledávek v průměru na 125 dní. Následně v roce 2008 poklesla doba inkasa krátkodobých pohledávek na 112 dní.

| ukazatel   | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|--|------|------|------|------|------|
| Doba obratu aktiv (AKT / (T/360))                      | 233  | 242  | 265  | 250  | 203  |
| Doba obratu zásob (ZÁS. / (T/360))                     | 45   | 52   | 44   | 42   | 23   |
| Doba inkasa krátkodobých pohledávek (KRPOHL / (T/360)) | 111  | 121  | 129  | 124  | 101  |
| Doba splatnosti krátk. závazků (KZ / (T/360))          | 46   | 32   | 30   | 60   | 48   |

TABULKA Č. 24: UKAZATELE AKTIVITY

Zdroj: vlastní zpracování z dat dle účetních výkazů společnosti z let 2004 – 2008

### Produktivita práce

Ukazatele produktivity práce lze porovnat s daty oboru výroba krmiv, která zveřejňuje Ministerstvo zemědělství ČR (MZE ČR)<sup>102</sup>. **Osobní náklady ku přidané hodnotě** vykazují horší hodnoty než oborové, kromě roku 2005, kdy oceňovaná společnost dosáhla nižší, tedy příznivější, hodnotu tohoto ukazatele oproti oboru. **Produktivita práce z přidané hodnoty**, tj. přidaná hodnota na pracovníka, dosahuje v oboru hodnot vyšších než společnost přibližně o 26 %, kromě roku 2005, kdy naopak oborová hodnota je o 5,8 % nižší. Srovnání s konkurenčními podniky<sup>103</sup> taktéž dokládá **nižší produktivitu práce společnosti**, avšak oproti jednomu z těchto konkurentů, dosahuje příznivějších hodnot a v časovém porovnání lze pozorovat meziroční zvyšování produktivity práce.

| ukazatel  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|
| Osobní náklady ku přidané hodnotě - oceňovaný podnik                                | 0,53  | 0,45  | 0,76  | 0,62  | 0,50  |
| Osobní náklady ku přidané hodnotě - obor výroby krmiv                               | 0,49  | 0,50  | 0,55  | 0,50  | 0,44  |
| Produktivita práce z přidané hodnoty (tis. Kč) - oceňovaný podnik (PH/počet prac.)  | 497,4 | 652,0 | 416,0 | 546,9 | 765,0 |
| Produktivita práce z přidané hodnoty (tis. Kč) - obor výroby krmiv (PH/počet prac.) | 598,8 | 614,5 | 591,9 | 718,0 | 805,8 |

TABULKA Č. 25: UKAZATELE PRODUKTIVITY PRÁCE

Zdroj: vlastní zpracování z dat dle účetních výkazů společnosti z let 2004 – 2008 a dat MZE ČR [31E]

### ▪ Souhrnné vyhodnocení finančního zdraví a perspektivnosti podniku

#### Kralickův Quicktest

Celkovou finanční situaci podniku lze posuzovat dle soustav účelově vybraných ukazatelů, které se označují jako bankrotní a bonitní modely. Pro zhodnocení situace podniku je využit **jeden z bonitních modelů, tzv. Kralickův Quicktest**. Tento model přiřadí soustavě čtyř rovnic body, podle nichž bude zhodnocena finanční, výnosová a celková situace podniku. První dvě rovnice se vztahují k finanční situaci podniku. Jedná

<sup>102</sup> [31E] Ministerstvo zemědělství ČR. *Ministerstvo zemědělství ČR. Panorama potravinářského průmyslu 2008.*

[online]. [cit. 2009-08-20]. Dostupný z WWW: [http://www.mze.cz/UserFiles/File/DOBESOVA/PANORAMA\\_2009.pdf](http://www.mze.cz/UserFiles/File/DOBESOVA/PANORAMA_2009.pdf)

<sup>103</sup> Některé ukazatele finanční analýzy skupiny konkurenčních podniku zobrazuje příloha XIX.

se o podíl vlastního kapitálu na celkových aktivech a cizí zdroje bez nejlikvidnějších složek finančního majetku na hodnotě provozního cash flow. Pro posouzení výnosové situace je využita rentabilita celkových aktiv (tj. EBIT/aktiva) a provozní cash flow na výnosech.

| hodnoty ukazatelů  |               | 2006      | 2007                            | 2008        |             |                    |
|--|---------------|-----------|---------------------------------|-------------|-------------|--------------------|
| R1 = vlastní kapitál/aktiva celkem                       |               | 0,3040    | 0,3158                          | 0,3126      |             |                    |
| R2 = (cizí zdroje - peníze - účty v bankách)/provozní CF |               | 6,6771    | -2138,21                        | 12,6383     |             |                    |
| R3 = EBIT/aktiva celkem                                  |               | 0,0236    | 0,0266                          | 0,0279      |             |                    |
| R4 = provozní CF/výkony                                  |               | 0,1144    | -0,0003                         | 0,0435      |             |                    |
| bodování výsledků Kralickova Quicktestu                  |               | 0 bodů    | 1 bod                           | 2 body      | 3 body      | 4 body             |
| R1 = vlastní kapitál/aktiva celkem                       |               | <0        | 0 - 0,1                         | 0,1 - 0,2   | 0,2 - 0,3   | >0,3               |
| R2 = (cizí zdroje - peníze - účty v bankách)/provozní CF |               | <3        | 3 - 5                           | 5 - 12      | 12-30       | >30                |
| R3 = EBIT/aktiva celkem                                  |               | <0        | 0 - 0,08                        | 0,08 - 0,12 | 0,12 - 0,15 | >0,15              |
| R4 = provozní CF/výkony                                  |               | <0        | 0 - 0,05                        | 0,05 - 0,08 | 0,08 - 0,1  | >0,1               |
| hodnocení finanční stability                             | bonitní firma | šedá zóna | potíže ve finančním hospodaření |             |             |                    |
| (R1 + R2)/2  | >3            | 3 až 1    | <1                              |             |             |                    |
| hodnocení výnosové situace                               |               |           |                                 |             |             |                    |
| (R3+R4)/4  | >3            | 3 až 1    | <1                              |             |             |                    |
| hodnocení celkové situace                                |               |           |                                 |             |             |                    |
| $[(R1+R2)/2+(3+R4)/4]/2$                                 | >3            | 3 až 1    | <1                              |             |             |                    |
|  | 2006          | bodů      | 2007                            | bodů        | 2008        | bodů               |
| R1 = vlastní kapitál/aktiva celkem                       | 0,304         | 4         | finanční stabilita              | 0,316       | 4           | finanční stabilita |
| R2 = (cizí zdroje - peníze - účty v bankách)/provozní CF | 6,677         | 2         | 3                               | -2138       | 0           | 2                  |
| R3 = EBIT/aktiva celkem                                  | 0,024         | 1         | výnosová situace                | 0,027       | 1           | výnosová situace   |
| R4 = provozní CF/výkony                                  | 0,114         | 4         | 2,5                             | 0,000       | 0           | 0,5                |
|  |               |           | celková situace                 |             |             | celková situace    |
|  |               |           | 2,75                            |             |             | 1,25               |
| hodnocení finanční situace                               |               |           | šedá zóna                       |             |             | šedá zóna          |
| hodnocení výnosové situace                               |               |           | šedá zóna                       |             |             | šedá zóna          |
| celkové hodnocení  |               |           | šedá zóna                       |             |             | šedá zóna          |

TABULKA Č. 26: BONITNÍ MODEL

Zdroj: vlastní zpracování z dat dle účetních výkazů společnosti z let 2006 – 2008

Finanční situaci podniku lze dle tohoto bonitního modelu hodnotit pozitivně v roce 2005, kdy je dosahováno nejvyššího počtu bodů, což je ovlivněno vysokou hodnotou provozního cash flow, na úrovni přibližně 41,4 mil. V dalších letech společnost vykazuje zhoršení ve svém hospodaření. Bodové ohodnocení finanční situace, opět jako v roce 2006, dosahuje hranice bonitní firmy. Z pohledu výnosové i celkové finanční situace se společnost nachází v tzv. **šedé zóně a není u ní tedy možné jednoznačně posuzovat budoucí vývoj.**

#### ▪ Závěr finanční analýzy

Výnosnost jednotlivých složek kapitálu a tržeb oceňované společnosti meziročně kolísá, přitom **v porovnání s konkurenčními podniky jsou patrné srovnatelné hodnoty ukazatelů rentability**, s výjimkou rentability celkový aktiv, kde oceňovaný podnik dosahuje nižší úrovně.

Zadluženost podniku velmi mírně klesla z 68,9% podílu cizího kapitálu na aktivech v roce 2005 na 68,7 % v roce 2008, ovšem v porovnání s konkurenčními podniky, které vykazují zadluženost v průměru v letech 2005 až 2008 54 %, je podíl cizího kapitálu společnosti na aktivech značný. Společnost **by rozhodně neměla dále navyšovat cizí**

**zdroje**, neboť by tím ohrožovala svou stabilitu, ale především snižovala rentabilitu vlastního kapitálu dle principu působení pákového efektu. **Ukazatel úrokového krytí hodnot srovnatelných s nejmenším<sup>104</sup> z konkurenčních podniků**, avšak **oproti průměru skupiny konkurentů je jeho hodnota ukazatele úrokového krytí poloviční** (průměr skupiny 5,2 oproti oceňovanému podniku, který dosáhl v průměru za roky 2005 až 2008 hodnotu 2,92).

Možné problémy s likviditou, odvozené z **nízkých hodnot ukazatelů likvidity, které jsou nižší než minimální doporučované hodnoty, jsou v porovnání se situací u konkurenčních podniků obvyklé.**

Ukazatele **aktivity**, tj. doby obratu, dosahují **srovnatelných hodnot s průměrem za skupinu konkurenčních podniků. Pozitivně** lze posuzovat rychlejší **obrat zásob** o 27 dní oproti konkurenci. Produktivita práce ve společnosti vykazuje mírně rostoucí trend, i když vykazované hodnoty poměrových ukazatelů dosahují v porovnání s oborem a skupinou konkurentů horší úroveň. Naopak v porovnání s nejmenším z konkurenčních podniků vykazuje oceňovaný subjekt výrazně vyšší produktivitu práce.

**Celkovou finanční a výnosovou situaci podniku** je možné považovat dle provedené analýzy za **stabilní, s patrnými meziročními výkyvy. Pozitivně lze hodnotit obratovost aktiv**, negativně posuzovaný vývoj likvidity se dle porovnání s konkurenčními podniky v odvětví jeví jako typický pro danou oblast hospodářství a v **rámci zadluženosti se doporučuje nepřekračovat její současnou úroveň.**

#### **4.5 VYMEZENÍ PROVOZNĚ NEPOTŘEBNÝCH AKTIV**

Majetek společnosti, který nemá přímou vazbu na tvorbu provozního cash flow, je nutné vyloučit z provozně nutných aktiv. Z hlediska **provozně nepotřebných peněžních prostředků** odhalila finanční analýza spíše nízkou hodnotu ukazatele peněžní likvidity a tedy neexistenci provozně nevyužitých finančních prostředků. Sestavený finanční plán následuje tuto situaci a ani v prognózovaném období se tato aktiva nebudou ve společnosti vyskytovat.

Naopak podnik disponuje rozsáhlým objemem **provozně nepotřebného dlouhodobého majetku, který spadá do rozvahové položky dlouhodobý finanční**

---

<sup>104</sup> bilanční suma nejmenšího konkurenčního podniku činí 256 mil. Kč, oproti oceňovanému podniku s 512 mil. Kč a ostatním konkurenčním podnikům s průměrnou hodnotou aktiv 1,5 mld. Kč

**majetek.** Ocenění tohoto množství aktiv, konkrétně **majetkových účastí,** je stanoveno reálnou hodnotou držených podílů, přitom k datu ocenění činí tato hodnota celkovou částku **61 090 tis. Kč.**

| emitent* | počet podílů | pořizovací hodnota | reálná hodnota |
|----------|--------------|--------------------|----------------|
| A        | 52,02%       | 16 500 tis. Kč     | 9 641 tis. Kč  |
| B        | 100,00%      | 7 301 tis. Kč      | 0              |
| C        | 100,00%      | 7 141 tis. Kč      | 0              |
| D        | 58,78%       | 16 225 tis. Kč     | 36 627 tis. Kč |
| E        | 96,89%       | 3 236 tis. Kč      | 14 540 tis. Kč |
| F        | 20,00%       | 11 tis. Kč         | 12 tis. Kč     |
| G        | 1,73%        | 50 tis. Kč         | 270 tis. Kč    |

\*záměrně nejsou uváděny obchodní firmy

TABULKA Č. 27: REÁLNÁ HODNOTA DRŽENÝCH PODÍLŮ

Zdroj: převzato z výroční zprávy společnosti za rok 2008

## 4.6 FINANČNÍ PLÁN

Sestavení finančního plánu společnosti předpokládá vymezení jeho **hlavních determinant,** včetně určení jejich hodnot v prognózovaném období. Mezi zásadní determinanty finančního plánu a tedy i komplexního budoucího vývoje finanční situace podniku se řadí **plánové hodnoty tržeb, výše investic do dlouhodobého provozně nutného majetku a s ním související změny pracovního kapitálu a dále úroveň provozní ziskové marže.** Za účelem tvorby finančního plánu je tudíž primární stanovit prognózované hodnoty uvedených determinant, neboli generátorů hodnot. Dle plánového výkazu zisku a ztrát a plánové rozvahy je umožněno následné posouzení budoucí finanční situace podniku.

### 4.6.1 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY

#### 4.6.1.1 TRŽBY

Pro plánované období let 2009 až 2013, včetně navazující fáze působení podniku od konce roku 2013, lze odhadnout **výši tržeb** oceňované společnosti **dle prognóz, vyplývajících ze závěru analýzy jejího potenciálu**<sup>105</sup>. Odvozeným úrovním temp růstu tržeb z dílčích prodejů a výroby, tj. tržeb z prodeje rostlinné produkce, hnojiv a přípravků na ochranu a výživu rostlin, poskytování služeb pro zemědělství a výroby krmných směsí, odpovídají hodnoty odhadovaných výnosů pro jednotlivé roky plánovaného období. Pro tento časový horizont je poté součtem dílčích položek výnosů z prodeje generována hodnota **tržeb za prodej zboží** a obdobně sloučením výnosů za poskytované služby

<sup>105</sup> Podrobněji shrnuje podkapitola 4.3.3 Prognóza tržeb společnosti a závěr strategické analýzy.

s výnosy za prodej vyprodukovaných krmiv je stanoven objem **tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb**.

|  | 2004   | 2005    | 2006   | 2007   | 2008   | 2009    | 2010    | 2011    | 2012    | 2013    | 2. fáze |
|--|--------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Tržby za prodej zboží                      | 236892 | 196056  | 193006 | 266522 | 283160 | 172 042 | 177 819 | 183 805 | 190 008 | 196 436 | 203 099 |
| tempo růstu                                |        | -17,24% | -1,56% | 38,09% | 6,24%  | -39,24% | 3,36%   | 3,37%   | 3,37%   | 3,38%   | 3,39%   |
| Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb | 325626 | 320167  | 354479 | 462090 | 627252 | 530682  | 532640  | 534630  | 541747  | 548974  | 556311  |
| tempo růstu                                |        | -1,68%  | 10,72% | 30,36% | 35,74% | -15,40% | 0,37%   | 0,37%   | 1,33%   | 1,33%   | 1,34%   |
| Tržby celkem                               | 562518 | 516223  | 547485 | 728612 | 910412 | 702724  | 710459  | 718435  | 731755  | 745410  | 759410  |
| tempo růstu                                |        | -8,23%  | 6,06%  | 33,08% | 24,95% | -22,81% | 1,10%   | 1,12%   | 1,85%   | 1,87%   | 1,88%   |

TABULKA Č. 28: PLÁN TRŽEB

Zdroj: vlastní dopočet dle údajů z výročních zpráv včetně účetních výkazů společnosti

#### 4.6.1.2 INVESTICE DO DLOUHODOBÉHO MAJETKU

##### ▪ Podíl investic a odpisů na dlouhodobém majetku

Další z generátorů hodnot, investice do dlouhodobého majetku, budou odvozeny dle hodnot odpovídajících minulému období let 2004 až 2008. Výše **brutto investic**, tj. hodnota investic zjištěná rozdílem mezi současnou hodnotou dlouhodobého majetku provozně nutného a jeho hodnotu v minulém období, plus hodnota odpisů a zůstatkové ceny prodaného dlouhodobého majetku, je pozorována ve vztahu k netto hodnotě provozně nutného dlouhodobého majetku právě v letech 2004 až 2008.

$$Investice_{brutto}(t) = DM(t) - DM(t-1) + Odpis(t) + ZC(t)$$

**Průměrný podíl roční hodnoty brutto investic na dlouhodobém majetku netto** činil v daném časovém rozmezí **15,83 %**. Tento podíl je použit jako **výchozí ukazatel pro prognózované období let 2009 až 2013, včetně odhadované 2. fáze**, tj. dlouhodobého časového horizontu.

V souvislosti s investiční činností podniku do dlouhodobého majetku je zásadní především výše ročních odpisů, která by měla tvořit hlavní zdroj financování obnovy dlouhodobého majetku a rozvoje. **Hodnota ročních odpisovaných částek** představovala v průměru **11,58 % dlouhodobého majetku** v netto hodnotě.

Tyto odvozené průměrné podíly odpisů a investic na hodnotě dlouhodobém majetku nasvědčují trendu investování společností v částkách vyšších než dosahují odpisované sumy. Zatímco pro podíly ročních odpisů na dlouhodobém majetku je charakteristická téměř konstantní úroveň, podíly investic na dlouhodobém majetku výrazně kolísaly. Nejvyšší investiční sumy byly vynaloženy např. v letech 2005 a 2006 řádově v desítkách milionů Kč, v roce 2007 byly uvolněny necelé dva miliony Kč. Z provedené analýzy je patrné, že **hodnota dlouhodobého majetku provozně nutného roste průměrným meziročním tempem 1,2 %**



▪ **Plánovaná hodnota dlouhodobého majetku, investic a odpisů**

Pro **budoucí období** se plánuje **podíl odpisů na dlouhodobém majetku** na úrovni uvedeného průměrného podílu za minulá období, tj. **11,58 %**. Vzhledem k tomu, že hodnota investic by měla dosahovat minimálně hodnoty ročních odpisů, je k vyjádření hodnoty **investic brutto** pro období let 2009 až 2012 použit podíl na dlouhodobém majetku ve shodné úrovni jako u odpisů, tj. **11,58 %**. K vyšší úrovni se nepřistupuje s ohledem na probíhající hospodářskou recesi, obtížnému přístupu k externím zdrojům financování, pro zemědělce nepříznivému období a navíc vzhledem k nedávno vynaloženým značným výdajům společnosti do investičních souborů.

Dle **vzorce pro stanovení hodnoty investic brutto** je s uplatněním hodnoty podílů odpisů a investic na dlouhodobého majetku a hodnotě dlouhodobého majetku netto k roku 2008 odvozena hodnota dlouhodobého provozně nutného majetku k roku 2009. Tímto způsobem jsou vyjádřeny hodnoty pro následující období let 2010 až 2012. V posledním prognózovaném roce **2013** je však **podíl investic na dlouhodobého majetku** stanoven na úrovni průměrné hodnoty za minulé období let 2004 až 2008, tj. **15,83 %**. Průměrné **meziroční tempo růstu hodnoty dlouhodobého majetku netto** představuje za období 2009 až 2013 **1,1%**. Pro **2. fázi** jsou opět využity hodnoty podílů odpisů a investic brutto na dlouhodobém majetku **dle průměrných hodnot z let 2004 až 2008**.

| DL. MAJETEK A INVESTICE                               | 2004   | 2005   | 2006   | 2007   | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2. fáze |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| dl. majetek provozně nutný netto (dl. hmot a nehmot.) | 86820  | 87337  | 102148 | 92059  | 93838  | 93838  | 93838  | 93838  | 93838  | 98003  | 102353  |
| průměrné tempo růstu hodnoty dl. majetku              | -1,81% | 0,60%  | 16,96% | -9,88% | 1,93%  | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 4,4%   | 4,4%    |
| průměrné tempo růstu hodnoty dl. majetku              | 1,2%   |        |        | 1,1%   |        |        |        |        |        |        |         |
| dl. majetek dl. nenutný netto (dl. fin. majetek)      | 19200  | 8015   | 19432  | 52176  | 63973  | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       |
| odpisy  | 10506  | 11236  | 11166  | 10976  | 9459   | 10866  | 10866  | 10866  | 10866  | 11349  | 11853   |
| zůstatková cena                                       | 3303   | 6818   | 4546   | 851    | 94     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       |
| investice netto                                       | -1604  | 517    | 14811  | -10089 | 1779   | 0      | 0      | 0      | 0      | 4165   | 4350    |
| investice brutto                                      | 12205  | 18571  | 30523  | 1738   | 11332  | 10866  | 10866  | 10997  | 14858  | 15517  | 16206   |
| podíl investic brutto na dl. majetku                  | 14,06% | 21,26% | 29,88% | 1,89%  | 12,08% | 11,58% | 11,58% | 11,58% | 15,83% | 15,83% | 15,83%  |
| průměrný podíl investic na dl. majetku                | 15,83% |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |
| tempo růstu brutto investic                           | -1,8%  | 0,6%   | 17,0%  | -9,9%  | 1,9%   | 1,2%   | 1,2%   | 1,2%   | 1,2%   | 1,2%   | 1,2%    |
| průměrné tempo růstu investic brutto                  | 1,2%   |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |
| podíl odpisů na dl. majetku                           | 12,10% | 12,87% | 10,93% | 11,92% | 10,08% | 11,58% | 11,58% | 11,58% | 11,58% | 11,58% | 11,58%  |
| průměrný podíl odpisů na dl. majetku                  | 11,58% |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |

TABULKA Č. 29: PLÁN DLOUHODOBÉHO MAJETKU, INVESTIC A ODPISŮ

Zdroj: vlastní dopočet dle údajů z výročních zpráv včetně účetních výkazů společnosti

**4.6.1.3 PROVOZNÍ ZISKOVÁ MARŽE**

▪ **Provozní výsledek hospodaření**

Za účelem **odvození výše provozního zisku z hlavní podnikatelské činnosti** pro jednotlivé roky plánovaného období, tzn. upraveného provozního výsledku hospodaření bez výnosů a nákladů souvisejících s prodejem dlouhodobého majetku a materiálu, je vyjádřena **úroveň provozní ziskové marže za minulé období** mezi lety 2004 až 2008. Předpokládá se, že podnik bude dosahovat srovnatelné výše provozní ziskové marže, jaká



byla docílena v minulosti. **Z průměrné hodnoty provozní ziskové marže**, tj. podílu upraveného provozního výsledku hospodaření na celkových tržbách, je **odhadnuta úroveň upraveného provozního výsledku hospodaření** v plánovaném časovém horizontu.

Provozní výsledek hospodaření z jednotlivých let 2004 až 2008 je poníženo o výsledek hospodaření z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu, navýšeno o hodnotu odpisů z dlouhodobého majetku a o změnu stavu rezerv a opravných prostředků. Průměrná hodnota upraveného provozního zisku na celkových tržbách dosáhla za dané období 3,46 %.

Dle **prognózovaných hodnot celkových tržeb** pro jednotlivé roky je z **průměrné hodnoty provozní ziskové marže odvozena hodnota upraveného provozního zisku** pro roky 2009 až 2013 a období následující po roce 2013. Pro rok 2009 je vzhledem k probíhající nepříznivé situaci v zemědělství zvolena hodnota výchozí provozní marže nižší, na úrovni 3 %.

#### ▪ **Obchodní marže a přidaná hodnota**

S ohledem na úrovně hlavních rozdílových položek výkazu zisku a ztrát dosažených v minulosti, tj. **obchodní marže a přidaná hodnota**, jsou odhadnuty jejich budoucí částky. Obdobný princip je uplatněn i pro prognózování zásadních výnosových a nákladových položek.

**Plánované hodnoty obchodní marže** jsou stanoveny **dle průměrného podílu obchodní marže na tržbách z prodeje zboží v minulých letech**, tj. 6,39 %. V případě položky **přidaná hodnota**, která čítá obchodní marži jako rozdíl mezi výnosy a náklady z prodeje zboží, tak i rozdílovou položku výnosů a nákladů souvisejících s výrobou vlastních produktů podniku, se zohledňuje změna výrobní struktury společnosti. Neboť se v průběhu roku 2007 přestal podnik zabývat zemědělskou prvovýrobou, pro stanovení prognózované přidané hodnoty je využit **podíl přidané hodnoty na celkových tržbách dosažených v roce 2008**, tj. 5,63 %.

#### ▪ **Výkony a výkonová spotřeba**

Obdobně nákladová položka, vztahující se k vlastní produkci podniku, **výkonová spotřeba**, je odvozena dle jejího **podílu na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb vyjádřeného k roku 2008**, tj. 95,31 %.

Ze vzorce pro výpočet přidané hodnoty je následně odvozena hodnota položky **výkony**<sup>106</sup>. Hodnota položky **aktivace** je získána dle jejího **podílu na výkonech vyjádřeného k roku 2008**, tj. 0,19 %. Z již vyjádřené částky výkonů, tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb a aktivace je odvozena hodnota položky **změna stavu zásob vlastní výroby**.

| Plán položek výkazu zisku a ztrát - v tis. Kč   | 2004   | 2005   | 2006   | 2007   | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2. fáze |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| <b>OBCHODNÍ MARŽE</b>   | 11589  | 13595  | 11988  | 18748  | 19535  | 11001  | 11370  | 11753  | 12149  | 12560  | 12986   |
| podíl obchodní marže na tržbách   | 4,89%  | 6,93%  | 6,21%  | 7,03%  | 6,90%  | 6,39%  | 6,39%  | 6,39%  | 6,39%  | 6,39%  | 6,39%   |
| průměrný podíl obchodní marže na tržbách  | 6,39%  |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |
| <b>PŘIDANÁ HODNOTA</b>  | 39792  | 53467  | 37027  | 42115  | 51257  | 39564  | 39999  | 40449  | 41198  | 41967  | 42755   |
| podíl přidané hodnoty na celkových tržbách  | 7,07%  | 10,36% | 6,76%  | 5,78%  | 5,63%  | 5,63%  | 5,63%  | 5,63%  | 5,63%  | 5,63%  | 5,63%   |
| <b>Osobní náklady</b>   | 21000  | 24199  | 28017  | 26005  | 25683  | 25304  | 25571  | 26085  | 26610  | 27146  | 27927   |
| <i>Mzdové náklady</i>   | 14930  | 17302  | 20132  | 18774  | 18072  | 18072  | 18271  | 18654  | 19046  | 19446  | 20030   |
| tempo růstu měsíční mzdy  |        | 13,1%  | 7,2%   | 7,8%   | 2,9%   | 0%     | 1,1%   | 2,1%   | 2,1%   | 2,1%   | 3,0%    |
| <i>Odměny členům orgánů spol. a družstva</i>  | 540    | 540    | 540    | 543    | 510    | 535    | 535    | 535    | 535    | 535    | 535     |
| průměrná hodnota odměn členům orgánů spol. a družstva   | 535    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |
| <i>Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění</i>  | 5157   | 5983   | 6819   | 6263   | 6033   | 6144   | 6212   | 6343   | 6476   | 6612   | 6810    |
| podíl nákladů na soc. zabezpečení a zdr. pojištění na mzdových nákladech                                      | 34,5%  | 34,6%  | 33,9%  | 33,4%  | 33,4%  | 34%    | 34%    | 34%    | 34%    | 34%    | 34%     |
| <i>Sociální náklady</i>   | 373    | 374    | 526    | 425    | 1068   | 553    | 553    | 553    | 553    | 553    | 553     |
| průměrná hodnota sociálních nákladů   | 553    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |
| <b>Daně a poplatky</b>  | 865    | 936    | 1050   | 1246   | 748    | 1096   | 1108   | 1121   | 1142   | 1163   | 1185    |
| podíl daní a poplatků na tržbách celkem   | 0,15%  | 0,18%  | 0,19%  | 0,17%  | 0,08%  | 0,16%  | 0,16%  | 0,16%  | 0,16%  | 0,16%  | 0,16%   |
| průměrný podíl daní a poplatků na tržbách celkem  | 0,16%  |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |
| <b>Ostatní provozní výnosy</b>  | 35002  | 11855  | 29736  | 47922  | 101203 | 44473  | 44963  | 45468  | 46311  | 47175  | 48061   |
| podíl provozních výnosů na tržbách celkem   | 6,22%  | 2,30%  | 5,43%  | 6,58%  | 11,12% | 6,33%  | 6,33%  | 6,33%  | 6,33%  | 6,33%  | 6,33%   |
| průměrný podíl provozních výnosů na tržbách celkem  | 6,33%  |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |
| <b>Ostatní provozní náklady</b>   | 30164  | 9919   | 19977  | 54666  | 98334  | 36555  | 33697  | 33848  | 34434  | 35037  | 35424   |
| <b>Výkony</b>   | 337025 | 336746 | 361900 | 464981 | 629531 | 534335 | 536267 | 538230 | 545367 | 552612 | 559967  |
| <i>Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb</i>   | 325626 | 320167 | 354479 | 462090 | 627252 | 530682 | 532640 | 534630 | 541747 | 548974 | 556311  |
| <i>Změna stavu zásob vlastní výroby</i>   | -1350  | 428    | -2253  | -185   | 1079   | 2635   | 2605   | 2574   | 2580   | 2585   | 2589    |
| <b>Aktivace</b>   | 12749  | 16151  | 9674   | 3076   | 1200   | 1019   | 1022   | 1026   | 1040   | 1053   | 1067    |
| podíl aktivace na výkonech celkem   | 3,78%  | 4,80%  | 2,67%  | 0,66%  | 0,19%  | 0,19%  | 0,19%  | 0,19%  | 0,19%  | 0,19%  | 0,19%   |
| <b>Výkonová spotřeba</b>  | 308822 | 296874 | 336861 | 441614 | 597809 | 505772 | 507638 | 509534 | 516318 | 523205 | 530198  |
| podíl výkonové spotřeby na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb                                       | 94,84% | 92,72% | 95,03% | 95,57% | 95,31% | 95,31% | 95,31% | 95,31% | 95,31% | 95,31% | 95,31%  |
| <i>Odpisy dl. nehmot. a hmotného majetku</i>  | 10506  | 11236  | 11166  | 10976  | 9459   | 10866  | 10866  | 10866  | 10866  | 11349  | 11853   |
| <i>Provozní výsledek hospodaření</i>  | 10499  | 15482  | 9467   | 10744  | 19798  | 10215  | 13720  | 13996  | 14457  | 14447  | 14428   |
| <i>Provozní zisk související s hlavní činností (bez výnosů z prodeje DM, bez změny stavu rezerv) + odpisy</i> | 22765  | 30268  | 17719  | 8120   | 27695  | 21082  | 24587  | 24863  | 25323  | 25796  | 26281   |
| <i>Provozní zisková marže (provozní zisk z hl. činnosti včetně odpisů/celkové tržby)</i>                      | 4,05%  | 5,86%  | 3,24%  | 1,11%  | 3,04%  | 3,00%  | 3,46%  | 3,46%  | 3,46%  | 3,46%  | 3,46%   |

TABULKA Č. 30: PLÁN POLOŽEK ZISKU A ZTRÁTY

Zdroj: vlastní dopočet dle údajů z výročních zpráv včetně účetních výkazů společnosti

#### ▪ **Osobní náklady, daně a poplatky**

Položka **osobní náklady**, tvořená zejména mzdovými náklady, náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění, je pro jednotlivé plánované roky dána součtem prognózovaných dílčích osobních nákladů. **Mzdové náklady** jsou pro budoucí období určeny úrovní predikované inflace pro rok 2010 a 2011, tj. 2,1 %. K roku 2009 se předpokládá nulový růst mzdových nákladů vzhledem ke kritické situaci v daném roce. V roce 2012 a 2013 je uvažováno tempo s růstu hodnoty mzdových nákladů 2,1 % jako v předchozích letech. Pro období následující po roce 2013 je zvolena hodnota tempa růstu celkové hodnoty mzdových nákladů 3 %, přestože průměrné tempo růstu mzdových nákladů za období 2004 až 2008 dosahovalo 6,8 %. Uvažováno je totiž s možným poklesem počtu zaměstnanců v budoucím časovém horizontu.

<sup>106</sup> Přidaná hodnota = Obchodní marže + (Výkony – Výkonová spotřeba), potom Výkony = Přidaná hodnota – Obchodní marže+ Výkonová spotřeba

**Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění** jsou odvozeny z jejich podílu na mzdových nákladech, přitom pro prognózované období je zvolena hodnota 34 %. Hodnota položek sociální náklady je ponechána na průměrné hodnotě vypočtené za minulé období, tj. 553 tis. Kč, obdobně jako u položky odměny členům orgánů společnosti a družstva, tj. 535 tis. Kč.

Hodnota položky **daně a poplatky** následuje průměrnou úroveň podílu těchto nákladů na celkových tržbách, tj. 0,16 %.

▪ ***Odpisy, ostatní provozní výnosy a ostatní provozní náklady***

Položka **odpisy** je odvozena dle subkapitoly 4.6.1.2. Investice do dlouhodobého majetku. **Ostatní provozní výnosy** jsou plánovány dle průměrného podílu na tržbách celkem, tj. 6,33 %. Tyto odvozené položky výkazu zisku a ztrát umožní vyjádření hodnoty položek ostatní provozní náklady<sup>107</sup>, pokud se provozní výsledek hospodaření odvodí z upraveného provozního výsledku hospodaření odečtením položky odpisů, přitom hodnota změny stavu rezerv a opravných položek se uvažuje v nulové hodnotě.

#### **4.6.1.4 PRACOVNÍ KAPITÁL**

K odhadu hodnoty stavu **zásob, pohledávek, krátkodobého finančního majetku a závazků**<sup>108</sup> je přístupováno **na podkladě údajů za minulé období let 2004 až 2008**. V případě položek **zásoby, pohledávky a závazky** je **vztažena jejich hodnota v jednotlivých letech k souvisejícím úrovním celkových tržeb**, tzn. prostřednictvím doby obratu uvedených položek.

▪ ***Zásoby, pohledávky, závazky***

U položky **zásob** se zohledňuje **průměrná doba obratu za rozmezí let 2004 až 2008**, která představuje 41 dnů a je použita pro vyjádření hodnoty zásob v jednotlivých letech 2011 až 2013 i v navazujícím období od konce roku 2013. Tentýž princip odhadu objemu položek pracovního kapitálu je uplatněn i u **pohledávek** (tj. krátkodobé pohledávky bez krátkodobých pohledávek za ovládanými a řízenými osobami, včetně dlouhodobých pohledávek z obchodních vztahů) a u **závazků**.

---

<sup>107</sup> Provozní VH = Přidaná hodnota – (Osobní náklady + Daně a poplatky + Odpisy) + (Ostatní provozní výnosy - Ostatní provozní náklady), potom Ostatní provozní náklady = Přidaná hodnota – (Osobní náklady + Daně a poplatky + Odpisy) + Ostatní provozní výnosy – Provozní VH

<sup>108</sup> Hodnoty poměrových ukazatelů – doby obratu a likvidity – se liší od hodnot vypočtených dle kapitoly 4.4. Finanční analýza, neboť pro odhad hodnot položek pracovního kapitálu nebyly zahrnuty shodné položky.

U takto vymezených krátkodobých pohledávek činí průměrná doba obratu 73 dnů, zatímco u dlouhodobých pohledávek z obchodních vztahů je pozorován jejich nenulový stav pouze v roce 2008, kdy doba obratu dosáhla 10 dnů a hodnota této položky činila přibližně 25,4 mil. Kč. Tato hodnota bude přenesena i do budoucího období let 200 až 2013, včetně fáze následující po roce 2013, kdy se předpokládá, že podnik bude nucen stále poskytovat dlouhodobé odklady plateb v rámci obchodních vztahů.

Průměrná doba **obratu závazků** (krátkodobé závazky bez závazků k ovládaným a řízeným osobám) se rovná 40 dnům a využije se i pro stanovení hodnoty závazků v budoucím období. V roce 2009 a 2010 se předpokládá doba obratu závazků delší než průměrný počet dnů odvozený z let 2004 až 2008, 45 dnů oproti 40, vzhledem k negativnímu vývoji v zemědělství zejména v roce 2009 a možnému zhoršení dodavatelsko-odběratelské platební morálky.

| Plán zásob, pohledávek a závazků - v tis. Kč                         | 2004   | 2005   | 2006   | 2007   | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2. fáze |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| zásoby   | 70717  | 74018  | 67427  | 85467  | 57365  | 80471  | 81357  | 82270  | 83796  | 85360  | 86963   |
| doba obratu zásob  | 45     | 52     | 44     | 42     | 23     | 41     | 41     | 41     | 41     | 41     | 41      |
| krátkodobé pohledávky (nezahrnuje kr. pohledávky za ovl. a říz. os.) | 100952 | 107096 | 115857 | 163592 | 168234 | 141649 | 143208 | 144816 | 147501 | 150253 | 153075  |
| doba obratu krátkodobých pohledávek                                  | 65     | 75     | 76     | 81     | 67     | 73     | 73     | 73     | 73     | 73     | 73      |
| dlouhodobé pohledávky z obchodních vztahů                            | 0      | 0      | 0      | 0      | 25434  | 25434  | 25434  | 25434  | 25434  | 25434  | 0       |
| doba obratu dl. pohledávek z obchodních vztahů                       | -      | -      | -      | -      | 10     | 13     | 13     | 13     | 13     | 13     | -       |
| krátkodobé závazky (nezahrnuje kr. závazky k ovl. a říz. os.)        | 61182  | 40938  | 43762  | 120318 | 106139 | 87840  | 88807  | 79826  | 81306  | 82823  | 84379   |
| doba obratu kr. závazků  | 39     | 29     | 29     | 59     | 42     | 45     | 45     | 40     | 40     | 40     | 40      |

TABULKA Č. 31: PLÁN ZÁSOB, POHLEDÁVEK A ZÁVAZKŮ

Zdroj: vlastní dopočet dle údajů z výročních zpráv včetně účetních výkazů společnosti

#### ▪ **Krátkodobý finanční majetek**

Poslední z položek tvořící pracovní kapitál, tj. **krátkodobý finanční majetek, složený z peněžních prostředků v hotovosti a na bankovních účtech**, je pro budoucí období odvozen dle **průměrné hodnoty ukazatele peněžní likvidity** dosažené od roku 2004 až 2013. Odhad je tedy založen na **vztahu peněžních prostředků k hodnotě krátkodobých závazků** (bez položky krátkodobé závazky k ovládaným a řízeným osobám). Hodnota ukazatele peněžní likvidity se pohybovala v minulých obdobích níže pod úrovní minimální doporučené hodnoty 0,2<sup>109</sup>, přitom se jednalo průměrně o hodnotu 0,07. Vzhledem k použití této průměrné hodnoty pro odhad budoucího objemu peněžních prostředků, je zřejmé, že podnik nebude, stejně jako v minulých období, ani v následující fázi svého fungování disponovat provozně nepotřebným krátkodobým finančním majetkem.

Pro plánované hodnoty **položek ostatních aktiv** (tvořené časovým rozlišením aktiv) a **ostatních pasiv** (časové rozlišení pasiv) je zvolena hodnota odpovídající průměru za období let 2004 až 2008.

<sup>109</sup> blíže uvádí kapitola 4.4. Finanční analýza

| Plán peněžních prostředků - v tis. Kč                   | 2004  | 2005 | 2006 | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2. fáze |
|---|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| peněžní prostředky provozně nutné (peníze + bank. účty) | 10703 | 1401 | 3500 | 3226  | 6059  | 6554  | 6626  | 5956  | 6066  | 6179  | 6295    |
| peněžní likvidita                                       | 0,17  | 0,03 | 0,08 | 0,03  | 0,06  | 0,07  | 0,07  | 0,07  | 0,07  | 0,07  | 0,07    |
| provozně potřebné peněžní prostředky                    | 12236 | 8188 | 8752 | 24064 | 21228 | 17568 | 17761 | 15965 | 16261 | 16565 | 16876   |
| doporučená hodnota ukazatele likvidity - minimum        | 0,20  | 0,20 | 0,20 | 0,20  | 0,20  | 0,20  | 0,20  | 0,20  | 0,20  | 0,20  | 0,20    |
| provozně nepotřebné peněžní prostředky                  | 0     | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0       |

TABULKA Č. 32: PLÁN PENĚŽNÍCH PROSTŘEDKŮ

Zdroj: vlastní dopočet dle údajů z výročních zpráv včetně účetních výkazů společnosti

| PRACOVNÍ KAPITÁL v tis. Kč  | 2004   | 2005   | 2006   | 2007   | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2. fáze |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| zásoby  | 70717  | 74018  | 67427  | 85467  | 57365  | 80471  | 81357  | 82270  | 83796  | 85360  | 86963   |
| krátkodobé pohledávky   | 100952 | 107096 | 115857 | 163592 | 168234 | 141649 | 143208 | 144816 | 147501 | 150253 | 153075  |
| dlouhodobé pohledávky z obchodních vztahů   | 0      | 0      | 0      | 0      | 25434  | 25434  | 25434  | 25434  | 25434  | 25434  | 25434   |
| peněžní prostředky provozně nutné   | 10703  | 1401   | 3500   | 3226   | 6059   | 5764   | 5828   | 5893   | 6002   | 6114   | 6229    |
| ostatní aktiva (časové rozlišení aktiv - Náklady příštích období, Komplexní náklady p.o., Příjmy p.o.) - průměr za období 2004 - 2008: 2452 tis. Kč | 2348   | 2035   | 3362   | 2253   | 2263   | 2452   | 2452   | 2452   | 2452   | 2452   | 2452    |
| krátkodobé závazky  | 61182  | 40938  | 43762  | 120318 | 106139 | 87840  | 88807  | 79826  | 81306  | 82823  | 84379   |
| ostatní pasiva (časové rozlišení pasiv - Výdaje příštích období, Výnosy p.o.) - průměr za období 2004 - 2008: 591 tis. Kč                           | 311    | 452    | 559    | 1427   | 204    | 591    | 591    | 591    | 591    | 591    | 591     |
| upravený pracovní kapitál   | 123227 | 143160 | 145825 | 132793 | 153012 | 167340 | 168881 | 180449 | 183288 | 186199 | 189184  |
| investice do pracovního kapitálu  |        | 19933  | 2665   | -13032 | 20219  | 14328  | 1542   | 11568  | 2840   | 2911   | 2984    |

TABULKA Č. 33: INVESTICE DO PROVOZNĚ NUTNÉHO PRACOVNÍHO KAPITÁLU

Zdroj: vlastní dopočet dle údajů z výročních zpráv včetně účetních výkazů společnosti

#### 4.6.2 FINANČNÍ PLÁN

##### ▪ Plánový výkaz zisku a ztrát

Plán výkazů zisku a ztrát<sup>110</sup> pro období let 2009 až 2013, včetně navazujícího časového horizontu je v rámci položek, tvořících položku provozní výsledek hospodaření dále jen VH), vystaven na základě prognózovaných položek dle subkapitoly 4.6.1. Analýza a prognóza generátorů hodnot.

Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu se souvisejícími nákladovými položkami (zůstatková cena dlouhodobého majetku, prodaný seriál) jsou uvažovány v nulové hodnotě, obdobně jako položka Změna stavu rezerv opravných položek. Srovnatelně se u položek Tržby z prodeje CP a podílů, Výnosy z dlouhodobého finančního majetku, Výnosy z krátkodobého majetku, Výnosy z přecenění CP a derivátů, včetně souvisejících nákladových položek, plánují nulové hodnoty, jak bylo vykazováno i v minulém období let 2004 až 2008.

Výnosové úroky, Nákladové úroky, Ostatní finanční výnosy a Ostatní finanční náklady, tzn. i hodnota Finančního VH, se stanoví na úrovni dle plánového výkazu zisku a ztrát převzatého z dat podniku<sup>111</sup>.

Plánované úrovně položky Daň z příjmů za běžnou činnost jsou odvozeny z předpokládaných hodnot součtu provozního a finančního VH dle daňových sazeb v predikovaných hodnotách, které uvádí následující tabulka č. 32.

<sup>110</sup> Sestavený plánový výkaz zisku a ztráty zobrazuje příloha XVI.

<sup>111</sup> výkaz zisku a ztráty – predikce 2009 – dle přílohy XXVI.

| vývoj sazby daně z příjmů právnických osob |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |         |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|---------|
| roky                                       | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2. fáze |
| sazba daně                                 | 28%  | 26%  | 24%  | 24%  | 21%  | 20%  | 19%  | 19%  | 19%  | 19%  | 20%     |

TABULKA Č. 34: VÝVOJ SAZBY DANĚ Z PŘÍJMŮ PRÁVNICKÝCH OSOB

Zdroj: Zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, v platném znění pro daný rok, od 1.1.2010 – sazba 19% dle §21 odst. 1 zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, v platném znění roku 2009, pro roky 2011, 2012, 2013, včetně navazujícího období stanoven vlastní odhad

Dle posloupnosti propočtu je vyjádřena hodnota **VH za běžnou činnost** (po zdanění), která odpovídá hodnotě **VH za účetní období**, vzhledem k predikované nulové hodnotě mimořádného VH.

#### ▪ **Plánová rozvaha**

Dle propočtů kapitoly **4.6.1. Analýza a prognóza generátorů hodnot** jsou do **plánové rozvahy**<sup>112</sup> převzaty hodnoty položek Dlouhodobého majetku (provozně nutného, bez dlouhodobého finančního majetku), Zásoby, Dlouhodobé pohledávky z obchodních vztahů, Časové rozlišení aktiv a Časové rozlišení pasiv, Krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů, Krátkodobý finanční majetek, Krátkodobé závazky (bez krátkodobých závazků k ovládaným a řízeným osobám).

Hodnota položky Dlouhodobý finanční majetek je plánována dle **plánové rozvahy vytvořené podnikem**<sup>113</sup> pro rok 2009 a pro následující období se ponechává na shodné úrovni. Tentýž postup je uplatněn pro položky Krátkodobé pohledávky za ovládanými a řízenými osobami, Kapitálové fondy, Dlouhodobé závazky.

Položka Základní kapitál je stanovena na dosavadní hodnotě, zatímco položka Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku je každoročně navyšována o 5 % z VH za účetní období. VH minulých let je v plánovaném období tvořen vždy ze součtu hodnot předchozího roku: VH minulých let a VH běžného účetního období.

Krátkodobé závazky k ovládaným a řízeným osobám jsou plánovány v průměrné hodnotě za předcházející období let 2004 až 2008. Z průměrného podílu Dlouhodobých bankovních úvěrů na hodnotě položky Bankovní úvěry a výpomoci je odvozena plánovaná hodnota Dlouhodobých bankovních úvěrů<sup>114</sup>.

<sup>112</sup> Plánovou rozvahu uvádí příloha XVII.

<sup>113</sup> rozvaha – predikce 2009 – součástí přílohy XXV.

<sup>114</sup> Hodnota bankovních úvěrů a výpomocí je propočtena dle vzorce: Cizí zdroje – Dlouhodobé závazky – Krátkodobé závazky, potom Krátkodobé bankovní úvěry = Bankovní úvěry a výpomoci – Dlouhodobé bankovní úvěry.

#### 4.6.3 FINANČNÍ ANALÝZA PLÁNOVÝCH UKAZATELŮ<sup>115</sup>

V plánovaném období dochází k **nárůstu hodnoty bilanční sumy** meziročním průměrným tempem 0,86 %. Největší část aktiv tvoří oběžná aktiva, v průměru 67,72 %, z čehož největší sumu zabírají krátkodobé pohledávky (44,93 % aktiv) a poté zásoby (16,47 % aktiv). Mnohem menší podíl na celkových aktivech představuje položka finanční majetek, pouze 1,25 % aktiv. V položce dlouhodobých aktiv stále dominuje dlouhodobý hmotný majetek (18,47 % aktiv) a dlouhodobý finanční majetek (12,93 % aktiv).

V rámci pasiv se projevuje v letech 2010 až 2013 **růst VH běžného období** meziročním průměrným tempem 4,44 %. Přitom z plánového výkazu tisku a ztrát je patrné, že **růst provozního výsledku hospodaření** bude následovat prognózované údaje, tudíž následně po výkyvech zaznamenaných v roce 2008 a 2009 bude v letech 2010 až 2013 docházet k průměrnému meziročnímu růstu 1,74% tempem.

Významné položky **vlastního kapitálu, jehož podíl na celkových pasivech roste** průměrným meziročním tempem 4,19 % (podíl na pasivech v roce 2009 34,55 %, v roce 2013 40,72 %), představují kromě základního kapitálu (22,08 % pasiv) rezervní fond (5,5 % pasiv) a VH minulých let (5,77 % pasiv). Naopak v rámci **cizích zdrojů dochází k poklesu hodnoty**, přitom jeho podíl na celkových pasivech v roce 2009 činí 65,33 % a v roce 2013 už pouze 59,17 %. Zatím co u **dlouhodobých bankovních úvěrů bude docházet k jejich nárůstu** (v roce 2009 činí jejich podíl na pasivech 4,04 %, v roce 2013 již 9,55 %), **krátkodobé bankovní úvěry budou zaznamenávat pokles** (jejich podíl na pasivech v roce 2009 tvoří 64,8 %, v roce 2013 pouze 58,85 %).

**Poměrová analýza finančních ukazatelů**, vycházející z plánových výkazů, hodnotí budoucí vývoj rentability, zadluženosti, aktivity a likvidity. Při porovnávání vývoje výnosnosti v minulém a plánovaném období, dle průměrných hodnot ukazatelů rentability, je nutné zohlednit, že v uplynulém období se v letech 2004, 2005 a 2008 projeví výjimečně příznivé hodnoty. U **rentabilita celkových aktiv (ROA)** je patrné **mírné zvýšení hodnoty ukazatele** v prognózovaném období. Průměrná hodnota tohoto ukazatele dosahovala v minulém období 2004 až 2008 2,99 %, zatímco v období od roku 2010 až 2013 je vyjádřena průměrná hodnota 3,1 %. **Rok 2009** vykazuje vzhledem poklesu výnosů nižší hodnoty v případě rentability celkových aktiv pouze 2,37 %. Výnosnost vlastního kapitálu (ROE) dosahuje v letech 2010 až 2013 průměrně 2,36 %, rentabilita tržeb (ROS)

<sup>115</sup> Hodnoty poměrových ukazatelů finanční analýzy dle plánovaných výkazů zobrazuje příloha XVIII.

nabývá úrovně průměrně 0,63 % a rentabilita celkového vloženého dlouhodobého kapitálu (ROCE) 7,54 %.

**Zadluženost společnosti** v plánovaném období **klesá**, přitom dle základního ukazatele Debt Ratio (cizí kapitál/aktiva celkem) je dosahováno v letech 2009 až 2013 průměrné hodnoty 62,15 % oproti průměru za období 2004 až 2008, tj. 68,2 %. **Pesimističtěji vyznívá hodnocení plánovaného období dle ukazatele úrokového krytí**, které nabývá v období let 2004 až 2008 hodnot 2,93, zatímco v období let 2010 až 2013 jen 2,66.

**Ukazatele aktivity** dosahují průměrných hodnot srovnatelných s obdobím 2004 až 2008, obdobná situace je pozorována v případě **ukazatelů likvidity**, které i v prognózovaném období nedosahují ani minimálních doporučených hodnot.

**Finanční situace plánovaného období** společnosti je oproti srovnávanému období minulých 2004 až 2008 posuzována **negativněji**, především **v důsledku extrémně pozitivních hodnot dosažené výnosnosti v některých letech minulého období**. Bude-li odhlédnuto od údajů z těchto příznivých období a od negativně hodnoceného vývoje roku 2009, odpovídá situace podniku vývoji minulých let. **Pozitivně lze hodnotit snížení zadlužení společnosti v plánovaném období**, neboť naopak **další zvyšování podílu cizího kapitálu na celkový zdrojích by snižovalo výnosnost vlastního kapitálu**. V případě společnosti nedochází k pozitivnímu pákovému efektu vzhledem k tomu, že rentabilita celkových aktiv dosahovala a i v plánovaném období bude nabývat nižších hodnot (průměrně 3,11%), než poskytovaná průměrná úroková sazba z cizího kapitálu (průměrně 4,3 %). **Vývoj v prognózovaném období lze explicitně posuzovat jako stabilní pouze s rizikem možné ohrožení platební schopnosti společnosti**, což vyplývá z odvozených ukazatelů likvidity.



## 4.7 OCENĚNÍ PODNIKU DLE VYBRANÝCH METOD

### 4.7.1 ODŮVODNĚNÍ VOLBY KONKRÉTNÍCH METOD

Dle přístupu k ocenění na bázi tržního ocenění za účelem stanovení hodnoty podniku pro jeho prodej prozatím neidentifikovanému kupci, jsou považovány za vhodné metody **tržního porovnání a metody výnosové**.

**Metody tržního porovnání** však v podmínkách České republiky narážejí na **omezený trh s podniky**, z hlediska počtu uskutečňovaných transakcí, tak i z hlediska **limitovaného množství informací o uskutečněných transakcích**. Pro konkrétní aplikaci této metody ocenění se **vychází z předpokladu, že existuje určité množství obdobných podniků, které prošly fází ocenění** např. za účelem odprodeje jako celku určitému zájemci. Vzhledem k tomu, že oceněny musejí být dle zákona č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku, i účastnické podíly při převzetí akciové společnosti hlavním akcionářem, **vychází se z jiného předpokladu, pokud by porovnání bylo prováděno s údajem právě o hodnotě podílu takovéto společnosti, že hodnota podílu představuje veřejně dostupný údaje a s největší pravděpodobností odpovídá tržní ceně**. Postup, vedoucí k ocenění zvoleného podniku na principu této metody, bude tudíž spočívat na těchto hypotézách.

**Výnosové metody ocenění podniku**, které se zakládají na úvaze, že **tržní hodnotu podniku je možné odvodit z hodnoty užitků**, čili výnosů, které mohou být odebrány z podniku bez ohrožení dalšího pokračování stávající podnikatelské činnosti, představují vhodný aparát k sestavení tržní hodnoty podniku. Různé metody, řadící se pod tuto kategorii způsobů oceňování, by měly dospět, vzhledem ke své primární myšlence, ke srovnatelným výsledným hodnotám ocenění. Použita bude nejprve **metoda diskontovaného volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele podniku (DFCFF)** a navíc **metoda kapitalizovaných zisků**, která dle teoretických poznatků, odvozuje hodnotu podniku z výnosů, jejichž hodnota se jeví jako nejpravděpodobněji dosažitelná i v budoucnu. Vychází z hodnoty **výnosů, které byly podnikem vytvořeny v minulosti** a z těch, které jsou předvídatelné **v kratším časovém horizontu dle finančních plánů**. Naproti tomu metoda diskontovaných peněžních toků je založena na hodnotách budoucího volného peněžního toku generovaného podnikem v pouze v budoucím období.

## 4.7.2 OCENĚNÍ JEDNOTLIVÝM METODAMI

### 4.7.2.1 METODA TRŽNÍHO POROVNÁNÍ

První fázi, směřující k ocenění konkrétního podniku na principu tržního porovnání za využití transakcí realizovaných u obdobných podniků, představuje **vytvoření souboru relevantních srovnatelných subjektů**<sup>116</sup>. Vybrány jsou tudíž čtyři podniky, které odpovídají požadavkům na významnou shodu s oceňovanou společností, a to s ohledem především na předmět a obor činnosti, právní formu podnikání, objem bilanční sumy a hodnotu základního kapitálu. Přesto je nutné zohlednit omezení spojená s neexistencí shody ve všech parametrech, vztahujících se k těmto porovnávaným entitám a jejich podnikání. Klíčové charakteristiky podniků, které slouží **pro porovnání**, zobrazuje příloha XX. Již zde je patrná odlišnost např. ve výši podílů, v jakých zvolené subjekty tvoří výnosy za jednotlivé své činnosti.

#### ▪ *Základ pro ocenění metodou tržního porovnání*

**Ocenění vybraných srovnatelných podniků** bylo provedeno v letech uvedených v přehledu informací o podnicích dle přílohy XIV za účelem **stanovení hodnoty protiplnění vlastníků účastnických cenných papírů společnosti**. Jak vyplývá z ustanovení §183i až §183m zákona č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku, je osoba, vlastníci minimálně 90 % základního kapitálu společnosti, s níž jsou spojena hlasovací právo a s nimiž je spojen minimálně 90% podíl na hlasovacích právech společnosti, oprávněna požádat představenstvo o svolání valné hromady, která rozhodne o přechodu všech vlastnických účastnických cenných papírů na svou osobu. Vlastníci cenných papírů mají právo na **protiplnění v penězích** v tržní hodnotě, jehož výši určí hlavní akcionář a **doloží ji provedeným znaleckým posudkem**. Vlastní účastnické cenné papíry se rozdělí mezi vlastníky dle poměru jmenovitých hodnot jejich účastnických cenných papírů. Dle §183l podá představenstvo bez zbytečného odkladu po usnesení valné hromady návrh na **zápis do obchodního rejstříku**. Údaj o hodnotě protiplnění za účastnické cenné papíry poté představuje veřejně dostupnou informaci.

Hodnota uvedeného protiplnění, určená znaleckým posudkem, umožní na principu tržní kapitalizace, tzn. násobením celkovým počtem veškerých účastnických cenných papírů o dané nominální hodnotě, **stanovení tržní hodnoty vlastního jmění společnosti**,

---

<sup>116</sup> Vzhledem k anonymitě prováděného ocenění nejsou uváděny ani obchodní firmy srovnatelných podniků a jsou označovány tudíž pouze názvy alfa, beta, gama a delta.

včetně celkové hodnoty neprovozního majetku, náležejícího společnosti, a je tudíž považována za adekvátní zdroj informací pro provedení konkrétního ocenění.

#### ▪ **Multiplikátory a váhy**

Určení tržní hodnoty vlastního jmění oceňované společnosti, dle porovnání s tržním oceněním vybraných podniků, je provedeno prostřednictvím stanovených **multiplikátorů**, které umožní **zohlednit odlišnost absolutních hodnot zvolených charakteristik** jednotlivých podniků. Rovněž se předpokládá, že rozdílné okamžiky provedeného ocenění společností, konkrétně v letech 2005, 2006 a 2008, jsou uplatněním daných multiplikátorů narovnány.

Za účelem upřednostnění charakteristik a vyzdvižení míry podobnosti s parametry oceňovaného podniku se navíc přistupuje **ke stanovení vah pro jednotlivé podniky**. Příloha XVI simuluje princip přiřazení vah jednotlivým společnostem, přičemž podniky v souboru, jejichž parametry dosahují nevyšší srovnatelnosti s oceňovaným podnikem se poté s největší mírou podílejí na hodnotě multiplikátoru za celý soubor.

Multiplikátory, definované jako **poměr tržní hodnoty podílu, tj. akcie, srovnatelné společnosti a zvolené charakteristiky**, zprostředkují výpočet tržní hodnoty akcie oceňovaného podniku ( $H$ ) po vynásobení hodnoty určitého multiplikátoru ( $P/Z_{(SP)}$ ) úrovní charakteristiky ( $Z_{(OP)}$ ), náležející zvolenému oceňovanému podniku. Pokud je do analýzy zapojeno několik srovnatelných podniků, stanoví se hodnota multiplikátorů jako vážený průměr z celého souboru těchto společností.

$$H = Z_{(OP)} * \left( \frac{P}{Z} \right)_{(SP)}^{117}$$

Postup propočtů dle uvedeného principu volí pro vyjádření multiplikátorů následující **porovnatelné charakteristiky**:

- velikost vlastního kapitálu na akcii
- objem celkových tržeb (tržby za prodej zboží a tržby za prodej vlastních výrobků a služeb) na akcii
- čistý zisk (výsledek hospodaření za účetní období) na akcii
- EBIT (výsledek hospodaření před zdaněním plus nákladové úroky)<sup>118</sup> na akcii
- EBIT 2 (provozní výsledek hospodaření plus nákladové úroky)<sup>119</sup> na akcii

<sup>117</sup> Vzorec je odvozen z formulí pro výpočet tržní hodnoty podílu společnosti dle konkrétních multiplikátorů uvedených v kapitole 3.2.1 Metody tržního porovnání, která shrnuje základní principy metody propočtu tržní hodnoty podniku.

<sup>118</sup> Definice EBIT dle většiny pramenů, např. i dle Ministerstva průmyslu a obchodu ČR (Benchmarking: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/ebita/dokument.pdf>).

Na základě uvedených charakteristik jsou následně sestaveny tyto **multiplikátory**:

- tržní cena akcie (P)/ velikost vlastního kapitálu na akcii
- tržní cena akcie (P)/ objem celkových tržeb na akcii
- tržní cena akcie (P)/ čistý zisk na akcii
- tržní cena akcie (P)/ EBIT na akcii
- tržní cena akcie (P)/ EBIT 2 na akcii

**Vstupní údaje pro sestavení hodnot uvedených pěti typů multiplikátorů** ve třech po sobě jdoucích letech u každé ze srovnatelných společností, včetně výchozích charakteristik, odpovídajících oceňované společnosti v letech 2006 až 2008 a jejich průměrné hodnotě za dané tříleté období, uvádí příloha XXII.

Aplikace uvedeného postupu předpokládá **srovnatelnou nominální hodnotu akcií u všech podniků**. Za daným účelem dochází proto ke stanovení jmenovité hodnoty akcií jednotlivých společností na úrovni **1000,- Kč a následně se upravuje celkový počet akcií společnosti**. Základní kapitál oceňované společnosti o hodnotě 110 818 tis. Kč je ve skutečnosti tvořen 4198 ks akcií o nominálních hodnotách od 1000,- do 10 mil. Kč. **Upravený počet akcií společnosti o jmenovité hodnotě 1000,- Kč činí 110 818 kusů**. U srovnatelných podniků je určena dle znaleckého posudku tržní cena akcie o nominální hodnotě taktéž 1000,- Kč a tudíž došlo k určení počtu akcií jednotlivých společností podílem jejich základního kapitálu a nominální hodnoty akcií.

Za tříleté období je **u každého srovnatelného podniku vyjádřena hodnota jednotlivých typů multiplikátorů pro každý rok** a následně je z těchto údajů odvozena **konečná hodnota daných typů multiplikátorů u jednotlivých podniků** prostým aritmetickým průměrem. **Za celý soubor srovnatelných podniků je každý typ multiplikátoru sestaven jako vážený průměr konečného multiplikátoru** každého ze čtyř podniků.

Odvození hodnot multiplikátorů ze souboru podniků konkrétně demonstruje příloha XXI, přitom jednotlivé typy těchto **multiplikátorů**, uplatnitelných pro přímé stanovení tržní hodnoty vlastního jmění společnosti, nabývají následujících hodnot:

- tržní cena akcie (P)/ velikost vlastního kapitálu na akcii = 0,4674
- tržní cena akcie (P)/ objem celkových tržeb na akcii = 0,1240
- tržní cena akcie (P)/ čistý zisk na akcii = 10,6182

---

<sup>119</sup> Složení položky EBIT dle s. 141, Lit. [11] VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2. přepracované vyd. Praha 4: Ekopress, 2006. 465 s. ISBN 80-86929-01-9.

- tržní cena akcie (P)/ EBIT na akcii = 3,6822
- tržní cena akcie (P)/ EBIT 2 na akcii = 3,0132

**Násobením vybraných charakteristik oceňovaného podniku** (tj. velikost vlastního kapitálu na akcii, objem celkových tržeb na akcii, čistý zisk na akcii, EBIT na akcii, EBIT 2 na akcii) **příslušným násobitelem**, je vyjádřena **tržní hodnota akcie společnosti o nominální hodnotě 1000,- Kč** v různých úrovních odpovídající zvolenému typu multiplikátoru. Následně je na **principu tržní kapitalizace** odvozena **tržní hodnota vlastního jmění společnosti**. Vzhledem k tomu, že vstupní údaje o tržní hodnotě akcií srovnatelných společností **vycházely z ocenění vlastního jmění společnosti včetně veškerých i provozně nepotřebných aktiv**, musí se připustit, že odvozená tržní hodnota vlastního kapitálu oceňované společnosti již taktéž **zahrnuje hodnotu provozně nepotřebných aktiv**.

Uvedené částky, dle níže zobrazené tabulky, znázorňují **tržní hodnotu vlastního jmění společnosti**, která se pohybuje v závislosti na zvoleném multiplikátoru od hodnoty **43,537 mil. Kč** dle použitého násobitele EAT na akcii až do hodnoty **90,377 mil. Kč** dle multiplikátoru celkové tržby na akcii.

| hodnoty oceňovaného podniku                             | vlastní kapitál na akcii | celkové tržby na akcii | EBIT na akcii | EAT na akcii | EBIT 2 (Provozní zisk včetně + úroky) na akcii |
|---|--------------------------|------------------------|---------------|--------------|--|
|   | 1332                     | 6577                   | 112           | 37           | 233  |
| multiplikátor odvozený ze souboru srovnatelných podniků | P/BV                     | P/S                    | P/EBIT        | P/EPS        | P/EBIT 2                                       |
| oceňovaného podniku (Kč)                                | 0,4674                   | 0,1240                 | 3,6822        | 10,6182      | 3,0132   |
|   | 623                      | 816                    | 413           | 393          | 702  |
| tržní kapitalizace (Kč)                                 | 68 992 716               | 90 377 398             | 45 757 137    | 43 537 444   | 77 739 860                                     |

TABULKA Č. 35: ODVOZENÍ TRŽNÍ KAPITALIZACE

Zdroj: data zjištěná z výročních zpráv vybraných akciových společností zahrnutých do datové základny a z účetních výkazů oceňovaného subjektu, vlastní dopočty provedeny na základě těchto podkladů

Bude-li snahou odvodit **tržní hodnotu podniku jako celku, tzn. hodnotu obchodního jmění**, je nutné k získaným částkám **připočíst hodnotu dluhů k okamžiku ocenění společnosti, tj. 224 720 tis. Kč**. Tržní hodnota společnosti se poté může rovnat hodnotě v rozmezí **od 268,257 mil. do 315,097 mil. Kč**.

#### 4.7.2.2 VÝNOSOVÉ METODY OCENĚNÍ

##### 4.7.2.2.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

Princip ocenění podniku dle metody diskontovaných peněžních toků (DCF) spočívá v předpokladu, že hodnota podniku by měla odpovídat budoucím užitkům plynoucích z tohoto subjektu. V této souvislosti je tedy primární vyjádřit hodnotu těchto užitků, tzn. takových **peněžních prostředků generovaných podnikem, které jsou po zajištění dalšího fungování podnikové činnosti volně k dispozici investorům, tzn. vlastníkům společnosti i jejím věřitelům**. Hodnota těchto budoucích volných peněžních toků musí být

**převedená na současnou hodnotu** k datu ocenění podniku za uplatnění adekvátní úrokové sazby, která odpovídá požadovanému zúročení vloženého kapitálu. V případě volby vyjádření volného peněžního toku na úrovni, jak pro vlastníky, tak věřitele (DFCF – Discounted Cash Flow to the Firm), je nutné stanovit úrokovou sazbu jako **průměrné vážené náklady kapitálu** (WACC – Weighted Average Cost of Capital). Současná hodnota těchto veškerých budoucích užitek, které bude podnik zajišťovat, představuje **tržní hodnotu podniku jako celku**.

Ke stanovení základu pro výpočet hodnoty podniku dle modelu DCF je zvolen **dvoufázový model**. První fáze, která zahrnuje predikovanou úroveň dosahovaného FCFF, byla stanovena na období **5 let od roku 2009 do roku 2013**. Druhá fáze představuje **období, následující po roce 2013**, kdy se předpokládá nepřetržité fungování podnikatelské činnosti společnosti.

#### **4.7.2.2.1.1 Volný peněžní tok pro firmu**

Hodnotu volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele společnosti (FCFF) odvozujeme z **provozního výsledku hospodaření po zdanění**, k němuž je připočtena hodnota **odpisů a jiných nepeněžních operací**. Tímto postupem bude vyjádřena hodnota FCFF v brutto stavu, od níž je dále nutné **odečíst hodnotu provozně nutných investic a s ním souvisejícího zvýšení pracovního kapitálu** v každém z let plánovaného období.

Vstupní data, potřebná pro **sestavení hodnot FCFF**, zahrnují<sup>120</sup> provozní výsledek hospodaření před zdaněním, odvozenou částku placených daní z hodnoty provozního výsledku hospodaření, hodnoty odpisů, rezerv, investiční výdaje do provozně nutného dlouhodobého hmotného majetku, včetně úrovně změny pracovně nutného pracovního kapitálu. Provozní výsledek hospodaření je navíc nutné očistit o položky přímo nesouvisející s běžným provozem podniku, tzn. výnosy a náklady, vztahující se k prodeji dlouhodobého majetku a materiálu.

$$FCFF_t = EBIT_t * (1-t) + ODP_t - \Delta WC_t - INV_t \quad ]^{121}$$

Predikované hodnoty položek tvořících volný peněžní tok v letech 2009 až 2013 a navazující 2. fáze vycházejí z provedené strategické analýzy a sestaveného finančního

<sup>120</sup> Blíže uvádí podkapitola 3.2.2.1 Metoda diskontovaných peněžních toků.

<sup>121</sup> Vzorec pro výpočet FCFF je převzat ze s. 136, Lit. [3] KISLINGEROVÁ, E.: Oceňování podniku. 1 vyd. Praha: C. H. Beck, 1999. ISBN 80-7179-227-6. Jako EBIT je dosazena hodnota upraveného provozního výsledku hospodaření před zdaněním, která nejněvčetněji odpovídá tokům generovaným podnikem z běžné provozní činnosti.

plánu<sup>122</sup>. Posloupnost sestavení hodnoty FCF brutto, včetně finální hodnoty volného peněžního toku v letech 2004 až 2013 i pokračující fáze, simuluje následující tabulka.

| vyjádření volného peněžního toku pro firmu - FCFF                            |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| výpočet FCFF   | minulost     |              |              |              |              | predikce     |              |              |              |              |              |
|  | 2004         | 2005         | 2006         | 2007         | 2008         | 2009         | 2010         | 2011         | 2012         | 2013         | 2. fáze      |
| provozní HV před úroky a daněmi [tis. Kč]                                    | 8451         | 4922         | 7091         | 20372        | 18236        | 10215        | 13720        | 13996        | 14457        | 14447        | 14428        |
| - daň z provozního zisku před úroky a daněmi [tis. Kč]                       | 2366         | 1280         | 1702         | 4889         | 3830         | 2043         | 2607         | 2659         | 2747         | 2745         | 2886         |
| + odpisy (ze stálých provozně potřebných aktiv) [tis. Kč]                    | 10506        | 11236        | 11166        | 10976        | 9459         | 10866        | 10866        | 10866        | 10866        | 11349        | 11853        |
| + tvorba rezerv (dlouhodobých) [tis. Kč]                                     | 1904         | 7055         | -269         | -11614       | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>BRUTTO FCFF [tis. Kč]</b>   | <b>18495</b> | <b>21933</b> | <b>16286</b> | <b>14845</b> | <b>23865</b> | <b>19039</b> | <b>21980</b> | <b>22203</b> | <b>22577</b> | <b>23051</b> | <b>23395</b> |
| - investice do provozně nutného dlouhodobého majetku (netto) [tis. Kč]       | -1604        | 517          | 14811        | -10089       | 1779         | 0            | 0            | 0            | 0            | 4165         | 4350         |
| - zvýšení provozně nutného pracovního kapitálu [tis. Kč]                     | 0            | 19933        | 2665         | -13032       | 20219        | 14328        | 1542         | 11568        | 2840         | 2911         | 2984         |
| <b>volný peněžní tok pro firmu FCFF (pro akcionáře i věřitele) [tis. Kč]</b> | <b>20099</b> | <b>1483</b>  | <b>-1190</b> | <b>37966</b> | <b>1867</b>  | <b>4711</b>  | <b>20438</b> | <b>10636</b> | <b>19737</b> | <b>15975</b> | <b>16060</b> |

TABULKA Č. 36: SESTAVENÍ HODNOT FCFF

Zdroj: vlastní dopočet dle údajů z výročních zpráv včetně účetních výkazů společnosti

#### 4.7.2.2.1.2 Průměrné vážené náklady kapitálu – WACC

Vyjádřené sumy budoucích peněžních toků pro vlastníky a věřitele (FCFF) je žádoucí převést na současnou hodnotu, tzn. k období prováděného ocenění podniku. Zabývají-li se úvahy o použité úrovni **peněžních toků, jak pro vlastníky, tak věřitele společnosti**, úroková míra, která se uplatní pro přepočet na požadovanou současnou hodnotu plateb, zahrnuje **náklady na vlastní i cizí úročený kapitál**. Princip výpočtu této úrokové míry odpovídá vzorci tzv. **vážených průměrných nákladů kapitálu (WACC – Weighted Average Capital Cost)**<sup>123</sup> a je tedy adekvátní struktura vlastních a cizích úročených zdrojů a hodnotám příslušných úrokových měr těchto složek.

#### ▪ Struktura vloženého kapitálu

| úročený kapitál                            | 1. fáze |        |        |        |        |        | 2. fáze |
|--|---------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
|  | 2008    | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   |         |
| Vlastní kapitál (VK) [tis. Kč]             | 160326  | 171136 | 179804 | 188930 | 198822 | 208697 | 218419  |
| Bankovní úvěry a výpomoci (B) [tis. Kč]    | 224720  | 222717 | 215599 | 217305 | 210254 | 207456 | 205070  |
| - Bankovní úvěry dlouhodobé (DL) [tis. Kč] | 12525   | 13062  | 2226   | 1050   | 6274   | 28968  | 22870   |
| - Krátkodobé bankovní úvěry (KR) [tis. Kč] | 212195  | 209655 | 213373 | 216255 | 203980 | 178488 | 182200  |
| celkový úročený kapitál (K)                | 385046  | 393853 | 395403 | 406235 | 409076 | 416153 | 423489  |
| podíl na celkovém úročeném kapitálu        |         |        |        |        |        |        |         |
| podíl VK/K                                 | 41,64%  | 43,45% | 45,47% | 46,51% | 48,60% | 50,15% | 51,58%  |
| podíl B/K                                  | 58,36%  | 56,55% | 54,53% | 53,49% | 51,40% | 49,85% | 48,42%  |
| podíl DL/K                                 | 3,25%   | 3,32%  | 0,56%  | 0,26%  | 1,53%  | 6,96%  | 5,40%   |
| podíl KR/K                                 | 55,11%  | 53,23% | 53,96% | 53,23% | 49,86% | 42,89% | 43,02%  |

TABULKA Č. 37: STRUKTURA ÚROČENÉHO KAPITÁLU

Zdroj: vlastní dopočet dle údajů z účetních výkazů společnosti

První etapa postupu, směřující k určení hodnoty úrokové sazby (WACC), představuje **vymezení podílu jednotlivých složek kapitálu**. S cílem dospět k hodnotě WACC pro 1. fázi bude využita vykázaná účetní struktura kapitálu z 31. 12. 2008, zatímco

<sup>122</sup> Veškeré hodnoty nutné pro sestavení hodnot FCFF v minulém i plánovaném období zobrazuje a objasňuje kapitola 4.6 Finanční plán.

<sup>123</sup> Uvádí např. na s. 277 Lit. [11]VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2. přepracované vyd. Praha 4: Ekopress, 2006. 465 s. ISBN 80-86929-01-9.

pro 2. fázi bude zohledněna struktura kapitálu dle finančního plánu (kapitola 4.6. Finanční plán).

▪ **Úrokové sazby z jednotlivých složek kapitálu**

Druhá etapa přistupuje k stanovení **úrokové sazby** z krátkodobého a dlouhodobého zpoplatněného **cizího kapitálu** a sazby adekvátní požadovanému zhodnocení **vlastního kapitálu**.

**Úroková sazba z krátkodobého cizího kapitálu**

Předpokládá se, že **krátkodobý cizí kapitál** je úročen sazbou, která zahrnuje tzv. „bezrizikovou sazbu“, zvolenou na úrovni **tříměsíční sazby PRIBOR** stanovené na mezibankovním trhu (PRIBOR 3M), a dále tzv. rizikovou přírážku.

| PRIBOR 3M       | rok  | 1. fáze - predikce |      |      |      |      |                  |      |      |      |      | 2. fáze                                |
|-----------------|------|--------------------|------|------|------|------|------------------|------|------|------|------|--|
|                 |      | predikce mfr       |      |      |      |      | vlastní predikce |      |      |      |      | průměr za předchozí období 2004 - 2010 |
|                 |      | 2004               | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009             | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |  |
| roční sazba v % | 2,36 | 2,01               | 2,30 | 3,09 | 4,04 | 2,20 | 2,30             | 2,30 | 2,30 | 2,30 | 2,28 | 2,52                                   |

TABULKA Č. 38: PRIBOR 3M

Zdroj: predikce Ministerstva financí ČR [9E], vlastní odhad a dopočet

Společnosti byly v letech 2004 až 2008 poskytovány krátkodobé bankovní úvěry s přírážkou 0,75 až 1,9% v závislosti na formě úvěru (kontokorentní 0,75%, 1,9%, revolvingový 1,25%, 1,4%) a dle bankovního ústavu. S přihlédnutím k této skutečnosti a k vývoji ukazatele úrokového krytí v letech 2004 až 2008 je následně dle hodnoty tohoto ukazatele, vztahujícího se k jednotlivým rokům predikované 1. fáze, odhadnuta **přírážka** pro rok 2009 **1,9 %**, pro roky 2010 až 2012 **1,8 %** a pro rok 2013 **1,5 %**. Pro **2. fázi** je stanovena úroveň přírážky **1,5 %**, neboť se předpokládá zvýšení ukazatele úrokového krytí a nárůst podílu vlastního kapitálu na celkových zdrojích. Hodnoty ukazatele úrokového krytí jsou ve 2. fázi odhadnuty na vyšší úrovni oproti hodnotám v letech 1. fáze, ale stále je tato hodnota nižší, než vyjádřený průměr za období 2004 až 2008.

|   | minulost  |      |      |      |      | průměrná hodnota ukazatele | 1. fáze |       |       |       |       | 2. fáze |
|---|---|------|------|------|------|----------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|---------|
|   | 2004  | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |                            | 2009    | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  |         |
| Úrokové krytí II. ((EBIT+odpisy) / úroky) | 2,96  | 3,90 | 2,85 | 2,76 | 2,17 | 2,93                       | 2,26    | 2,61  | 2,64  | 2,68  | 2,73  | 2,78    |
| riziková přírážka                         | vážený aritmetický průměr rizikových přírážek udělených bankami v minulosti |      |      |      |      | 1,10%                      | 1,50%   | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,30%   |

TABULKA Č. 39: STANOVENÍ RIZIKOVÉ PŘÍRÁŽKY

Zdroj: výroční zprávy společnosti, vlastní dopočet dle finanční analýzy a finančního plánu

Níže zobrazená tabulka demonstruje odvození hodnot nákladů na úročený krátkodobý cizí kapitál jako součet průměrné hodnoty PRIBOR 3M a rizikové přírážky, tj. v letech 1. fáze **4,18 %** přes **4,08 %** po **3,78 %** a pro 2. fázi **4,02 %**.



|         | rok  | PRIBOR 3M [%] | riziková přírážka [%] | úroková sazba z krátkodobého cizího kapitálu [%] |
|---------|------|---------------|-----------------------|--|
| 1. fáze | 2009 | 2,28          | 1,90                  | 4,18   |
|         | 2010 | 2,28          | 1,80                  | 4,08   |
|         | 2011 | 2,28          | 1,80                  | 4,08   |
|         | 2012 | 2,28          | 1,80                  | 4,08   |
|         | 2013 | 2,28          | 1,50                  | 3,78   |
| 2. fáze |      | 2,52          | 1,50                  | 4,02   |

TABULKA Č. 40: SESTAVENÍ ÚROKOVÉ SAZBY KRÁTKODOBÉHO CIZÍHO KAPITÁLU  
Zdroj: vlastní dopočet

#### ▪ Úroková sazba z dlouhodobého cizího kapitálu

Stanovení úrokové sazby z dlouhodobého cizího kapitálu předpokládá kromě rizikové přírážky obdobně i tzv. „bezrizikovou sazbu“, stanovené na úrovni kupónové sazby, jíž jsou zhodnocovány desetileté státní dluhopisy. Použita bude riziková přírážka odhadnutá opět dle vývoje ukazatele úrokového krytí, pro rok 2009 **1,9 %**, pro roky 2010 až 2012 **1,8 %**, pro rok 2013 **1,5 %** a pro 2. fázi **1,5 %**. Odhad uvažuje s úročením cizího dlouhodobého kapitálu v 1. fázi v roce 2009 **6,9 %**, v letech 2010 až 2012 **6,8 %**, v roce 2013 **6,5 %** a ve 2. fázi **5,74 %**.

| dlouhodobé úrokové sazby | rok | 1. fáze  | 2. fáze   |      |      |      |      |               |     |  |
|--------------------------|-----|--|---|------|------|------|------|---------------|-----|--|
|                          |     | emitované dlouhodobé státní dluhopisy (srpen 2009) [10E] | desetileté státní dluhopisy pro konvergenční účely (výnos 10letých státních dluhopisů pro konvergenční účely podle statistiky ČNB. Slouží k posouzení výše dlouhodobých úrokových sazeb podle Maastrichtských kritérií.) (2) [9E] |      |      |      |      |               |     |  |
|                          |     |  | 2004  | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | predikce mfcf |     | průměrná hodnota za předchozí období 2004 - 2010 |
| roční sazba v %          |     | 5,00   | 4,75  | 3,51 | 3,78 | 4,28 | 4,55 | 4,3           | 4,5 | 4,24   |

TABULKA Č. 41: ÚROKOVÉ SAZBY II

Zdroj: predikce Ministerstva financí ČR [9E], údaje zveřejněné ministerstvem financí ČR [10E] a vlastní dopočet

|         | rok  | kupónové sazby z dlouhodobých státních dluhopisů [%] | riziková přírážka [%] | úroková sazba z dlouhodobého cizího kapitálu [%] |
|---------|------|--|-----------------------|--|
| 1. fáze | 2009 | 5,00   | 1,90                  | 6,90   |
|         | 2010 | 5,00   | 1,80                  | 6,80   |
|         | 2011 | 5,00   | 1,80                  | 6,80   |
|         | 2012 | 5,00   | 1,80                  | 6,80   |
|         | 2013 | 5,00   | 1,50                  | 6,50   |
| 2. fáze |      | 4,24   | 1,50                  | 5,74   |

TABULKA Č. 42: SESTAVENÍ ÚROKOVÉ SAZBY DLOUHODOBÉHO CIZÍHO KAPITÁLU  
Zdroj: vlastní dopočet

#### ▪ Úroková sazba, vztažená k vlastnímu kapitálu

Náklady vlastního kapitálu je nutné vyjádřit úrokovou sazbou, která by byla **dosažitelná z alternativní investice** do obdobného podniku. Odborná literatura doporučuje uplatnit k nalezení této sazby a následně nákladů vlastního kapitálu **metodu CAPM, tj. model oceňování kapitálových aktiv (Capital Asset Pricing Model)**.

Princip propočtu je založen na vztahu mezi výnosností a rizikem daného cenného papíru. Vzhledem k tomu, že tuzemský kapitálový trh nedisponuje dostatečnou základnou vstupních dat, využívají se **údaje z kapitálového trhu Spojených států amerických**, které se dále **upraví o aktuální riziko, související s konkrétní zemí**.

Výnosnost individuální akcie podniku je dána součtem výnosnosti bezrizikových investic a rizikové prémie individuální akcie oceňovaného podniku, jak popisuje následující vzorec.

$$V_i = V_b + \beta * R_i \quad V_i = V_b + \beta * (V_i - V_b)$$

▪ **Bezriziková úroková sazba**

Pro stanovení **bezrizikové úrokové sazby** doporučuje Mařík<sup>125</sup> uplatnit **desetileté státní dluhopisy**. Vzhledem k tomu, že ocenění je prováděno v nominálních hodnotách, použije se za výchozí **úroková sazba z dlouhodobých (desetiletých) státních dluhopisů USA<sup>126</sup> (T-bonds)**. Pro 1. fázi je použita aktuální hodnota této sazby, tzn. průměr za měsíc červenec 2009 **4,24%**<sup>127</sup>, zatímco pro druhou fázi je zvolena hodnota, vycházející z průměrné sazby za období od roku 2000, tj. přibližně **5%**.

▪ **Tržní riziková přírážka**

Druhá část vzorce, vyjadřující **rizikovou přírážku konkrétního podniku**, je odvozena z hodnoty **tržní rizikové přírážky**, neboli prémie za tržní riziko, násobené **koeficientem beta**. Tržní, obecné či systematické riziko postihuje všechny podniky v odvětví, přičemž citlivost na změnu faktorů tržního rizika pro daný podnik udává koeficient beta. Tento koeficient tedy vyjadřuje, **o kolik se změní výnosnost akcie daného podniku, pokud dojde ke změně výnosnosti na kapitálovém trhu jako celku o jednotku**. Koeficient beta pro daný podnik je odvozen z hodnot **koeficientu beta za odvětví „Potravinařství“ v USA („Food Processing“)**.

▪ **Koeficient beta**

Koeficient beta, vyjadřující relativní úroveň tržního rizika, zahrnuje jak riziko obchodní plynoucí z činnosti v daném odvětví, tak riziko finanční spjaté s danou kapitálovou strukturou podniku. **Průměrný zadlužený koeficient beta podniků v odvětví**, stanovený dle průměrné kapitálové struktury v tržních hodnotách, je nutné **převést na hodnotu odpovídající plnému financování vlastním kapitálem**, tj. **beta nezadlužená** ( $\beta_{VK}$ , *beta unlevered*), a následně tento koeficient vyjadřující obchodní riziko použít pro výpočet koeficientu beta oceňovaného podniku (koeficient beta zadlužená) při jeho úrovni finanční páky.

<sup>124</sup> převzato ze s. 232, Lit. [11] VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2. přepracované vyd. Praha 4: Ekopress, 2006. 465 s. ISBN 80-86929-01-9.

<sup>125</sup> cit. s. 81, Lit. [7] MAŘÍK, M. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha 4: Ekopress, 1996. ISBN 901991-1-9.

<sup>126</sup> Příloha XXIV – zdroj [17E] United States – Department of The Treasury. *Interest Rate Statistics*. [online]. [cit. 2009-07-24]. Dostupný z WWW: <http://www.ustreas.gov/offices/domestic-finance/debt-management/interest-rate/ltcompositeindex.shtml>

|                     |                  |                  |   |   |                     |
|---------------------|------------------|------------------|---|---|---------------------|
| odvětví<br>průmyslu | počet<br>podniků | průměrná<br>beta | průměrná tržní hodnota<br>finanční páky (CK/VK) | sazba daně z příjmů<br>právnických osob | nezadlužená<br>beta |
| potravinářství      | 109              | 0,8              | 35,15%  | 21,67%                                  | 0,63                |

TABULKA Č. 43: KOEFICIENT BETA NEZADLUŽENÝ – ODVĚTVÍ

Zdroj: [15E]Damodaran Online. *Betas*. [online]. [cit. 2009-07-25]. Dostupný z WWW: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betas.xls>

$$\beta_{VK} = \frac{\beta_p}{1 + (1 - d) * \frac{CK}{VK}} \quad 128$$

|              |  |
|--------------|--|
| $\beta_{VK}$ | beta vlastního kapitálu                        |
| $\beta_p$    | beta podniku při jistém podílu cizího kapitálu |
| $d$          | sazba daně z příjmů                            |
| $CK$         | cizí kapitál v tržní hodnotě                   |
| $VK$         | vlastní kapitál v tržní hodnotě                |

**Hodnota koeficientu beta oceňovaného podniku** je odvozena dle uvedeného vzorce zakomponováním vstupních dat, tj. **průměrné nezadlužené bety pro konkrétní odvětví** ve Spojených státech amerických, **sazby daně z příjmů právnických osob** a **úrovně finančních pák**, odpovídající poměru tržní hodnoty cizího a vlastního kapitálu.

| rok                                    | 2009    | 2010    | 2011    | 2012    | 2013    | 2. fáze |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| finanční páka (CK/VK)                  | 189,06% | 176,53% | 164,15% | 153,18% | 145,32% | 138,47% |
| daňová sazba z příjmů právnických osob | 20%     | 19%     | 19%     | 19%     | 19%     | 20%     |
| koeficient beta nezadlužený - odvětví  | 0,63    | 0,63    | 0,63    | 0,63    | 0,63    | 0,63    |
| koeficient beta podniku - zadlužený    | 1,58    | 1,53    | 1,47    | 1,41    | 1,37    | 1,33    |

TABULKA Č. 44: KOEFICIENT BETA PODNIKU

Zdroj: vlastní dopočet dle finančního plánu, vývoje daňové sazby a hodnotách koeficientu beta odvětví[15E]

### Tržní riziková prémie

Koeficientem beta je násobena hodnota **tržní rizikové prémie** kapitálového trhu, která se odvozuje z rozdíl mezi průměrnou dlouhodobou výnosností trhu a bezrizikovou úrokovou mírou. Podle statistik profesora Damodarana<sup>129</sup> je zvolena na přírážka na úrovni **4,79 %** pro 1. i 2. fázi.

#### ▪ Teritoriální riziková přírážka (TRP)

Do původního vzorce výnosnosti vlastního kapitálu dle modelu oceňování kapitálových aktiv je žádoucí vložit **rizikovou přírážku vztahující se k zemi**, ve kterém působí oceňovaný podnik.

$$V_i = V_b + \beta * (V_t - V_b) + TRP$$

Česká národní banka publikuje **srovnání ratingového ohodnocení jednotlivých zemí** (sovereign rating) [16E], která provádí agentury **Moody's**, Česká republika dosahuje hodnot **A1** dle Moody's, **A+** dle **Standard & Poor's** a **Fitch**. Profesor Damodaran [14E] přiřazuje rizikovou přírážku pro jednotlivé země (Country Risk Premium) dle jejich

<sup>128</sup> Převzato ze s. 80, Lit. [7] MAŘÍK, M. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha 4: Ekopress, 1996. ISBN 901991-1-9.

<sup>129</sup> [29E] Damodaran Online. *DCF Valuation*. [online]. [cit. 2009-07-25]. Dostupný z WWW: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/DCFprojectreview.htm](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/DCFprojectreview.htm)

ratingového ohodnocení stanoveného agenturou Moody's. Pro Českou republiku je k roku 2009 určena přírážka **2,10 %**, přitom se předpokládá, že stejná úroveň bude stanovena i pro následující roky.

**Náklady vlastního kapitálu** jsou následně vyjádřeny ze získaných vstupních hodnot pro jednotlivé roky 1. fáze a pro druhou fázi.

| rok                                | 2009          | 2010          | 2011          | 2012          | 2013          | 2. fáze       |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| bezriziková úroková sazba          | 4,24%         | 4,24%         | 4,24%         | 4,24%         | 4,24%         | 5%            |
| koeficient beta zadlužený          | 1,58          | 1,53          | 1,47          | 1,41          | 1,37          | 1,33          |
| tržní riziková prémie (Rt=Vr-Vb)   | 4,79%         | 4,79%         | 4,79%         | 4,79%         | 4,79%         | 4,79%         |
| teritoriální riziková přírážka TRP | 2,10%         | 2,10%         | 2,10%         | 2,10%         | 2,10%         | 2,10%         |
| <b>náklady vlastního kapitálu</b>  | <b>13,92%</b> | <b>13,67%</b> | <b>13,37%</b> | <b>13,10%</b> | <b>12,91%</b> | <b>13,46%</b> |

TABULKA Č. 45: NÁKLADY VLASTNÍHO KAPITÁLU

Zdroj: vlastní dopočet dle zjištění uvedených v kapitole 4.6.5.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

#### ▪ **Hodnoty průměrných vážených nákladů kapitálu**

Podklady o hodnotách daňové sazby z příjmů právnických osob, o poměrech vlastního kapitálu a taktéž poměrech dluhů na zdrojích financování v jednotlivých letech zvoleného období, umožní stanovit údaj o **průměrných nákladech kapitálu** podle níže uvedeného vzorce.

$$WACC = r_d * (1 - t) * \frac{CK}{K} + r_{vk} * \frac{VK}{K} \quad 130$$

| rok   | 2009         | 2010         | 2011         | 2012         | 2013         | 2. fáze      |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| krátkodobý cizí kapitál [tis. Kč]                 | 209655       | 213373       | 216255       | 203980       | 178488       | 182200       |
| úroková sazba z krátkodobého cizího kapitálu (i1) | 4,18%        | 4,08%        | 4,08%        | 4,08%        | 3,78%        | 4,02%        |
| dlouhodobý cizí kapitál [tis. Kč]                 | 13062        | 2226         | 1050         | 6274         | 28968        | 22870        |
| úroková sazba z dlouhodobého cizího kapitálu (i2) | 6,90%        | 6,80%        | 6,80%        | 6,80%        | 6,50%        | 5,74%        |
| průměrné náklady cizího kapitálu (i a)            | 4,34%        | 4,11%        | 4,09%        | 4,16%        | 4,16%        | 4,21%        |
| úročný cizí kapitál [tis. Kč] (CK)                | 222717       | 215599       | 217305       | 210254       | 207456       | 205070       |
| daňová sazba z příjmů právnických osob            | 20%          | 19%          | 19%          | 19%          | 19%          | 20%          |
| náklady vlastního kapitálu (i vk)                 | 13,92%       | 13,67%       | 13,37%       | 13,10%       | 12,91%       | 13,46%       |
| vlastní kapitál [tis. Kč] (VK)                    | 171136       | 179804       | 188930       | 198822       | 208697       | 218419       |
| úročný kapitál celkem [tis. Kč] (K)               | 393853       | 395403       | 406235       | 409076       | 416153       | 423489       |
| <b>průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)</b>    | <b>8,50%</b> | <b>8,46%</b> | <b>8,41%</b> | <b>8,51%</b> | <b>8,55%</b> | <b>8,98%</b> |

TABULKA Č. 46: PRŮMĚRNÉ VÁŽENÉ NÁKLADY KAPITÁLU

Zdroj: vlastní dopočet

#### 4.7.2.2.1.3 **Hodnota podniku dle metody DCF**

Použitá metoda odvodí **přímo tržní hodnotu podniku jako celku** součtem sumy **diskontovaných volných peněžních toků v 1. fázi** a **diskontované pokračující hodnoty v 2. fázi**.

Diskontování volných peněžních toků je provedeno prostřednictvím **průměrných vážených nákladů kapitálu, vypočtenými pro jednotlivé roky 1. fáze**, tj. pro roky 2009 až 2013. Hodnota 1. fáze činí dle uvedeného postupu **54 900 tis. Kč**.

Jestliže se pro pokračující hodnotu uvažuje s **konstantním růstem volného peněžního toku**, je nutné zohlednit jeho průměrný meziroční růst v letech 2004 až 2013,

<sup>130</sup> Převzato ze s. 86, Lit. [7] MAŘÍK, M. Oceňování podniku. 1. vyd. Praha 4: Ekopress, 1996. ISBN 901991-1-9.

tj. 6,14 %, prognózovaný vývoj hlavního generátoru hodnoty<sup>131</sup> – tržeb z prodeje zboží, tj. meziroční růst 3,39 % a z prodeje vlastních výrobků a služeb, tj. meziroční nárůst 1,34 % a vývoj potenciálního produktu, mezi lety 2000 až 2008, tj. průměrně meziročně 3,5 %. S ohledem zejména na prognózovaný růst tržeb z prodeje vlastních výrobků a tržeb, je zvoleno tempo růstu volného peněžního toku v dlouhodobém časovém horizontu meziročně ve výši **3,2 %**, tedy na úrovni nižší než je potenciální růst produktu i vývoje volného peněžního toku podniku do konce roku 2013. **Propočet současné hodnoty 2. fáze** volných peněžních toků je proveden dle Gordonova vzorce, který zahrnuje predikovaný růst (g) volného peněžního toku (FCF) a využívá k diskontování průměrné vážené náklady kapitálu, stanovení pro období po roce 2013 ( $t+1$ ), čímž dospěje k hodnotě 180 752 tis. Kč.:

$$H_2 = \frac{FCF_{t+1}}{(1 + WACC_{t+1})^t} \quad H_2 = \frac{16060}{(1 + 0,0898)^5} = 180752 \text{ tis. Kč}$$

| propočet hodnoty 1. a 2. fáze                                    |        |       |       |       |       |                     |
|--|--------|-------|-------|-------|-------|---------------------|
|  | 2009   | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | pokračující hodnota |
| FCFF [tis. Kč]   | 4711   | 20438 | 10636 | 19737 | 15975 | 16060               |
| průměrné náklady kapitálu  | 8,50%  | 8,46% | 8,41% | 8,51% | 8,55% | 8,98%               |
| diskontovaná hodnota FCFF - 1. fáze [tis. Kč]                    | 54 900 |       |       |       |       |                     |
| prognózované tempo růstu FCFF                                    |        |       |       |       |       | 3,2%                |
| diskontovaná pokračující hodnota - 2. fáze [tis. Kč]             |        |       |       |       |       | 180752              |
| hodnota podniku celkem [tis. Kč]                                 |        |       |       |       |       | 235652              |
| hodnota podniku jako celku včetně neprovozního majetku [tis. Kč] |        |       |       |       |       | 296742              |

TABULKA Č. 47: VÝPOČET HODNOTY PODNIKU JAKO CELKU METODOU DCF

Zdroj: vlastní dopočet

**Hodnota podniku jako celku včetně ocenění provozně nepotřebných aktiv, tzn. hodnota obchodního jmění**, je odhadnuta dle uvedených propočetů na úrovni **296 742 tis. Kč**. K vyjádření hodnoty vlastního jmění společnosti je nutné zohlednit její vlastnictví neprovozního majetku v celkové částce 61 090 tis. Kč a odečíst sumu dluhů v hodnotu k datu ocenění, tj. 224 720 tis. Kč. **Vlastní jmění společnosti, tzn. čistý obchodní majetek**, je stanoveno v hodnotě **72 022 tis. Kč**.

|   |   |        |
|---|---|--------|
| hodnota podniku celkem bez neprovozního majetku [tis. Kč]             |   | 235652 |
| hodnota současných dluhů [tis. Kč]                                    | - | 224720 |
| hodnota neprovozního majetku [tis. Kč]                                | + | 61090  |
| hodnota vlastního jmění podniku včetně neprovozního majetku [tis. Kč] |   | 72022  |

TABULKA Č. 48: HODNOTA VLASTNÍHO JMĚNÍ PODNIKU DLE METODY DCF

Zdroj: vlastní dopočet

<sup>131</sup> Uvádí kapitola 4.6.1 Analýza a prognóza generátorů hodnot.

<sup>132</sup> Výpočet vychází z převzatých vzorců dle kapitoly 3.2.2.1 Metoda diskontovaných peněžních toků.

#### 4.7.2.2.2 Metoda kapitalizovaných zisků

Tato metoda<sup>133</sup> umožňuje přímé stanovení hodnoty vlastního jmění podniku, která bude dle vymezeného principu odvozena z hodnoty **tzv. trvale udržitelného zisku** společnosti, který může být odňat z podniku bez narušení jeho dalšího fungování ve svém oboru. Metoda stojí na omezujících podmínkách **nekonečně dlouhého trvání firmy**, dostatečných údajů o **výši a tvorbě zisku v minulosti** a **investicích, vynakládaných pouze do úrovně tvořených odpisů**, tj. prostá reprodukce.

Využívány jsou dvě varianty výpočtu hodnoty vlastního kapitálu společnosti, tj. paušální metoda, vycházející z minulých upravených zisků a metoda analytická, uplatňující, jak hodnoty minulých zisků, tak predikované úrovně zisků v budoucí časovém horizontu. Bude-li provedena **analýza hospodářské činnosti podniku a predikována hodnota budoucích výnosů**, včetně odhadu upravené úrovně zisků, které je možné každoročně v budoucnu odejmout z podniku bez ohrožení nadcházející podnikatelské činnosti, je možné využít princip **analytické metody**.

**Hodnoty zisků za minulá období** pěti let jsou čerpány z výkazů zisk a ztrát společnosti z let 2004 až 2008 a pro **budoucí období** jsou převzaty z plánového výkazu zisku a ztrát pro rok 2009 až 2013<sup>134</sup>. Tyto hodnoty musejí být **upraveny o částky mimořádných výnosů a nákladů** u činností, které mají jen přechodný charakter a nesouvisí s hlavními předměty podnikání společnosti. Odečteny budou např. mimořádné výnosy a náklady související s prodejem části podniku v roce 2007, k čemuž došlo vzhledem ukončení činnosti v rámci rostlinné výroby, produkce mléka a chovu skotu.

**Z řady minulých a predikovaných úrovní upravených zisků** lze odvodit hodnotu **trvale udržitelného zisku** prostřednictvím **stanovených vah**, v závislosti na daném časovém rozmezí od okamžiku prováděného ocenění.

Hodnotu trvale udržitelného zisku je možné považovat za **věčnou rentu**. Vzhledem k tomu, že metoda nepředpokládá růst jeho úrovně v budoucím časovém horizontu, bude současná hodnota této renty diskontována bez parametru růstu dle níže uvedeného vzorce. Neboť vyčleněný **trvalý zisk (TZ)** představuje výnos pouze pro vlastníky společnosti a bude tedy odvozena přímo **hodnota vlastního jmění společnosti (H)**, je žádoucí využít

---

<sup>133</sup> Teoretická základ uvádí kapitola 3.2.2.2 Metoda kapitalizovaných zisků

<sup>134</sup> Plánový výkaz zisku a ztrát zobrazuje kapitola 4.6.2 Finanční plán

k úročení **diskontní sazbu, odpovídající nákladům vlastního kapitálu ( $i_{vk}$ )** k okamžiku ocenění, tj. **13,92 %**<sup>135</sup>.

$$H = \frac{TZ}{i_{vk}} \quad H = \frac{3662}{0,1392} = 26307 \text{tis.Kč}$$

| rok  | váha | upravený zisk [tis. Kč] |
|--|------|-------------------------|
| 2004   | 1    | 2265                    |
| 2005   | 2    | 5554                    |
| 2006   | 3    | 4100                    |
| 2007   | 4    | 3975                    |
| 2008   | 5    | 3340                    |
| 2009   | 5    | 1372                    |
| 2010   | 4    | 4228                    |
| 2011   | 3    | 4452                    |
| 2012   | 2    | 4825                    |
| 2013   | 1    | 4817                    |
| trvalý zisk                                      |      | 3662                    |
| diskontní sazba ( $i_{vk}$ )                     |      | 13,92%                  |
| hodnota vlastního jmění bez neprovozního majetku |      | 26307                   |

TABULKA Č. 49: VÝPOČET TRVALÉHO ZISKU A HODNOTY VLASTNÍHO JMĚNÍ PODNIKU DLE METODY KAPITALIZOVANÝCH ZISKŮ

Zdroj: vlastní dopočet

|  |        |
|--|--------|
| hodnota vlastního jmění bez neprovozního majetku [tis.Kč]    | 26307  |
| neprovozní majetek [tis.Kč]                                  | 61090  |
| hodnota vlastního jmění včetně neprovozního majetku [tis.Kč] | 87397  |
| hodnota současných dluhů [tis.Kč]                            | 224720 |
| hodnota podniku celkem bez neprovozního majetku [tis.Kč]     | 251027 |
| hodnota podniku celkem včetně neprovozního majetku [tis.Kč]  | 312117 |

TABULKA Č. 50: HODNOTY PODNIKU DLE METODY KAPITALIZOVANÝCH ZISKŮ

Zdroj: vlastní dopočet

**Hodnota podniku jako celku** včetně provozně nepotřebných aktiv, tzn. **hodnota obchodního jmění**, je odhadnuta na **312 117 tis. Kč** a **tržní hodnota vlastní jmění společnosti** včetně provozně nepotřebného majetku, tzn. **hodnota čistého obchodního majetku**, je vyčísleno dle uplatněné metody kapitalizovaných zisků na **87 397 tis. Kč**.

#### 4.7.3 SYNTETICKÁ ČÁST PRÁCE

Za účelem provedení ocenění podniku a stanovení jeho tržní ceny byla dle stanoveného cíle aplikována **metoda tržního porovnání a následně pro možnost komparace výsledků i výnosové způsoby oceňování**.

##### 4.7.3.1 VÝSLEDKY OCENĚNÍ DLE JEDNOTLIVÝCH POUŽITÝCH METOD

**Metoda tržního porovnání** dospěla k přímému stanovení **hodnoty čistého obchodního majetku** (tj. vlastního jmění společnosti, včetně hodnoty podnikem vlastněných provozně nepotřebných aktiv), která vyplývá **z typu využitého srovnávacího parametru, tzv. multiplikátoru**. Vzhledem k užití pěti odlišných druhů těchto násobitelů, bylo odvozeno **pět rozdílných hodnot čistého obchodního majetku podniku**. Nejnižší

<sup>135</sup> Náklady vlastního kapitálu jsou odvozeny dle kapitoly 4.7.2.2.1.2 Propočet vážených průměrných nákladů kapitálu.

<sup>136</sup> Vzorec pro výpočet hodnoty vlastního jmění podniku odpovídá převzatým formulím dle kapitoly 3.2.2.2 Metoda kapitalizovaných zisků.

<sup>137</sup> Hodnoty upraveného zisku v jednotlivých letech jsou odvozeny z výsledku hospodaření za účetní období, tzn. po zdanění a odečtení nákladových úroků, s odečtením mimořádného výsledku hospodaření.

částka, tj. 43 537 tis. Kč, byla odhadnuta při porovnávání tržní hodnoty podílů společnosti prostřednictvím multiplikátoru, založeném na ukazateli čistý zisk. Naopak hodnoty nejvyšší bylo docíleno užitím multiplikátoru, spočívajícím na provozním zisku včetně nákladových úroků (EBIT2), tedy 90 377 tis. Kč. Uplatněním dalších tří násobitelů byly generovány hodnoty čistého obchodního majetku podniku 45 757 tis., 68 993 tis. a 77 740 tis. Kč. **Hodnota podniku jako celku, tzn. obchodního jmění**, je následně odvozena přičtením aktuální hodnoty dluhů společnosti k odhadnuté hodnotě čistého obchodního majetku, přitom nabývá hodnot **od 268 257 tis. až 315 097 tis. Kč**.

Propočet celkové hodnoty společnosti dle **metody diskontovaných peněžních toků** odhaduje částku 235 652 tis. Kč jako tržní hodnotu podniku bez provozně nepotřebných aktiv a dospívá k **hodnotě podniku jako celku (obchodního jmění)**, včetně provozně neprovozních aktiv **296 742 tis. Kč**. Neboť byl **výpočet založen na diskontovaných peněžních tocích, určených pro vlastníky i věřitele společnosti** a úrokové sazby na úrovni průměrných nákladů kapitálu, je **odvozena celková hodnota podniku**, ke které pro komplexní tržní hodnotu podniku jako celku zbývá přičíst ocenění provozně nepotřebných aktiv. **Z této částky je možné nabýt údaj o hodnotě čistého obchodního majetku (vlastního jmění podniku včetně hodnoty neprovozního majetku), tj. 72 022 tis. Kč**.

Naopak princip **metody kapitalizovaných zisků** směřuje k odvození **hodnoty vlastního jmění společnosti bez provozně nepotřebného majetku**, k němuž je poté nutné připočítat hodnotu dluhů k datu ocenění a zmíněných neprovozních aktiv, za účelem stanovení hodnoty obchodního jmění, tj. podniku jako celku. Hodnota vlastního jmění podniku vyjádřená pomocí nákladů vlastního kapitálu jako současná hodnota trvalého zisku, který je považován za věčnou rentu a představuje úroveň peněžních prostředků, jež mohou být vlastníky společnosti, bez narušení její podstaty, z podniku odebrány, nabývá částky 26 307 tis. Kč. Rozšířením této částky o hodnotu neprovozního majetku je odvozena **hodnota čistého obchodního majetku společnosti 87 397 tis. Kč** a připočtením hodnoty dluhů je získána **hodnota obchodního jmění (podniku jako celku), tj. 312 211 tis. Kč**.

#### **4.7.3.2 OBJASNĚNÍ OMEZUJÍCÍCH PODMÍNEK, VZTAHUJÍCÍCH SE K PROVEDENÝM ZPŮSOBŮM OCENĚNÍ**

Uplatnění metody tržního porovnání o výnosových způsobů ocenění stojí na **určitých zjednodušeních a omezujících podmínkách**. Především výsledků dle **metody porovnání** bylo dosaženo za předpokladů, že vytvořená **základna srovnatelných podniků**



je dostatečná svým rozsahem, kompatibilní s charakteristikou oceňovaného podniku a případné odchylky byly eliminovány principem uplatněných multiplikátorů a stanovením vah, vztahujících se k jednotlivým podnikům dle jejich podobnosti s oceňovaným podnikem.

V dalším bodě se uvažuje, že informace o **tržních cenách podílů srovnatelných společností**, převzaté z údajů obchodního rejstříku, jejichž zdrojem byl dle zveřejněných informací znalecký posudek oceňovacího ústavu či znalce, **mohou být pro svou spolehlivost použity pro výpočet srovnávacích multiplikátorů a následně uplatněny jako východisko pro porovnání podniků**. Tržní cena účastnických podílů srovnatelných společností byla odhadnuta za účelem vyplacení adekvátního protiplnění jejich vlastníkům při převzetí dotyčných společností jejich hlavním akcionářem. Hodnota tohoto protiplnění za jednotlivé účastnické podíly, tj. akcie, stanovená dle údajů obchodního rejstříku z ocenění provedené znaleckým posudkem, vychází z ocenění vlastního jmění podniku. Předpokládá se tudíž, je **v hodnotě protiplnění je obsažen podíl na čistém obchodním jmění společnosti, tzn. na veškerém majetku včetně aktiv nesouvisejících s vlastní provozní činností podniku. Odvozená tržní hodnota**, vztahující se k oceňovanému podniku, taktéž představuje dle těchto úsudků **hodnotu čistého obchodního jmění včetně hodnoty provozně nepotřebných aktiv**. Přestože se hodnoty neprovozního majetku mohou mezi podniky značně lišit, předpokládá se, že zvolené multiplikátory a systém vah zohlední tyto odchylky a **odvozené rozmezí hodnot vlastního jmění společnosti včetně provozně nepotřebných aktiv dle propočtů, odpovídajícím této metodě, se blíží pravděpodobné tržní hodnotě čistého obchodního jmění společnosti**.

Výsledná hodnota ocenění čistého obchodního jmění společnosti je tedy považována za spolehlivou při zohlednění výše uvedených omezení a předpokladů.

Zkonstruované výpočty pro vyjádření hodnoty podniku dle **metod výnosového způsobu ocenění** se rovněž zakládají na předpokladech, které na sebe vážou značná rizika, jež **plynou zejména z odhadu prognózovaných úrovní hlavních determinant budoucích vývoje**, tj. hodnoty tržeb, úrovně provozní ziskové marže, investičních výdajů a změny pracovního kapitálu. **Vychází se z úvahy**, že podnik bude vzhledem ke svému zaměření, tj. výroba krmných směsí pro hospodářská a jiná zvířata, obchod ze zemědělskými komoditami a poskytování služeb pro zemědělství, **působit na trhu v neomezeně dlouhém období**, neboť existují reálné **požadavky na výrobu a obchod s těmito výrobky** a podnik je považován za **výrazně konkurenceschopný ve své oblasti**

**působnosti. V dlouhodobém časovém horizontu se přitom odhaduje konstantní růst odvětví**, v němž podnik působí, mírně pod úrovní vývoje potenciálu produktu. Přestože je dle propočtů plánována kladná úroveň volného peněžního toku (metoda DCF) i čisté zisku (metoda kapitalizovaných zisků), existuje riziko, že podnik bude generovat nekonvenční peněžní toky a v jakémkoliv roce predikovaného období může být tedy dosažena záporná hodnota těchto peněžních toků. **Rizika možných odchylek od hodnot prognózovaného vývoje společnosti** jsou v případě výnosových metod oceňování zohledněna v rámci **použitých diskontních sazeb**.

Opět je možné výsledky ocenění považovat za spolehlivé při současném zohlednění faktorů tvorby rizika, způsobu tvorby prognóz determinant vývoje v budoucím období na základě zpracování dat zveřejněných oficiálními institucemi<sup>138</sup> a reflexí dosavadní finanční situace podniku a její působení v rámci konkurence.

#### 4.7.3.3 KOMPARACE VÝSLEDKŮ OCENĚNÍ DLE METODY TRŽNÍHO POROVNÁNÍ S HODNOTAMI VYVOZENÝMI DLE VÝNOSOVÝCH ZPŮSOBŮ OCEŇOVÁNÍ

Níže zobrazená tabulka znázorňuje odhadnuté **tržní hodnoty obchodního jmění, tj. hodnoty podniku jako celku, a hodnoty čistého obchodního majetku**, stanovené dle různých užitých metod oceňování.

Výsledky jednotlivých metod dosahují řádově srovnatelných hodnot, byly učiněny kroky pro co nejspolehlivější eliminaci rizik a narovnání omezujících podmínek, proto je možné usuzovat o spolehlivosti dosažených výsledků. Pro vyjádření definitivní hodnoty podniku k datu ocenění je doporučeno se přiklonit k hodnotě, která plyne z nejspolehlivějších výchozích podmínek a ověřitelných dat.

| Metoda ocenění   |           | Odhad tržní hodnoty [tis. Kč]         |  |
|--|-----------|---------------------------------------|--|
|  |           | obchodní jmění<br>(podnik jako celek) | čistý obchodní majetek<br>(obchodní majetek - závazky) |
| Metoda tržního porovnání - dle multiplikátoru P/EPS            | dolní mez | 268 257                               | 43 537   |
| Metoda tržního porovnání - dle multiplikátoru P/EBIT           |           | 270 477                               | 45 757   |
| Metoda tržního porovnání - dle multiplikátoru P/BV             |           | 293 713                               | 68 993   |
| Metoda tržního porovnání - dle multiplikátoru P/EBIT2          |           | 302 460                               | 77 740   |
| Metoda tržního porovnání - dle multiplikátoru P/S              | horní mez | 315 097                               | 90 377   |
| Výnosová metoda - Metoda diskontovaných peněžních toků (DFCFF) |           | 296 742                               | 72 022   |
| Výnosová metoda - Metoda kapitalizovaných zisků                |           | 312 117                               | 87 397   |

TABULKA Č. 51: HODNOTY PODNIKU DLE POUŽITÝCH METOD

Zdroj: vlastní dopočet

Hodnoty odvozené **metodou tržního porovnání** je vhodné využít pro stanovení **orientační úrovně hodnoty podniku**, neboť je patrné, že její **výsledky jsou výrazně závislé na typu použité srovnávacího parametru**. Za nejvhodnější způsob porovnávání

<sup>138</sup> Český statistický úřad, Ministerstvo financí ČR, Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR, Ministerstvo zemědělství ČR, Česká národní banka

podniků za účelem ocenění lze považovat **parametr provozní výsledek hospodaření před zdaněním a odečtením úroků (EBIT 2)**, tzn. využitím výsledků z hlavní operativní činnosti podniku. Porovnáním na základě této charakteristiky je odvozena hodnota obchodního jmění podniku na úrovni **302,5 mil. Kč. Pravděpodobná tržní hodnota podniku jako celku se bude blížit této úrovni a přitom její částka nebude nižší než 268 mil. Kč a nepřesáhne 315 mil. Kč**, jak vyplývá z mezních limitů stanovených právě pomocí výsledků ocenění metodou tržního porovnání.

**Odhad tržní hodnoty obchodního jmění se přiklání k výsledkům dosaženým dle metody diskontovaných peněžních toků** a další z využitých výnosových způsobů ocenění pokládá pouze za **orientační**, vzhledem k tomu, že uvedená doplňující **metoda kapitalizovaných zisků** vyvozuje hodnotu podniku z údajů o výši zisků, dosahovaných již v minulých obdobích. **Principiálně významnější je vyjádření hodnoty podniku dle úrovně prognózovaných užitků**, tj. volných peněžních toků, generovaných podnikem v budoucím časovém horizontu, při současném zohlednění možných odchylek od jejich predikovaných hodnot rizikovými přírážkami, jako součást diskontních sazeb. **Tržní hodnota tímto způsobem odhadované úrovně obchodního jmění společnosti je stanovena na 296,7 mil. Kč.**

## 5 ZÁVĚR

Diplomovou práci vymezuje **cíl zpracování ocenění podniku jako celku** za účelem jeho případného prodeje. Veškeré postupy, provedené analýzy a propočty proto **směřovaly k dosažení odhadu tržní hodnoty obchodního jmění společnosti**, která by odpovídala částce inkasované při transakci mezi nezávislými, dobrovolně jednajícími a dokonale informovanými subjekty.

**Subjekt ocenění představoval podnik**, zabývající se zejména výrobou krmných směsí, dále obchodem s rostlinnou produkcí, hnojiv, přípravky na ochranu a výživu rostlin a poskytováním služeb pro zemědělství. Jeho bilanční suma dosahovala k roku 2008 více než 512 mil. Kč a obrat společnosti přesahoval 1 mld. Kč. Vzhledem ke své stabilní finanční situaci, přizpůsobení tržním podmínkám, systému inovací, technologické vyspělosti a důrazu na kvalitu výrobků i poskytovaných služeb, představuje jednoho z nejvýznamnějších podniků v daném oboru ve svém regionu, s vysokou pravděpodobností udržení své konkurenceschopnosti.

Na podkladě shromážděných dat, dostupných z veřejných institucí, a klíčových hodnot pro vlastní aplikaci **metod oceňování**, které tato práce, dle stanoveného dílčího cíle, **charakterizovala a objasnila jejich principy**, byla **zpracována strategická analýza podniku**. Uvedený elementární prvek posloužil ke **zhodnocení a prognóze vývoje odvětví**, v němž oceňovaný podnik působí, k **posouzení konkurenceschopnosti společnosti** a k **predikci základních determinant hospodářského vývoje podniku** v budoucnu, tj. zejména výše tržeb. Tato analýza odvodila potenciál, jak oboru výroby krmných směsí, závislém především na vývoji stavu hospodářských zvířat v dlouhodobém časovém horizontu, tak obchodu s rostlinnými produkty, který je determinován především neovlivnitelnými faktory klimatických změn a výkyvy cenové hladiny, diktované světovým trhem. Vyjádření potenciálu těchto oborů, včetně obchodu s agrochemikáliemi a poskytování služeb, umožnilo prognózovat hodnoty tržeb společnosti pro nadcházející roky i dlouhodobý časový horizont od úrovně tržeb, dosahovaných k roku 2008.

**Hodnoty prognózovaných tržeb** vymezují prostor pro kvantifikaci i dalších determinant budoucího vývoje hospodářské situace podniku. Zejména dle podílů položek provozního zisku, obchodní marže a přidané hodnoty na tržbách dosažených v minulosti, byly odvozeny úrovně těchto generátorů hodnot budoucího období na základě částek

prognózovaných tržeb. Uvedený postup vedl k sestavení **plánového výkazu zisku a ztrát a rozvahy** a následně umožnil provedení finanční analýzy plánových ukazatelů.

Za podstatný prvek pro ocenění podniku lze považovat taktéž odvození soudů o finanční situaci podniku za uplynulá období, včetně budoucího časového horizontu, a to dle plánovaných hodnot významných položek účetních výkazů. Provedená **finanční analýzy v časové řadě od roku 2004 do 2008, včetně porovnání s hodnotami poměrových ukazatelů**, získaných dle analýzy dat konkurenčních podniků, a zpracovaná **analýza plánových hodnot položek účetních výkazů**, zobrazila oceňovaný podnik jako **prosperující, stabilizovaný subjekt s tendencí růstu objemu výkonů a hodnoty bilanční sumy**. Úsudek, dle uvedeného, předpokládá udržení produkčního potenciálu společnosti i v existujícím vysoce konkurenčním prostředí.

V rámci sběru dat, zpracování analýz externího i interního prostředí oceňované společnosti lze považovat soubor kladených dílčích cílů za splněný.

Za **primární způsob oceňování konkrétního podniku**, dle předurčeného cíle, byla stanovena metoda tržního porovnání, která vyžaduje **kolekci dat srovnatelných entit, které již byly předmětem oceňovacích praktik** za účelem vyvození jejich tržní hodnoty. Byly nalezeny čtyři takovéto porovnatelné podniky, akciové společnosti, provozující svou činnost v oboru produkce krmiv a obchodu se zemědělskými komoditami, ve shodném regionu České republiky. Z hlediska ostatních vymezujících parametrů, např. objemu aktiv, velikosti vlastního kapitálu či struktury a hodnoty tržeb z jednotlivých činností, dosahovaly srovnatelných hodnot. Tyto vybrané podniky se staly předmětem ocenění vzhledem k nutnosti **stanovení hodnoty protiplnění při realizovaném přechodu účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře společnosti**. Aby mohlo být provedené ocenění považováno za spolehlivé, je nutné předpokládat, že soubor srovnatelných podniků a souvisejících dat je dostačující a že tržní hodnoty podílů uvedených společností umožní vyvození tržní hodnoty oceňovaného podniku. Zpracované ocenění poskytlo **rozdílné úrovně hodnoty obchodního jmění společnosti, v závislosti na uplatněném typu srovnávacích ukazatelů**, tzv. multiplikátorů. Vzhledem k tomuto zjištění a k existujícímu omezenému souboru vstupních údajů, lze pokládat **výsledky této metody ocenění pouze za orientační, vymezující limity pro hodnoty získané dle způsobů ocenění jinými metodami**. **Obchodní jmění společnosti** bylo dle uvedeného ocenění dle tržního porovnání stanoveno na **úrovni rozmezí 268 mil. až 315 mil. Kč**.

**Výnosové metody oceňování podniku**, které dle stanoveného cíle měly být použity ke konfrontaci výsledků dosažených pomocí metody tržního porovnání, jsou založeny na úvaze, že **tržní hodnota podniku odpovídá současné hodnotě užitků**, generovaných podnikem v budoucích obdobích. Analýzy, vyvozené prognózy a sestavený finanční plán sloužily jako elementární podklad pro tento přístup k ocenění. Uvedené užitky, plynoucí z podniku, byly pro aplikaci metody diskontovaných peněžních toků definovány na úrovni tzv. **volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele společnosti**, jejichž úroveň byla odvozena s ohledem na plánovanou hodnotu provozního výsledku hospodaření, výši investičních výdajů, změny pracovního kapitálu a hodnotu odpisů. Diskontování těchto peněžních toků bylo učiněno sazbou, odpovídající průměrným váženým nákladům kapitálu. **Hodnota obchodního jmění** dle metody diskontovaných peněžních toků nabyla **částky 296 mil. Kč** a vzhledem k relevantnosti a šíři vstupních údajů lze usuzovat, že se blíží pravděpodobné tržní hodnotě podniku jako celku. Poslední z aplikovaných způsobů oceňování, výnosová **metoda tzv. kapitalizovaných zisků**, odvozující hodnotu obchodního jmění společnosti z úrovně zisků plánovaných, ovšem i dosahovaných v minulosti, je **použita pouze jako doplňková** pro posouzení správnosti úrovně hodnot, vyjádřených uplatněním v praxi nejběžnější metody diskontovaných peněžních toků.

Náplní praktické a syntetické části práce bylo dosaženo primárního cíle této diplomové práce, tedy objasnění principů metod oceňování podniku, jejich aplikace na konkrétní subjekt, včetně shrnutí významu a využitelnosti použitých způsobů oceňování.

## **ABSTRAKT**

Tato diplomová práce má vymezený cíl zpracovat ocenění zvoleného podniku metodou tržního porovnání, včetně konfrontace dosažených hodnot s výsledky, získanými aplikací metod výnosového způsobu oceňování.

Pro možnost použití definovaných metod ocenění k odhadu tržní ceny konkrétního subjektu, z důvodu jeho předpokládaného prodeje, byl zvolen podnik působící v odvětví se silnou vazbou na zemědělství, což je samozřejmě jednoznačnou elementární determinantou pro stanovení hodnoty podniku. Práce si klade za hlavní požadavek charakterizovat uvedené metody ocenění, aplikovat je na zvolený podnik, přičemž ovšem musí splnit dílčí cíle, za něž je považována analýza odvětví, v němž podnik působí a rovněž analýza vlastního fungování podniku na tomto trhu i jeho finanční situace.

Přestože se zmíněné metody ocenění zakládají na značných omezujících podmínkách a zjednodušení, jejich zohlednění a následná eliminace, umožní stanovit tržní hodnotu podniku jako celku, tj. hodnotu obchodního jmění, která dosahuje srovnatelných výsledných hodnot při uplatnění různých definovaných metod, tj. metody tržního porovnání, metody diskontovaných peněžních toků a metody kapitalizovaných zisků.

### **Klíčová slova**

podnik, tržní cena, metoda tržního porovnání, metoda diskontovaných peněžních toků metoda kapitalizovaných zisků

## **ABSTRACT**

The aim of this thesis is to evaluate the company by means of the Relative Valuation Approach, including the confrontation of the result of this evaluation with the values obtained by application the Revenues Method of Valuation.

To be able to use the defined methods to estimate the market price of particular entity was chosen the Company, that is operating in a sector with strong links to agriculture, which is obviously one of fundamental determinants for the establishment of the Company Value. One of the first requirements is to characterize the methods of valuation and apply them consequently to the chosen Company. But there exist the other milestones with have to be met. In the first instance, it must be process the analysis of the sector in which the enterprise operates, as well as the analysis of its performance on this market and analysis of its financial situation.

While the methods of valuation are based on restrictive conditions and simplifications which have to be considerate and subsequently eliminate, this methods of valuation are applicable to determine the market value of the Company as whole entity. This Value of the Firm achieves comparable results defined in the application of different methods – The Relative Valuation, The Discounted Cash Flow Valuation and The Method of Revenues Capitalisation.

### **Key words**

Company, Market Value, Relative Valuation, Discounted Cash Flow Valuation, Method of Revenues Capitalisation



## 6 PŘEHLED LITERATURY A ZDROJŮ

### *Literatura*

- [1] FIREŠ, B., ZELENKA, V. *Oceňování aktiv a dluhů v účetnictví*. 2. doplněné a rozšířené vyd. Praha: MANAGEMENT PRESS, Ringier ČR, 1997. 175 s. ISBN 80-85943-24-7.
- [2] COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, J. *Stanovení hodnoty firem*. Z amerického originálu přeložila Helena Blahoutová. 1. vyd. Praha 1 : VICTORIA PUBLISHING, 1991. 359 s. ISBN 80-85605-41-4.
- [3] KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku*. 1 vyd. Praha: C. H. Beck, 1999. 304 s. ISBN 80-7179-227-6.
- [4] KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. Redaktorka publikace Palíšková Marcela. 2. přepracované a doplněné vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [5] MARKOVÁ, L. *Nákladový model stavební výroby pro oceňování podniků a jeho využití ve znalecké praxi*. 1. vyd. Brno: Vysoké učení technické v Brně, 2005. 39 s. ISBN 80-214-2876-7.
- [6] MAŘÍK, M., DĚDIČ, J. *Akvizice a oceňování podniků*. 1. vyd. Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze, 1992. 84 s. ISBN 80-7079-938-2.
- [7] MAŘÍK, M. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha 4: Ekopress, 1996. 111 s. ISBN 901991-1-9.
- [8] MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti podniku a oceňování podniku: Ekonomická přidaná hodnota, Tržní přidaná hodnota*. 1. vyd. Praha 4 : EKOPRESS, 2001. 70 s. ISBN 80-86119-36-X.
- [9] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza : metody, ukazatele, využití v praxi*. 1. vyd. Praha 7: GRADA Publishing, 2007. 118 s. ISBN 978-80-247-1386-1.
- [10] TICHÝ, E. G. *Oceňování podniku. Základy - metody - praxe*. Z německého originálu přeložil Josef Spal. 1. vyd. Praha: Linde Praha, právnické a ekonomické nakladatelství, 1991. 166 s.
- [11] VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2. přepracované vyd. Praha 4: Ekopress, 2006. 465 s. ISBN 80-86929-01-9.
- [12] VALACH, J., et al. *Finanční řízení podniku: Zakládání podniku, finanční analýza, oběžný majetek, plánování, zdroje a formy financování, investiční rozhodování, hospodářský výsledek, oceňování podniku*. 2. aktualizované a rozšířené vyd. Praha 4 : EKOPRESS, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1.

### *Právní předpisy*

- [1P] Zákon č. 42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem a o změnách některých zákonů souvisejících s jeho zavedením
- [2P] Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů (zákon o oceňování majetku), ve znění pozdějších předpisů
- [3P] Zákon č. 338/1992 Sb., o dani z nemovitostí, ve znění pozdějších předpisů
- [4P] Zákon č. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání, ve znění pozdějších předpisů
- [5P] Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů
- [6P] Zákona č. 526/1990 Sb., o cenách, ve znění pozdějších předpisů
- [7P] Vyhláška č. 3/2008 Sb., o provedení některých ustanovení zákona č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů, ve znění pozdějších předpisů, (oceňovací vyhláška)

## *Periodika*

- [1N] Nižší ceny zemědělských výrobců. *Zemědělský týdeník*. 26.2.2009, roč. XII, č. 9, s. 5. ISSN 1212-2246
- [2N] Agrofert koupil Agropol. *Zemědělský týdeník*. 9.4.2009, roč. XII, č. 15, s. 5. ISSN 1212-2246
- [3N] Stavby skotu se snižují. *Zemědělský týdeník*. 12.3.2009, roč. XII, č. 11, s. 4. ISSN 1212-2246
- [4N] Poloviční zisk zemědělců. *Zemědělský týdeník*. 10.2.2009, roč. XII, č. 3, s. 4. ISSN 1212-2246
- [5N] Druhá nejvyšší úroda. *Zemědělský týdeník*. 11.5.2009, roč. XII, č. 6, s. 4. ISSN 1212-2246

## *Internetové zdroje*

- [1E] BERÁNEK, J., LUŇÁKOVÁ, Z. *Firmy na prodej přibývají, chybí ale kupci: Majitelé se musí připravit na výrazně nižší nabídky za své firmy. Letos se budou prodávat především firmy, které nezvládnou dopady krize*. *Hospodářské noviny: HN.IHNED.CZ*. [online]. 13. 1. 2009 [cit. 2009-02-15]. Dostupný z WWW: <[http://ekonomika.ihned.cz/c4-10149600-32670170-001000\\_d-firmy-na-prodej-pribyvaji-chybi-ale-kupci](http://ekonomika.ihned.cz/c4-10149600-32670170-001000_d-firmy-na-prodej-pribyvaji-chybi-ale-kupci)>. ISSN 1213-7693.
- [2E] Český statistický úřad. *Český statistický úřad: Registr ekonomických subjektů* [online]. Praha 10: Český statistický úřad, 2009, 16.4.2009 [cit. 2009-04-18]. Dostupný z WWW: <[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/registr\\_ekonomickych\\_subjektu](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/registr_ekonomickych_subjektu)>.
- [3E] Český statistický úřad. *Český statistický úřad - Zemědělství - časové řady: Sklizeň zemědělských plodin – Česká republika*. [online]. Praha 10 : Český statistický úřad, 2009, 20. 2. 2008 [cit. 2009-02-25]. Dostupný z WWW: <[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/zem\\_cr](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/zem_cr)>.
- [4E] Český statistický úřad. *Český statistický úřad - Zemědělství - časové řady: Souhrnný zemědělský účet*. [online]. Praha 10: Český statistický úřad, 2009, 20. 2. 2008 [cit. 2009-02-25]. Dostupný z WWW: <[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/zem\\_cr](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/zem_cr)>.
- [5E] Český statistický úřad. *Český statistický úřad - Zemědělství - časové řady: Stavby hospodářských zvířat – Česká republika*. [online]. Praha 10: Český statistický úřad, 2009, 20. 2. 2008 [cit. 2009-02-25]. Dostupný z WWW: <[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/zem\\_cr](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/zem_cr)>.
- [6E] LUŇÁKOVÁ, Z. *Právníci prověřují koupě firem*. *Hospodářské noviny : HN.IHNED.CZ* [online]. 30. 1. 2009 [cit. 2009-02-12]. Dostupný z WWW: <[http://hn.ihned.cz/2-33639680-500000\\_d-61](http://hn.ihned.cz/2-33639680-500000_d-61)>. ISSN 1213-7693.
- [7E] MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Kapitalizované čisté výnosy a reziduální zisky jako alternativa diskontovaných peněžních toků*. *Český finanční a účetní časopis*. [online]. 2008, roč. 2008, č. 2 [cit. 2009-03-20]. Dostupný z WWW: <[http://cfuc.vse.cz/index.php?option=com\\_content&task=view&id=165&Itemid=29](http://cfuc.vse.cz/index.php?option=com_content&task=view&id=165&Itemid=29)>. ISSN 1802-2200.
- [8E] Ministerstvo financí ČR. *Ministerstvo financí ČESKÉ REPUBLIKY: Makroekonomická predikce*. [online]. Praha 1: Ministerstvo financí ČR, 2005 - 2009 [cit. 2009-06-25]. Dostupný z WWW: [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro\\_pre.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro_pre.html)

- [9E] Ministerstvo financí ČR. *Ministerstvo financí ČESKÉ REPUBLIKY: Makroekonomická predikce, úrokové sazby*. [online]. Praha 1: Ministerstvo financí ČR, 2005 - 2009 [cit. 2009-07-28]. Dostupný z WWW: [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro\\_pre.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro_pre.html)
- [10E] Ministerstvo financí ČR. *Ministerstvo financí ČESKÉ REPUBLIKY: Veřejné finance, emise státních dluhopisů*. [online]. Praha 1: Ministerstvo financí ČR, 2005 - 2009 [cit. 2009-07-20]. Dostupný z WWW: [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd\\_emise\\_sdd\\_47845.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd_emise_sdd_47845.html)
- [11E] Ministerstvo průmyslu a obchodu. *Ministerstvo průmyslu a obchodu: Postup privatizace* [online]. 8. 4. 2009 [cit. 2009-04-10]. Dostupný z WWW: <http://www.mpo.cz/dokument5705.html>.
- [12E] SOCHOR, J., NÁDOBA, J. *Cizinci utratí a české firmy rekordní sumy: Na seznam ekonomických rekordů roku 2007 můžeme připsat další položku: zájem o koupi českých firem byl letos takový jako nikdy předtím*. *Hospodářské noviny: HN. IHNEDE. CZ*. [online]. 3. 12. 2007 [cit. 2009-02-15]. Dostupný z WWW: [http://hn.ihned.cz/2-22536060-500000\\_d-f7](http://hn.ihned.cz/2-22536060-500000_d-f7). ISSN 1213-7693.
- [13E] The European Group of Valuers' Associations. *EVS 2009 (The Blue Book): European Valuation Standards 6th edition (EVS 2009)*. [online]. sixth edition. Belgium: Gillis nv/sa, 2009 [cit. 2009-02-18]. Dostupný z WWW: <http://www.tegova.org/en/p49ccff9f14ad1>. ISBN 978-90-9024138-8.,
- [14E] Country Rating Premium  
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls>
- [15E] Damodaran Online. *Betas*. [online]. [cit. 2009-07-25]. Dostupný z WWW: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betas.xls>
- [16E] ČNB rating [http://www.cnb.cz/cs/mezinarodni\\_vztahy/rating/](http://www.cnb.cz/cs/mezinarodni_vztahy/rating/)
- [17E] United States – Department of The Treasury. *Interest Rate Statistics*. [online]. [cit. 2009-08-03]. Dostupný z WWW: <http://www.ustreas.gov/offices/domestic-finance/debt-management/interest-rate/ltcompositeindex.shtml>
- [18E] Ministerstvo zemědělství ČR. *Ministerstvo zemědělství ČR. Panorama potravinářského průmyslu 2007*. [online]. [cit. 2009-02-16]. Dostupný z WWW: [http://www.mze.cz/attachments/Panorama\\_2007.pdf](http://www.mze.cz/attachments/Panorama_2007.pdf)
- [19E] Český statistický úřad. *Český statistický úřad - Ekonomika – Ceny, inflace: Indexy cen výrobců – časové řady, Tab.1. Indexy cen výrobců* [online]. Praha 10: Český statistický úřad, 2009, 15. 7. 2009 [cit. 2009-07-20]. Dostupný z WWW: [http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/i/tab\\_1\\_indexy\\_cen\\_vyrobcu\\_prumer\\_r\\_2000\\_100/\\$File/ipccr071509\\_1.xls](http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/i/tab_1_indexy_cen_vyrobcu_prumer_r_2000_100/$File/ipccr071509_1.xls)
- [20E] Český statistický úřad. *Český statistický úřad - Zemědělství – Odhady sklizní – Archiv za rok 2004 - 2009*. [online]. Praha 10: Český statistický úřad, 2009, 20. 7. 2009 [cit. 2009-07-20]. Dostupný z WWW: <http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/kalendar/aktual-skl>
- [21E] Český statistický úřad. *Český statistický úřad – Souhrnná data – Analýzy, komentáře – Archiv za rok 2003*. [online]. Praha 10: Český statistický úřad, 2009, 16. 4. 2009 [cit. 2009-07-20]. Dostupný z WWW: [http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/analyzy\\_csu?opendocument&:2003](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/analyzy_csu?opendocument&:2003)
- [22E] Český statistický úřad. *Český statistický úřad – Souhrnná data – Analýzy, komentáře – Archiv za rok 2005 – 2009*. [online]. Praha 10: Český statistický úřad, 2009, 16. 4. 2009 [cit. 2009-07-20]. Dostupný z WWW: <http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/informace/cskl07140909.xls>

- [23E] Český statistický úřad. *Český statistický úřad – Souhrnná data – Souborné publikace 2: Souhrnný zemědělský účet - předběžné výsledky účtu výroby za rok 2008 v mil. Kč.* [online]. Praha 10: Český statistický úřad, 2009, 27. 2. 2009 [cit. 2009-07-20]. Dostupný z WWW: [http://www.czso.cz/csu/2009edicniplan.nsf/t/67002C4B8C/\\$File/21150901.xls](http://www.czso.cz/csu/2009edicniplan.nsf/t/67002C4B8C/$File/21150901.xls)
- [24E] Ministerstvo financí ČR. *Ministerstvo financí ČESKÉ REPUBLIKY: Ekonomika – Makroekonomická predikce – Ekonomický výkon.* [online]. Praha 1: Ministerstvo financí ČR, 25. 6. 2009 [cit. 2009-07-03]. Dostupný z WWW: [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro\\_pre.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro_pre.html)
- [25E] Český statistický úřad. *Český statistický úřad - Ekonomika – Ceny, inflace: Indexy cen výrobců – časové řady, Tab.2.* Indexy cen průmyslových výrobců podle CZ-CPA [online]. Praha 10: Český statistický úřad, 2009, 15. 7. 2009 [cit. 2009-07-20]. Dostupný z WWW: [http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/i/ipccr\\_2/\\$File/ipccr071509\\_2.xls](http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/i/ipccr_2/$File/ipccr071509_2.xls)
- [26E] Ministerstvo zemědělství ČR. *Ministerstvo zemědělství ČR. Zemědělská výroba – Statistika v oblasti – Krmiva – Výroba průmyslových krmiv za rok 2008, 2007, 2006, 2005.* [online]. 30. 4. 2009 [cit. 2009-05-18]. Dostupný z WWW: <http://www.mze.cz/Index.aspx?ch=73&typ=2&ids=2341&val=2341>
- [27E] Ministerstvo zemědělství ČR. *Ministerstvo zemědělství ČR. Zemědělská výroba – Statistika v oblasti – Krmiva – Archiv – Výroba průmyslových krmiv za rok 2004, 2003, 2002.* [online]. 28. 3. 2006 [cit. 2009-05-18]. Dostupný z WWW: <http://www.mze.cz/Index.aspx?ch=73&typ=2&ids=2341&val=2341>
- [28E] Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky. *Ministerstvo průmyslu a obchodu. Průmysl a stavebnictví – Zpracovatelský průmysl – Data a grafy zpracovatelského průmyslu.* [online]. 9. 3. 2009 [cit. 2009-04-10]. Dostupný z WWW: <http://www.mpo.cz/dokument56844.html>
- [29E] Damodaran Online. *DCF Valuation.* [online]. [cit. 2009-07-25]. Dostupný z WWW: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/DCFprojectreview.htm](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/DCFprojectreview.htm)
- [30E] Finance.cz. *Německá krize je u konce.* [online]. 25. 8. 2009 [cit. 2009-08-26]. Dostupný z WWW: <http://www.finance.cz/zpravy/finance/231715-nemecka-recese-je-u-konce-vyhrano-vsak-zdaleka-neni/>. ISSN 1213-4325.
- [31E] Ministerstvo zemědělství ČR. *Ministerstvo zemědělství ČR. Panorama potravinářského průmyslu 2008.* [online]. [cit. 2009-08-20]. Dostupný z WWW: [http://www.mze.cz/UserFiles/File/DOBESOVA/PANORAMA\\_2009.pdf](http://www.mze.cz/UserFiles/File/DOBESOVA/PANORAMA_2009.pdf)

## 7 SEZNAM SCHÉMAT, GRAFŮ A TABULEK

|   |    |
|---|----|
| SCHÉMA Č. 1: MODEL Y DCF .....  | 26 |
| SCHÉMA Č. 2: GORDONŮV MODEL STABILNÍHO RŮSTU .....  | 30 |
| SCHÉMA Č. 3: DVOUFÁZOVÝ PROPOČET .....  | 31 |
| SCHÉMA Č. 4: TŘÍFÁZOVÝ PROPOČET A JEHO VZOREC .....   | 33 |
| <br>  |    |
| GRAF Č. 1: MAJETKOVÁ STRUKTURA SPOLEČNOSTI K R. 2008.....   | 41 |
| GRAF Č. 2: KAPITÁLOVÁ STRUKTURA SPOLEČNOSTI K R. 2008.....  | 41 |
| GRAF Č. 3: VÝVOJ POČTU ZAMĚSTNANCŮ SPOLEČNOSTI.....   | 42 |
| GRAF Č. 4: SKLIZEŇ VYBRANÝCH ZEMĚDĚLSKÝCH PLODIN – ČR (2002 – 2008).....  | 47 |
| GRAF Č. 5: MEZIROČNÍ ZMĚNA CEN VÝROBCŮ – ROSTLINNÁ PRODUKCE – ČR (2002 – 2008).....                             | 50 |
| GRAF Č. 6: STRUKTURA VÝROBY KRMIV DLE DRUHŮ ZVÍŘAT – ROK 2008.....  | 57 |
| GRAF Č. 7: VÝVOJ PRODUKCE KRMNÝCH SMĚSÍ V TIS. T (199 – 2008).....  | 57 |
| GRAF Č. 8: PRŮMĚRNÁ RELATIVNÍ STRUKTURA KRMNÝCH SMĚSÍ.....  | 58 |
| GRAF Č. 9: MEZIROČNÍ ZMĚNA CEN VÝROBCŮ – ROSTLINNÁ PRODUKCE – ČR (2002 – 2008).....                             | 59 |
| GRAF Č. 10: VÝVOJ STAVŮ VYBRANÝCH HOSPODÁŘSKÝCH ZVÍŘAT V LETECH 1980 - 2008 .....                               | 60 |
| GRAF Č. 11: STRUKTURA AKTIV (2004 – 2008) .....   | 65 |
| GRAF Č. 12: PODÍL VÝZNAMNÝCH SLOŽEK OBĚŽNÉHO MAJETKU NA BILANČNÍ SUMĚ (2004 – 2008).....                        | 65 |
| GRAF Č. 13: PODÍL VÝZNAMNÝCH SLOŽEK DLOUHODOBÉHO MAJETKU NA BILANČNÍ SUMĚ (2004 – 2008) ....                    | 66 |
| GRAF Č. 14: STRUKTURA PASIV(2004 – 2008) .....  | 66 |
| GRAF Č. 15: PODÍL VÝZNAMNÝCH SLOŽEK PASIV NA BILANČNÍ SUMĚ (2004 – 2008).....                                   | 66 |
| GRAF Č. 16: VÝVOJ BILANČNÍ SUMY (2004 – 2008) .....   | 67 |
| GRAF Č. 17: VÝVOJ VÝZNAMNÝCH POLOŽEK AKTIV (2004 – 2008).....   | 67 |
| GRAF Č. 18: VÝVOJ VÝZNAMNÝCH POLOŽEK PASIV (2004 – 2008).....   | 67 |
| GRAF Č. 19: HLAVNÍ VÝNOSOVÉ POLOŽKY (2004 – 2008).....  | 68 |
| GRAF Č. 20: PODÍL HLAVNÍCH NÁKLADOVÝCH POLOŽEK NA TRŽBÁCH (2004 – 2008).....                                    | 68 |
| GRAF Č. 21: PODÍL ROZDÍLOVÝCH POLOŽEK NA TRŽBÁCH CELKEM (2004 – 2008) .....                                     | 69 |
| GRAF Č. 22: VÝVOJ OBCHODNÍ MARŽE A PŘIDANÉ HODNOTY (2004 – 2008).....   | 69 |
| GRAF Č. 23: VÝVOJ TRŽEB A SOUVISEJÍCÍCH NÁKLADŮ (2004 – 2008).....  | 69 |
| GRAF Č. 24: VÝVOJ VÝSLEDKU HOSPODAŘENÍ (2004 – 2008) .....  | 70 |
| <br>  |    |
| TABULKA Č. 1: VÝVOJ CELKOVÝCH TRŽEB ZA ZBOŽÍ A ZA PRODEJ VLASTNÍCH VÝROBKŮ A SLUŽEB V LETECH 2004 AŽ 2008 ..... | 40 |
| TABULKA Č. 2: TEMPO RŮSTU POTENCIÁLNÍHO PRODUKTU (2003 – 2012) .....  | 44 |
| TABULKA Č. 3: TEMPO RŮSTU HDP (2003 – 2012).....  | 45 |
| TABULKA Č. 4: PRŮMĚRNÁ MÍRA INFLACE (2003 – 2012) .....   | 45 |
| TABULKA Č. 5: PRODUKCE A JEJÍ VÝVOJ VE STÁLÝCH CENÁCH (2001 – 2008) .....                                       | 46 |
| TABULKA Č. 6: PRODUKCE A JEJÍ VÝVOJ V BĚŽNÝCH CENÁCH (2001 – 2008).....   | 46 |
| TABULKA Č. 7: PRŮMĚRNÉ TEMPO RŮSTU ROSTLINNÉ PRODUKCE (1998 – 2008).....  | 52 |
| TABULKA Č. 8: TEMPO RŮSTU ODVĚTVÍ – ROSTLINNÁ PRODUKCE (2009 – 2013).....                                       | 53 |
| TABULKA Č. 9: PRŮMĚRNÉ TEMPO RŮSTU – HNOJIVA A CHEMIKÁLIE (1998 – 2008).....                                    | 53 |
| TABULKA Č. 10: TEMPO RŮSTU ODVĚTVÍ - AGROCHEMIKÁLIE (2009 – 2013) .....   | 53 |
| TABULKA Č. 11: PRŮMĚRNÉ TEMPO RŮSTU – ZEMĚDĚLSKÉ SLUŽBY (1998 – 2008).....                                      | 54 |
| TABULKA Č. 12: TEMPO RŮSTU ODVĚTVÍ – ROSTLINNÁ PRODUKCE (2009 – 2013).....                                      | 54 |
| TABULKA Č. 13: ODHAD PRODUKCE KRMNÝCH SMĚSÍ (2009 – 2013).....  | 60 |
| TABULKA Č. 14: MĚSÍČNÍ INDEX CEN KRMNÝCH SMĚSÍ V ROCE 2009 .....  | 61 |
| TABULKA Č. 15: TEMPO RŮSTU ODVĚTVÍ – VÝROBA KRMNÝCH SMĚSÍ (2009 – 2013).....                                    | 61 |
| TABULKA Č. 16: POTENCIÁL ODVĚTVÍ V LETECH 2009 – 2013 A 2. FÁZI .....   | 61 |
| TABULKA Č. 17: PODÍL JEDNOTLIVÝCH ČINNOSTÍ NA TRŽBÁCH CELKEM .....  | 62 |
| TABULKA Č. 18: TRŽNÍ PODÍL OCEŇOVANÉHO PODNIKU A KONKURENTŮ .....   | 63 |
| TABULKA Č. 19: PLÁN TRŽEB ZA PRODEJ ZBOŽÍ.....  | 64 |
| TABULKA Č. 20: PLÁN TRŽEB ZA PRODEJ VLASTNÍCH VÝROBKŮ A SLUŽEB .....  | 65 |
| TABULKA Č. 21: UKAZATELE RENTABILITY.....   | 70 |
| TABULKA Č. 22: UKAZATELE ZADLUŽENOSTI.....  | 71 |
| TABULKA Č. 23: UKAZATELE LIKVIDITY .....  | 72 |
| TABULKA Č. 24: UKAZATELE AKTIVITY .....   | 74 |
| TABULKA Č. 25: UKAZATELE PRODUKTIVITY PRÁCE.....  | 74 |

|   |     |
|---|-----|
| TABULKA Č. 26: BONITNÍ MODEL.....   | 75  |
| TABULKA Č. 27: REÁLNÁ HODNOTA DRŽENÝCH PODÍLŮ .....   | 77  |
| TABULKA Č. 28: PLÁN TRŽEB .....   | 78  |
| TABULKA Č. 29: PLÁN DLOUHODOBÉHO MAJETKU, INVESTIC A ODPISŮ.....  | 80  |
| TABULKA Č. 30: PLÁN POLOŽEK ZISKU A ZTRÁTY.....   | 82  |
| TABULKA Č. 31: PLÁN ZÁSOB, POHLEDÁVEK A ZÁVAZKŮ.....  | 84  |
| TABULKA Č. 32: PLÁN PENĚŽNÍCH PROSTŘEDKŮ .....  | 85  |
| TABULKA Č. 33: INVESTICE DO PROVOZNĚ NUTNÉHO PRACOVNÍHO KAPITÁLU .....  | 85  |
| TABULKA Č. 34: VÝVOJ SAZBY DANĚ Z PŘÍJMŮ PRÁVNICKÝCH OSOB .....   | 86  |
| TABULKA Č. 35: ODVOZENÍ TRŽNÍ KAPITALIZACE .....  | 93  |
| TABULKA Č. 36: SESTAVENÍ HODNOT FCFE .....  | 95  |
| TABULKA Č. 37: STRUKTURA ÚROČENÉHO KAPITÁLU .....   | 95  |
| TABULKA Č. 38: PRIBOR 3M .....  | 96  |
| TABULKA Č. 39: STANOVENÍ RIZIKOVÉ PŘÍRÁŽKY .....  | 96  |
| TABULKA Č. 40: SESTAVENÍ ÚROKOVÉ SAZBY KRÁTKODOBÉHO CIZÍHO KAPITÁLU .....   | 97  |
| TABULKA Č. 41: ÚROKOVÉ SAZBY II .....   | 97  |
| TABULKA Č. 42: SESTAVENÍ ÚROKOVÉ SAZBY DLOUHODOBÉHO CIZÍHO KAPITÁLU .....   | 97  |
| TABULKA Č. 43: KOEFICIENT BETA NEZADLUŽENÝ – ODVĚTVÍ .....  | 99  |
| TABULKA Č. 44: KOEFICIENT BETA PODNIKU .....  | 99  |
| TABULKA Č. 45: NÁKLADY VLASTNÍHO KAPITÁLU .....   | 100 |
| TABULKA Č. 46: PRŮMĚRNÉ VÁŽENÉ NÁKLADY KAPITÁLU .....   | 100 |
| TABULKA Č. 47: VÝPOČET HODNOTY PODNIKU JAKO CELKU METODOU DCF .....   | 101 |
| TABULKA Č. 48: HODNOTA VLASTNÍHO JMĚNÍ PODNIKU DLE METODY DCF .....   | 101 |
| TABULKA Č. 49: VÝPOČET TRVALÉHO ZISKU A HODNOTY VLASTNÍHO JMĚNÍ PODNIKU DLE METODY<br>KAPITALIZOVANÝCH ZISKŮ..... | 103 |
| TABULKA Č. 50: HODNOTY PODNIKU DLE METODY KAPITALIZOVANÝCH ZISKŮ.....   | 103 |
| TABULKA Č. 51: HODNOTY PODNIKU DLE POUŽITÝCH METOD.....   | 106 |

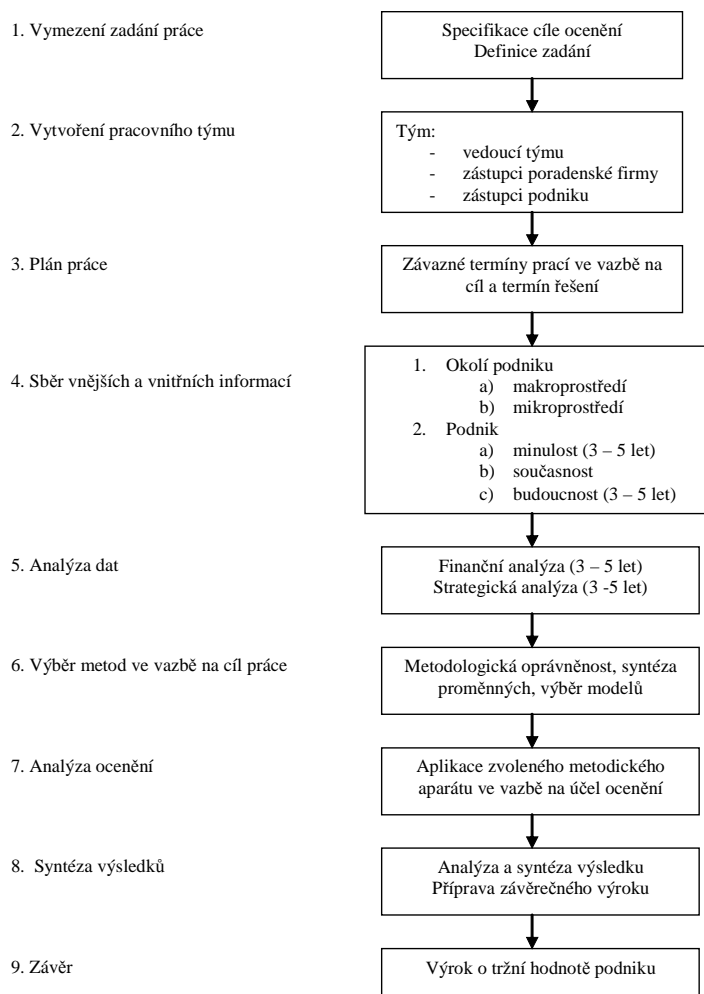
## 8 SEZNAM PŘÍLOH

- PŘÍLOHA I – POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ  
PŘÍLOHA II – INFORMAČNÍ OKRUHY VSTUPJÍCÍ DO PRÁCE ODHADCE  
PŘÍLOHA III – VÝPOČET VOLNÉHO PENĚŽNÍHO TOKU  
PŘÍLOHA IV – MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY  
PŘÍLOHA V – SKLIZEŇ VYBRANÝCH ZEMĚDĚLSKÝCH PLODIN (2001 – 2009)  
PŘÍLOHA VI – INDEX CEN ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ (2000 – 2008)  
PŘÍLOHA VII – INDEX CEN ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ (2006 – ČERVEN 2009)  
PŘÍLOHA VIII – VÝVOJ CENOVÝCH INDEXŮ V POTRAVINÁŘSTVÍ – ČR (2001 – 2008)  
PŘÍLOHA IX – MEZIROČNÍ INDEX TRŽEB ZA PRODEJ VVS V B.C. (2001 – 2007)  
PŘÍLOHA X – MEZIROČNÍ INDEX ÚČETNÍ PŘIDANÉ HODNOTY V B.C. (2001 – 2007)  
PŘÍLOHA XI – VÝROBA KRMNÝCH SMĚSÍ DLE DRUHŮ ZVÍŘAT A CELKEM (1999 – 2008)  
PŘÍLOHA XII – SPOTŘEBA KRMNÝCH SUROVIN PRO VÝROBU KRMNÝCH SMĚSÍ (1999 – 2008)  
PŘÍLOHA XIII – MEZIROČNÍ INDEXY SPOTŘEBY HLAVNÍCH KRMNÝCH SUROVIN PRO VÝROBU KRMNÝCH SMĚSÍ (2000 – 2008)  
PŘÍLOHA XIV – CENOVÝ VÝVOJ KRMNÝCH SMĚSÍ – MĚSÍČNÍ INDEXY A ROČNÍ INDEXY  
PŘÍLOHA XV – VÝVOJ STAVU HOSPODÁŘSKÝCH ZVÍŘAT (TIS. KS) (1980 – 2008)  
PŘÍLOHA XVI – PLÁNOVÝ VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT (TIS. KS) (2009 – 2013, 2. FÁZE)  
PŘÍLOHA XVII – PLÁNOVÁ ROZVAHA (TIS. KS) (2009 – 2013, 2. FÁZE)  
PŘÍLOHA XVIII – FINANČNÍ ANALÝZA DLE PLÁNOVANÝCH HODNOT  
PŘÍLOHA XIX – DATA KONKURENČNÍCH PODNIKŮ VČETNĚ JEJICH ANALÝZY  
PŘÍLOHA XX – ÚDAJE O SROVNATELNÝCH PODNICÍCH  
PŘÍLOHA XXI – STANOVENÍ VAH MULTIPLIKÁTORŮ JEDNOTLIVÝCH PODNIKŮ  
PŘÍLOHA XXII – ÚDAJE PRO VÝPOČET MULTIPLIKÁTORŮ  
PŘÍLOHA XXIII – STANOVENÍ MULTIPLIKÁTORŮ PRO VÝPOČET TRŽNÍ HODNOTY VLASTNÍHO JMÉNI  
PŘÍLOHA XXIV – ÚROKOVÁ SAZBA Z DLOUHODOBÝCH STÁTNÍCH DLUHOPISŮ USA  
PŘÍLOHA XXV – ROZVAHA V NETTO HODNOTÁCH  
PŘÍLOHA XXVI – VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT – 2003 AŽ 2009  
PŘÍLOHA XXVII – VÝKAZ O PENĚŽNÍCH TOCÍCH – 2005 AŽ 2008  
PŘÍLOHA XXIX – HORIZONTÁLNÍ A VERTIKÁLNÍ ANALÝZA VÝKAZU ZISKU A ZTRÁT  
PŘÍLOHA XXX – POMĚROVÁ ANALÝZA

## **PŘÍLOHY**

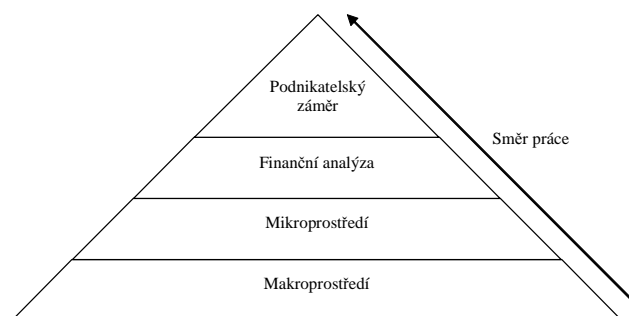


## PŘÍLOHA I – POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ



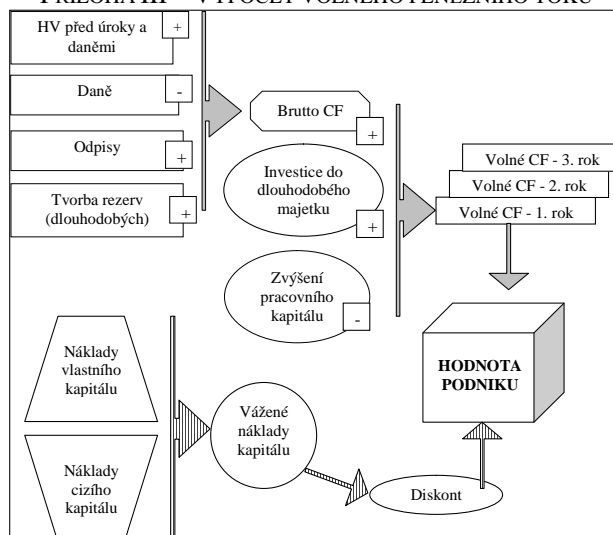
Zdroj: převzato ze s. 16, Lit. [3] Kislingerová, E.: Oceňování podniku. 1 vyd. Praha: C. H. Beck, 1999. 304 s. ISBN 80 – 7179 – 227 – 6.

## PŘÍLOHA II – INFORMAČNÍ OKRUHY VSTUPUJÍCÍ DO PRÁCE ODHADCE



Zdroj: převzato ze s. 18, Lit. [3] Kislingerová, E.: Oceňování podniku. 1 vyd. Praha: C. H. Beck, 1999. 304 s. ISBN 80 – 7179 – 227 – 6.

PŘÍLOHA III – VÝPOČET VOLNÉHO PENĚŽNÍHO TOKU



Zdroj: převzato ze s. 34, lit.[1] Mařík, M.: Oceňování podniků. Praha, Express, 1996. ISBN 901991 -1 - 9. (s.111)

PŘÍLOHA IV – MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY

|  |                | 2005                     | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010            | 2008 | 2009 | 2010 |
|--|----------------|--------------------------|------|------|------|------|-----------------|------|------|------|
|  |                | Předb. Aktuální predikce |      |      |      |      | Minulá predikce |      |      |      |
| <b>Hrubý domácí produkt</b>              | růst v %, s.c. | 6,3                      | 6,8  | 6,1  | 3,0  | -4,3 | 0,3             | 3,2  | -2,3 | 0,8  |
| <b>Spotřeba domácností</b>               | růst v %, s.c. | 2,5                      | 5,2  | 5,0  | 2,7  | 1,1  | 0,7             | 2,8  | 0,9  | 0,9  |
| <b>Spotřeba vlády</b>                    | růst v %, s.c. | 2,9                      | 1,2  | 0,7  | 1,7  | 1,3  | 0,5             | 0,9  | 1,8  | 1,2  |
| <b>Tvorba hrubého fixního kapitálu</b>   | růst v %, s.c. | 1,8                      | 6,0  | 10,8 | -0,1 | -5,7 | -1,5            | 3,1  | -4,9 | -0,2 |
| <b>Příspěvek ZO k růstu HDP</b>          | p.b., s.c.     | 4,6                      | 1,5  | 1,1  | 1,9  | -1,8 | 0,2             | 2,1  | -1,6 | 0,5  |
| <b>Deflátor HDP</b>                      | růst v %       | -0,3                     | 1,1  | 3,4  | 1,6  | 2,8  | 1,0             | 1,7  | 1,9  | 0,7  |
| <b>Průměrná míra inflace</b>             | %              | 1,9                      | 2,5  | 2,8  | 6,3  | 1,1  | 1,1             | 6,3  | 1,1  | 0,9  |
| <b>Zaměstnanost (VŠPS)</b>               | růst v %       | 1,2                      | 1,3  | 1,9  | 1,6  | -1,8 | -2,1            | 1,6  | -1,0 | -1,6 |
| <b>Míra nezaměstnanosti (VŠPS)</b>       | průměr v %     | 7,9                      | 7,1  | 5,3  | 4,4  | 6,8  | 8,5             | 4,4  | 6,1  | 7,5  |
| <b>Objem mezd a platů (dom. koncept)</b> | růst v %, b.c. | 6,9                      | 7,9  | 9,4  | 10,8 | 1,0  | 1,0             | 8,4  | 2,7  | 2,3  |
| <b>Podíl BÚ na HDP</b>                   | %              | -1,3                     | -2,6 | -3,1 | -3,1 | -2,0 | -0,9            | -3,1 | -2,9 | -2,6 |
| <i>Předpoklady:</i>                      |                |                          |      |      |      |      |                 |      |      |      |
| <b>Směnný kurz CZK/EUR</b>               |                | 29,8                     | 28,3 | 27,8 | 24,9 | 26,8 | 25,5            | 24,9 | 26,9 | 25,0 |
| <b>Dlouhodobé úrokové sazby</b>          | % p.a.         | 3,5                      | 3,8  | 4,3  | 4,6  | 4,5  | 4,4             | 4,6  | 4,3  | 4,5  |
| <b>Ropa Brent</b>                        | USD/barel      | 54                       | 65   | 73   | 98   | 62   | 79              | 98   | 53   | 66   |
| <b>HDP eurozóny (EA12)</b>               | růst v %, s.c. | 1,8                      | 3,0  | 2,6  | 0,8  | -4,3 | -0,2            | 0,8  | -3,3 | -0,5 |

Zdroj: [8E]Ministerstvo financí ČR. Ministerstvo financí ČESKÉ REPUBLIKY: Makroekonomická predikce. [online]. Praha 1: Ministerstvo financí ČR, 2005 - 2009 [cit. 2009-06-25]. Dostupný z WWW: [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xch/mfcr/xsl/makro\\_pre.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xch/mfcr/xsl/makro_pre.html)

PŘÍLOHA V – SKLIZEŇ VYBRANÝCH ZEMĚDĚLSKÝCH PLODIN (2001 –2009)

| Sklizeň vybraných zemědělských plodin v tunách |           |         |           |         |           |
|--|-----------|---------|-----------|---------|-----------|
| rok  | pšenice   | žito    | ječmen    | oves    | řepka     |
| 2001   | 4 476 080 | 149 298 | 1 965 611 | 136 363 | 973 321   |
| 2002   | 3 866 473 | 119 154 | 1 792 557 | 167 708 | 709 533   |
| 2003   | 2 637 891 | 159 312 | 2 068 693 | 233 560 | 387 805   |
| 2004   | 5 042 523 | 313 348 | 2 330 582 | 227 017 | 934 674   |
| 2005   | 4 145 039 | 196 755 | 2 195 376 | 151 054 | 769 377   |
| 2006   | 3 506 252 | 74 811  | 1 897 703 | 154 906 | 880 172   |
| 2007   | 3 938 924 | 177 507 | 1 893 408 | 159 408 | 1 031 920 |
| 2008   | 4 631 502 | 209 787 | 2 243 865 | 155 868 | 1 048 943 |
| odhad červen 2009                              | 4 131 064 | 163 783 | 1 948 654 | 158 008 | 996 772   |

Zdroj: vlastní dopočet z dat Českého statistického úřadu<sup>139</sup>

PŘÍLOHA VI – INDEX CEN ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ (2000 – 2008)

| Index cen výrobců (průměr roku 2005 = 100)          |             |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|---|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|   |             | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  |
| Zemědělských výrobců                                |             | 106,6 | 116,2 | 105,1 | 102,1 | 110,4 | 100,0 | 101,1 | 118,1 | 128,5 |
| z toho výrobků                                      | živočišných | 101,3 | 111,1 | 97,5  | 93,6  | 99,3  | 100,0 | 96,1  | 97,7  | 102,8 |
|   | rostlinných | 118,0 | 127,4 | 121,5 | 120,3 | 134,3 | 100,0 | 107,0 | 142,1 | 158,9 |
| Index cen výrobců (průměr předchozího období = 100) |             |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|   |             | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  |       |
| Zemědělských výrobců                                |             | 109,0 | 90,4  | 97,1  | 108,1 | 90,6  | 101,1 | 116,8 | 108,8 |       |
| z toho výrobků                                      | živočišných | 109,7 | 0,9   | 1,0   | 106,1 | 100,7 | 96,1  | 101,7 | 105,2 |       |
|   | rostlinných | 108,0 | 95,4  | 99,0  | 111,6 | 74,5  | 107,0 | 132,8 | 111,8 |       |

Zdroj: dopočet z dat Českého statistického úřadu<sup>140</sup>

<sup>139</sup> Český statistický úřad. Zemědělství – časové řady. Tab. 4. Sklizeň zemědělských plodin – Česká republika. [online], [cit. 2009-02-22]. dostupné na: [http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/zem\\_cr](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/zem_cr), [20E] Český statistický úřad. Český statistický úřad - Zemědělství – Odhady sklizní – Archiv za rok 2004 - 2009. [online]. Praha 10: Český statistický úřad, 2009, 20. 7. 2009 [cit. 2009-07-20]. Dostupný z WWW: <http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/kalendar/aktual-skl>

<sup>140</sup> [19E] Český statistický úřad. Český statistický úřad - Ekonomika – Ceny, inflace: Indexy cen výrobců – časové řady, Tab.1. [online]. Praha 10: Český statistický úřad, 2009, 15. 7. 2009 [cit. 2009-07-20]. Dostupný z WWW: [http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/i/tab\\_1\\_indexy\\_cen\\_vyrobcu\\_prumer\\_r\\_2000\\_100/File/ipccr071509\\_1.xls](http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/i/tab_1_indexy_cen_vyrobcu_prumer_r_2000_100/File/ipccr071509_1.xls)

PŘÍLOHA VII – INDEX CEN ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ (2006 – ČERVEN 2009)

| Index cen výrobců (průměr roku 2005 = 100) |                      |                |             | Index cen výrobců (průměr předchozího roku = 100) |                |             |
|--|----------------------|----------------|-------------|---|----------------|-------------|
|  | Zemědělských výrobců | z toho výrobků |             | Zemědělských výrobců                              | z toho výrobků |             |
|  |                      | živočišných    | rostlinných |   | živočišných    | rostlinných |
| <b>2006 - leden</b>                        | 97,5                 | 98,9           | 95,8        | 97,5  | 98,9           | 95,8        |
| únor                                       | 97,0                 | 97,2           | 96,8        | 97,0  | 97,2           | 96,8        |
| březen                                     | 97,2                 | 95,8           | 98,8        | 97,2  | 95,8           | 98,8        |
| duben                                      | 98,7                 | 95,8           | 102,0       | 98,7  | 95,8           | 102,0       |
| květen                                     | 99,3                 | 94,9           | 104,6       | 99,3  | 94,9           | 104,6       |
| červen                                     | 103,8                | 95,3           | 113,9       | 103,8   | 95,3           | 113,9       |
| červenec                                   | 101,7                | 96,0           | 108,4       | 101,7   | 96,0           | 108,4       |
| srpen                                      | 100,9                | 95,8           | 107,0       | 100,9   | 95,8           | 107,0       |
| září                                       | 103,0                | 96,6           | 110,6       | 103,0   | 96,6           | 110,6       |
| říjen                                      | 103,5                | 96,6           | 111,7       | 103,5   | 96,6           | 111,7       |
| listopad                                   | 104,8                | 95,8           | 115,4       | 104,8   | 95,8           | 115,4       |
| prosinec                                   | 106,8                | 94,9           | 120,8       | 106,8   | 94,9           | 120,8       |
| <b>2007 - leden</b>                        | 109,0                | 94,7           | 125,8       | 107,8   | 98,5           | 117,6       |
| únor                                       | 109,6                | 93,1           | 129,2       | 108,4   | 96,9           | 120,7       |
| březen                                     | 111,8                | 92,6           | 134,6       | 110,6   | 96,4           | 125,8       |
| duben                                      | 111,0                | 92,2           | 133,2       | 109,8   | 95,9           | 124,5       |
| květen                                     | 111,3                | 92,9           | 133,0       | 110,1   | 96,7           | 124,3       |
| červen                                     | 113,2                | 94,0           | 136,0       | 112,0   | 97,8           | 127,1       |
| červenec                                   | 113,2                | 95,5           | 134,1       | 112,0   | 99,4           | 125,3       |
| srpen                                      | 116,6                | 98,3           | 138,1       | 115,3   | 102,3          | 129,1       |
| září                                       | 121,6                | 100,9          | 146,2       | 120,3   | 105,0          | 136,6       |
| říjen                                      | 128,8                | 102,7          | 159,6       | 127,4   | 106,9          | 149,2       |
| listopad                                   | 133,0                | 106,7          | 164,1       | 131,6   | 111,0          | 153,4       |
| prosinec                                   | 135,2                | 109,0          | 166,2       | 133,7   | 113,4          | 155,3       |
| <b>2008 - leden</b>                        | 138,3                | 109,7          | 172,2       | 117,1   | 112,3          | 121,2       |
| únor                                       | 139,3                | 108,6          | 175,6       | 118,0   | 111,2          | 123,6       |
| březen                                     | 141,0                | 107,7          | 180,3       | 119,4   | 110,2          | 126,9       |
| duben                                      | 142,0                | 107,0          | 183,3       | 120,2   | 109,5          | 129,0       |
| květen                                     | 142,7                | 104,6          | 187,7       | 120,8   | 107,1          | 132,1       |
| červen                                     | 142,0                | 104,2          | 186,6       | 120,2   | 106,7          | 131,3       |
| červenec                                   | 137,4                | 102,9          | 178,0       | 116,3   | 105,3          | 125,3       |
| srpen                                      | 123,9                | 101,2          | 150,7       | 104,9   | 103,6          | 106,1       |
| září                                       | 116,3                | 99,9           | 135,7       | 98,5  | 102,3          | 95,5        |
| říjen                                      | 111,8                | 98,6           | 127,3       | 94,7  | 100,9          | 89,6        |
| listopad                                   | 107,1                | 95,8           | 120,4       | 90,7  | 98,1           | 84,7        |
| prosinec                                   | 104,4                | 92,9           | 117,8       | 88,4  | 95,1           | 82,9        |
| <b>2009 - leden</b>                        | 101,3                | 90,3           | 114,1       | 78,8  | 87,8           | 71,8        |
| únor                                       | 100,2                | 88,0           | 114,6       | 78,0  | 85,6           | 72,1        |
| březen                                     | 100,7                | 87,3           | 116,5       | 78,4  | 84,9           | 72,1        |
| duben                                      | 100,5                | 87,7           | 115,6       | 78,2  | 85,3           | 73,3        |
| květen                                     | 97,9                 | 87,2           | 110,5       | 76,2  | 84,8           | 72,8        |
| červen                                     | 102,4                | 87,5           | 120,0       | 79,7  | 85,1           | 69,5        |

Zdroj: data Českého statistického úřadu<sup>141</sup>

<sup>141</sup> [19E] Český statistický úřad. Český statistický úřad - Ekonomika – Ceny, inflace: Indexy cen výrobců – časové řady, Tab.1. [online]. Praha 10: Český statistický úřad, 2009, 15. 7. 2009 [cit. 2009-07-20]. Dostupný z WWW: [http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/i/tab\\_1\\_indexy\\_cen\\_vyrobcu\\_prumer\\_r\\_2000\\_100/File/ipccr071509\\_1.xls](http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/i/tab_1_indexy_cen_vyrobcu_prumer_r_2000_100/File/ipccr071509_1.xls)

PŘÍLOHA VIII – VÝVOJ CENOVÝCH INDEXŮ V POTRAVINÁŘSTVÍ – ČR (2001 – 2008)

| Označení skupiny | Název skupiny             | Stejně období předchozího roku = 100 (průměr od počátku roku) |       |       |       |       |       |       |       |
|------------------|---------------------------|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                  |                           | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  |
| CA 10            | Potravinářské výrobky     | 106,2   | 97,8  | 98,0  | 106,1 | 97,9  | 98,8  | 105,3 | 107,6 |
| CA 101           | Konzerv.maso a masné vyr. | 109,5   | 90,8  | 94,6  | 104,3 | 102,0 | 98,4  | 100,3 | 101,9 |
| CA 102           | Zprac.,konz.ryby,m.plody  | 109,7   | 108,3 | 99,4  | 99,1  | 100,0 | 101,3 | 100,4 | 100,6 |
| CA 103           | Úprav.a konz.ovoce a zel. | 99,8  | 100,4 | 99,7  | 101,0 | 100,1 | 101,1 | 106,7 | 103,5 |
| CA 104           | Rost.a živoč.oleje a tuky | 101,1   | 101,3 | 100,2 | 101,8 | 92,0  | 101,0 | 103,7 | 124,8 |
| CA 105           | Mléčné výrobky            | 103,7   | 102,4 | 100,1 | 105,5 | 100,3 | 97,7  | 107,0 | 104,4 |
| CA 106           | Mlýnské a škrob.výrobky   | 105,3   | 99,0  | 99,0  | 110,4 | 90,0  | 100,9 | 117,8 | 120,9 |
| CA 107           | Pekařské výrobky a těst.  | 103,3   | 100,3 | 100,1 | 109,1 | 99,4  | 100,3 | 106,3 | 112,6 |
| CA 108           | Ostatní potraviny         | 104,7   | 103,0 | 101,7 | 106,2 | 100,1 | 101,3 | 101,3 | 99,2  |
| CA 109           | Průmyslová krmiva         | 114,6   | 94,2  | 93,1  | 108,3 | 87,5  | 94,2  | 115,7 | 119,8 |
| CA 110           | Nápoje                    | 105,4   | 104,0 | 102,1 | 102,6 | 103,1 | 101,7 | 104,1 | 105,6 |

Zdroj: : vlastní zpracování z dat Českého statistického úřadu<sup>142</sup>

PŘÍLOHA IX – MEZIROČNÍ INDEX TRŽEB ZA PRODEJ VVS V B.C. (2001 – 2007)

| Meziroční indexy tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb v b. c. (2000 - 2007) |   |       |       |       |       |       |       |       |  |
|---|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
| označení a název skupiny  |   | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  |  |
| 15.1  | výroba, zpracování a konzervování masa a masných výrobků  | 111,8 | 104,8 | 94,5  | 107,4 | 91,1  | 107,9 | 101,2 |  |
| 15.2  | zpracování a konzervování ryb, rybích výrobků             | 116,6 | 87,2  | 101,3 | 106,9 | 90,0  | 76,2  | 95,5  |  |
| 15.3  | zpracování a konzervování ovoce, zeleniny a brambor       | 82,7  | 112,6 | 89,4  | 109,5 | 90,3  | 109,0 | 102,4 |  |
| 15.4  | výroba rostlinných a živočišných olejů a tuků             | 109,5 | 97,3  | 95,0  | 105,7 | 129,6 | 97,9  | 109,0 |  |
| 15.5  | zpracování mléka, výroba mlékařenských výrobků a zmrzliny | 104,2 | 99,0  | 96,0  | 110,3 | 102,6 | 94,4  | 109,0 |  |
| 15.6  | výroba mlýnských a škrobářenských výrobků                 | 109,9 | 82,6  | 115,3 | 122,4 | 97,2  | 87,1  | 110,0 |  |
| 15.7  | výroba krmiv  | 124,3 | 91,2  | 93,8  | 100,4 | 92,1  | 99,9  | 110,3 |  |
| 15.8  | výroba ostatních potravinářských výrobků                  | 102,2 | 106,8 | 98,0  | 113,3 | 97,7  | 100,6 | 99,1  |  |
| 15.9  | výroba nápojů   | 109,4 | 102,7 | 104,0 | 99,6  | 99,1  | 103,6 | 108,7 |  |
| OKEČ 15   |   | 107,8 | 101,6 | 98,0  | 107,4 | 98,1  | 101,0 | 104,7 |  |

Zdroj: vlastní zpracování z dat Ministerstva průmyslu a obchodu České republiky<sup>143</sup>

PŘÍLOHA X – MEZIROČNÍ INDEX ÚČETNÍ PŘIDANÉ HODNOTY V B.C. (2001 – 2007)

| Meziroční indexy účetní přidané hodnoty v b. c. (2000 - 2007) |   |       |       |       |       |       |       |       |
|---|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| označení a název skupiny                                      |   | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  |
| 15.1  | výroba, zpracování a konzervování masa a masných výrobků  | 120,4 | 113,5 | 95,1  | 99,0  | 98,2  | 109,2 | 113,6 |
| 15.2  | zpracování a konzervování ryb, rybích výrobků             | 86,0  | 85,3  | 136,1 | 104,7 | 91,6  | 83,2  | 112,1 |
| 15.3  | zpracování a konzervování ovoce, zeleniny a brambor       | 84,8  | 119,7 | 93,8  | 98,8  | 102,8 | 101,2 | 120,6 |
| 15.4  | výroba rostlinných a živočišných olejů a tuků             | 85,5  | 105,3 | 85,5  | 85,0  | 134,2 | 100,3 | 73,3  |
| 15.5  | zpracování mléka, výroba mlékařenských výrobků a zmrzliny | 98,6  | 79,9  | 85,6  | 142,8 | 96,8  | 95,3  | 125,5 |
| 15.6  | výroba mlýnských a škrobářenských výrobků                 | 110,0 | 103,3 | 102,8 | 129,0 | 104,5 | 88,4  | 93,8  |
| 15.7  | výroba krmiv  | 109,7 | 99,4  | 96,3  | 99,2  | 100,1 | 92,8  | 104,4 |
| 15.8  | výroba ostatních potravinářských výrobků                  | 113,0 | 102,8 | 101,6 | 117,3 | 97,9  | 100,6 | 101,8 |
| 15.9  | výroba nápojů   | 105,3 | 117,3 | 109,4 | 99,9  | 106,1 | 101,6 | 100,6 |
| OKEČ 15   |   | 107,9 | 106,3 | 100,7 | 108,1 | 101,5 | 100,7 | 104,4 |

Zdroj: vlastní zpracování z dat Ministerstva průmyslu a obchodu České republiky<sup>82</sup>

<sup>142</sup> [25E] Český statistický úřad. Český statistický úřad - *Ekonomika – Ceny, inflace: Indexy cen výrobců – časové řady*, Tab.2. Indexy cen průmyslových výrobců podle CZ-CPA [online]. Praha 10: Český statistický úřad, 2009, 15. 7. 2009 [cit. 2009-07-20]. Dostupný z WWW: [http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/i/ipccr\\_2/\\$File/ipccr071509\\_2.xls](http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/i/ipccr_2/$File/ipccr071509_2.xls)

<sup>143</sup> [28E] Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky. *Ministerstvo průmyslu a obchodu. Průmysl a stavebnictví – Zpracovatelský průmysl – Data a grafy zpracovatelského průmyslu*. [online]. 9. 3. 2009 [cit. 2009-04-10]. Dostupný z WWW: <http://www.mpo.cz/dokument56844.html>

PŘÍLOHA XI– VÝROBA KRMNÝCH SMĚSÍ DLE DRUHŮ ZVÍŘAT A CELKEM (1999 – 2008)

| rok  | 1999     | 2000     | 2001     | 2002     | 2003     | 2004     | 2005     | 2006     | 2007     | 2008     |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <i>I. Výroba krmných směsí dle jednotlivých druhů zvířat v tis.tun</i> |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| prasata  | 1 451,55 | 1 423,40 | 1 507,68 | 1 416,71 | 1 474,80 | 1 213,67 | 1 199,39 | 1 243,01 | 1 268,15 | 1 093,19 |
| drůbež   | 967,809  | 1 013,78 | 1 095,89 | 1 084,98 | 1 038,13 | 973,667  | 905,237  | 961,968  | 1 074,33 | 1 073,62 |
| skot   | 593,47   | 568,573  | 611,808  | 498,524  | 498,142  | 470,494  | 541,532  | 544,719  | 547,957  | 535,885  |
| ostatní hospodářská zvířata  | 145,18   | 126,442  | 132,097  | 103,045  | 126,877  | 86,845   | 84,808   | 89,04    | 112,015  | 95,767   |
| celkem krmné směsi pro hospodářská zvířata                             | 3 158,00 | 3 132,20 | 3 347,48 | 3 103,26 | 3 137,95 | 2 744,68 | 2 730,97 | 2 838,74 | 3 002,45 | 2 798,46 |
| <i>II. Výroba krmných směsí pro domácí zvířata v tis.tun</i>           |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| psi a kočky  | 52,135   | 64,097   | 89,545   | 93,161   | 115,67   | 98,347   | 239,634  | 118,313  | 164,506  | 174,523  |
| ptactvo  | 1,104    | 1,391    | 1,434    | 2,036    | 3,353    | 1,799    | 1,446    | 1,257    | 1,373    | 1,416    |
| ostatní domácí zvířata   | 4,469    | 3,824    | 4,83     | 12,351   | 1,752    | 3,107    | 9,642    | 2,948    | 8,797    | 4,481    |
| krmné směsi pro domácí zvířata celkem                                  | 57,708   | 69,312   | 95,809   | 107,548  | 120,775  | 103,253  | 250,722  | 122,518  | 174,676  | 180,42   |
| celkem krmné směsi   | 3 215,71 | 3 201,51 | 3 443,29 | 3 210,81 | 3 258,73 | 2 847,93 | 2 981,69 | 2 961,26 | 3 177,12 | 2 978,88 |

Zdroj: vlastní zpracování z dat Ministerstva zemědělství České republiky<sup>144</sup>

PŘÍLOHA XII – SPOTŘEBA KRMNÝCH SUROVIN PRO VÝROBU KRMNÝCH SMĚSÍ (1999 – 2008)

|                                     | <i>Spotřeba krmných surovin pro výrobu krmných směsí v tis. tun</i> |          |          |          |          |          |          |          |          |          | průměrná relativní struktura krmných směsí |
|-------------------------------------|---|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|--|
|                                     | 1999  | 2000     | 2001     | 2002     | 2003     | 2004     | 2005     | 2006     | 2007     | 2008     |  |
| obiloviny                           | 2 100,50  | 2 095,16 | 2 218,68 | 2 141,43 | 2 137,31 | 1 859,61 | 1 747,56 | 1 877,86 | 1 993,47 | 1 862,50 | 65,06%                                     |
| pšenice                             | 1 099,84  | 1 217,19 | 1 377,52 | 1 328,53 | 1 118,12 | 887,931  | 943,998  | 1 022,45 | 1 076,08 | 936,191  | 35,62%                                     |
| ječmen                              | 663,959   | 559,96   | 507,716  | 470,011  | 545,924  | 578,877  | 434,443  | 485,755  | 524,742  | 413,238  | 16,84%                                     |
| oves                                | 57,489  | 48,982   | 37,863   | 27,449   | 41,632   | 52,509   | 42,793   | 32,958   | 33,798   | 29,368   | 1,31%                                      |
| žito a tritikale                    | 40,832  | 48,008   | 49,371   | 60,012   | 83,937   | 55,191   | 87,393   | 81,586   | 48,09    | 60,804   | 2,00%                                      |
| kukuřice                            | 232,769   | 214,121  | 238,578  | 243,559  | 335,21   | 279,593  | 233,252  | 250,198  | 293,149  | 415,059  | 8,99%                                      |
| ostatní obiloviny                   | 5,613   | 6,898    | 7,635    | 11,873   | 12,486   | 5,513    | 5,68     | 4,908    | 17,606   | 7,841    | 0,27%                                      |
| luštěniny                           | 23,731  | 19,044   | 17,63    | 19,141   | 21,243   | 13,17    | 15,39    | 22,871   | 21,115   | 8,538    | 0,58%                                      |
| hrách                               | x   | x        | x        | x        | x        | x        | x        | x        | 15,025   | 6,824    | 0,37%                                      |
| ostatní                             | x   | x        | x        | x        | x        | x        | x        | x        | 6,091    | 1,714    | 0,13%                                      |
| mlýnské krmné sur.                  | 210,876   | 192,877  | 231,203  | 178,258  | 173,445  | 142,223  | 312,828  | 123,376  | 153,997  | 134,836  | 5,99%                                      |
| krmná mouka                         | 34,868  | 32,252   | 41,145   | 31,066   | 42,627   | 39,866   | 201,164  | 36,698   | 38,533   | 35,922   | 1,76%                                      |
| otruby                              | 172,99  | 157,135  | 185,433  | 138,171  | 124,188  | 99,185   | 90,621   | 83,983   | 110,535  | 94,466   | 4,02%                                      |
| ostatní                             | 3,018   | 3,489    | 4,625    | 9,021    | 6,63     | 3,172    | 21,043   | 2,695    | 4,929    | 4,448    | 0,20%                                      |
| krmné suroviny z olej.semen         | 504,116   | 509,3    | 577,816  | 561,91   | 572,876  | 547,508  | 572,719  | 593,274  | 613,398  | 585,029  | 18,36%                                     |
| sojový extrahovaný šrot             | 354,847   | 360,44   | 414,673  | 420,765  | 426,303  | 417,156  | 438,56   | 453,112  | 462,515  | 430,862  | 13,61%                                     |
| řepkový extrahovaný šrot a výlisky  | 119,41  | 117,12   | 129,941  | 110,446  | 110,725  | 90,395   | 97,416   | 96,804   | 100,575  | 111,07   | 3,52%                                      |
| slunečnicový extrah. šrot a výlisky | 19,641  | 18,708   | 19,001   | 9,968    | 13,104   | 17,547   | 13,447   | 11,794   | 15,391   | 10,729   | 0,49%                                      |
| ostatní produkty potr.přemyslu      | 10,218  | 13,032   | 14,201   | 20,731   | 22,744   | 22,41    | 23,296   | 31,564   | 34,917   | 32,368   | 0,75%                                      |
| sušené pivovarské mláto             | 1,347   | 1,295    | 3,274    | 1,192    | 1,24     | 1,598    | 0,666    | 0,599    | 0,409    | 1,125    | 0,03%                                      |
| ostatní produkty potr.přemyslu      | 9,236   | 6,484    | 9,573    | 17,035   | 14,627   | 14,458   | 14,046   | 12,017   | 17,315   | 19,496   | 0,45%                                      |
| krmiva živ.původu                   | 138,251   | 143,388  | 136,082  | 140,071  | 109,889  | 58,241   | 49,03    | 64,957   | 70,88    | 78,53    | 3,15%                                      |
| živočišné moučky                    | 101,684   | 103,539  | 88,738   | 92,061   | 72,241   | 15,066   | 15,485   | 31,546   | 30,511   | 31,943   | 1,82%                                      |
| rybí moučka                         | 11,14   | 12,67    | 18,732   | 19,839   | 16,732   | 9,643    | 9,514    | 10,654   | 9,326    | 9,826    | 0,40%                                      |
| sušené mléko                        | 3,984   | 3,505    | 4,128    | 4,307    | 1,882    | 2,782    | 2,053    | 5,84     | 2,87     | 3,602    | 0,11%                                      |
| ostatní                             | 21,443  | 23,674   | 24,484   | 23,864   | 19,034   | 30,75    | 21,978   | 16,917   | 28,173   | 33,159   | 0,79%                                      |
| úsušky píce                         | 33,587  | 31,335   | 35,223   | 21,397   | 20,336   | 18,408   | 13,763   | 15,334   | 19,412   | 16,71    | 0,72%                                      |
| minerální krmiva                    | 111,457   | 127,092  | 140,353  | 105,55   | 86,613   | 100,645  | 94,591   | 105,634  | 101,697  | 104,28   | 3,43%                                      |
| ostatní krmné suroviny              | 42,352  | 52,102   | 56,574   | 77,923   | 82,505   | 84,578   | 70,178   | 77,646   | 78,687   | 72,985   | 2,25%                                      |
| celkem krmné suroviny               | 3 175,45  | 3 178,07 | 3 426,41 | 3 263,91 | 3 220,08 | 2 840,44 | 2 890,77 | 2 893,57 | 3 070,38 | 2 884,03 | 100,00%                                    |

Zdroj: vlastní zpracování z dat Ministerstva zemědělství České republiky[26E]

<sup>144</sup> [26E] Ministerstvo zemědělství ČR. Ministerstvo zemědělství ČR. Zemědělská výroba – Statistika v oblasti – Krmiva – Výroba průmyslových krmiv za rok 2008, 2007, 2006, 2005. [online]. 30. 4. 2009 [cit. 2009-05-18]. Dostupný z WWW: <http://www.mze.cz/Index.aspx?ch=73&typ=2&ids=2341&val=2341>

PŘÍLOHA XIII – MEZIROČNÍ INDEXY SPOTŘEBY HLAVNÍCH KRMNÝCH SUROVIN PRO VÝROBU KRMNÝCH SMĚSÍ  
(2000 – 2008)

| Meziroční index spotřeby hlavních krmných surovin pro výrobu krmných směsí |         |         |         |         |         |         |         |         |         | průměrná meziroční změna |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------------------------|
|  | 2000    | 2001    | 2002    | 2003    | 2004    | 2005    | 2006    | 2007    | 2008    |                          |
| pšenice  | 110,67  | 113,172 | 96,4437 | 84,162  | 79,4131 | 106,314 | 108,311 | 105,245 | 86,9998 | -1,77%                   |
| ječmen   | 84,3365 | 90,67   | 92,5736 | 116,151 | 106,036 | 75,0493 | 111,811 | 108,026 | 78,7507 | -5,13%                   |
| oves   | 85,2024 | 77,2998 | 72,4956 | 151,67  | 126,127 | 81,4965 | 77,0173 | 102,549 | 86,8927 | -7,19%                   |
| žito a tritikale   | 117,574 | 102,839 | 121,553 | 139,867 | 65,7529 | 158,346 | 93,3553 | 58,9439 | 126,438 | 4,52%                    |
| kukuřice   | 91,9886 | 111,422 | 102,088 | 137,63  | 83,4083 | 83,4256 | 107,265 | 117,167 | 141,586 | 6,64%                    |
| mlýnské krmné sur.   | 91,4647 | 119,871 | 77,1002 | 97,3    | 81,9989 | 219,956 | 39,4389 | 124,819 | 87,5575 | -4,85%                   |
| krmné suroviny z olej.semen  | 101,028 | 113,453 | 97,2472 | 101,952 | 95,5718 | 104,605 | 103,589 | 103,392 | 95,3751 | 1,67%                    |
| krmiva živ.původu  | 103,716 | 94,9047 | 102,931 | 78,4524 | 52,9998 | 84,1847 | 132,484 | 109,118 | 110,793 | -6,09%                   |
| minerální krmiva   | 114,028 | 110,434 | 75,2032 | 82,0587 | 116,201 | 93,9848 | 111,674 | 96,273  | 102,54  | -0,74%                   |
| ostatní krmné suroviny   | 101,115 | 110,884 | 114,358 | 102,609 | 90,3488 | 86,929  | 111,403 | 115,872 | 81,9799 | 1,00%                    |
| celkem krmné suroviny  | 100,083 | 107,814 | 95,2575 | 98,6571 | 88,2104 | 101,772 | 100,097 | 106,111 | 93,9307 | -1,06%                   |

Zdroj: vlastní zpracování z dat Ministerstva zemědělství České republiky[26E]

PŘÍLOHA XIV – CENOVÝ VÝVOJ KRMNÝCH SMĚSÍ – MĚSÍČNÍ INDEXY A ROČNÍ INDEXY

| Index cen výrobců - průmyslová krmiva (průměr roku 2005 = 100)                   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 01/08  | 02/08 | 03/08 | 04/08 | 05/08 | 06/08 | 07/08 | 08/08 | 09/08 | 10/08 | 11/08 | 12/08 | 01/09 | 02/09 | 03/09 | 04/09 | 05/09 | 06/09 |
| 131,5  | 134,7 | 135,5 | 136,2 | 137,5 | 137,6 | 137,9 | 134,5 | 128,7 | 120,5 | 117,6 | 115,5 | 111,4 | 110,9 | 110,4 | 110,6 | 110,1 | 109,5 |
| Index cen výrobců - průmyslová krmiva (stejně období předchozího roku = 100)     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 134,6  | 135,6 | 135,5 | 135,9 | 135,8 | 135,7 | 133,8 | 122,6 | 112,2 | 98,3  | 92,1  | 88,4  | 84,7  | 82,4  | 81,5  | 81,2  | 80,0  | 79,6  |
| Index cen výrobců (stejně období předchozího roku = 100, průměr od počátku roku) |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|  | 1998  | 1999  | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  |       |       |       |       |       |       |
| průmyslová krmiva  | 94,2  | 85,9  | 102,9 | 114,6 | 94,2  | 93,1  | 108,3 | 87,5  | 94,2  | 115,7 | 119,8 |       |       |       |       |       |       |

Zdroj: vlastní zpracování z dat dle [25E] Český statistický úřad. Český statistický úřad - Ekonomika – Ceny, inflace: Indexy cen výrobců – časové řady, Tab.2. Indexy cen průmyslových výrobců podle CZ-CPA [online]. Praha 10: Český statistický úřad, 2009, 15. 7. 2009 [cit. 2009-07-20]. Dostupný z WWW: [http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/i/ipccr\\_2/\\$File/ipccr071509\\_2.xls](http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/i/ipccr_2/$File/ipccr071509_2.xls)

PŘÍLOHA XV – VÝVOJ STAVU HOSPODÁŘSKÝCH ZVÍŘAT (TIS. KS) (1980 – 2008)

| Vývoj stavu hospodářských zvířat (tis. kusů) |       |         |               |      |        |        |                 |
|--|-------|---------|---------------|------|--------|--------|-----------------|
| rok  | skot  | prasata | ovce a berani | koně | drůbež | celkem | meziroční změna |
| 1980   | 3 429 | 4 797   | 290           | 25   | 31 926 | 40 467 |                 |
| 1981   | 3 499 | 5 106   | 308           | 24   | 31 472 | 40 409 | -0,14%          |
| 1982   | 3 556 | 4 724   | 327           | 24   | 31 408 | 40 039 | -0,92%          |
| 1983   | 3 546 | 4 558   | 342           | 25   | 32 083 | 40 554 | 1,29%           |
| 1984   | 3 548 | 4 507   | 364           | 26   | 34 192 | 42 637 | 5,14%           |
| 1985   | 3 503 | 4 299   | 372           | 27   | 31 898 | 40 099 | -5,95%          |
| 1986   | 3 462 | 4 333   | 389           | 28   | 30 887 | 39 099 | -2,49%          |
| 1987   | 3 482 | 4 411   | 409           | 28   | 32 127 | 40 457 | 3,47%           |
| 1988   | 3 467 | 4 618   | 404           | 28   | 31 663 | 40 180 | -0,68%          |
| 1989   | 3 481 | 4 686   | 399           | 27   | 32 480 | 41 073 | 2,22%           |
| 1990   | 3 506 | 4 790   | 430           | 27   | 31 981 | 40 734 | -0,83%          |
| 1991   | 3 360 | 4 569   | 430           | 25   | 33 278 | 41 662 | 2,28%           |
| 1992   | 2 950 | 4 609   | 343           | 21   | 30 756 | 38 679 | -7,16%          |
| 1993   | 2 512 | 4 599   | 254           | 19   | 28 220 | 35 604 | -7,95%          |
| 1994   | 2 161 | 4 071   | 196           | 18   | 24 974 | 31 420 | -11,75%         |
| 1995   | 2 030 | 3 867   | 165           | 18   | 26 688 | 32 768 | 4,29%           |
| 1996   | 1 989 | 4 016   | 134           | 19   | 27 875 | 34 034 | 3,86%           |
| 1997   | 1 866 | 4 080   | 121           | 19   | 27 573 | 33 658 | -1,10%          |
| 1998   | 1 701 | 4 013   | 94            | 21   | 29 035 | 34 864 | 3,58%           |
| 1999   | 1 657 | 4 001   | 86            | 23   | 30 222 | 35 989 | 3,23%           |
| 2000   | 1 574 | 3 688   | 84            | 24   | 30 784 | 36 154 | 0,46%           |
| 2001   | 1 582 | 3 594   | 90            | 26   | 32 043 | 37 335 | 3,27%           |
| 2002   | 1 520 | 3 441   | 96            | 21   | 29 947 | 35 025 | -6,19%          |
| 2003   | 1 474 | 3 363   | 103           | 20   | 26 873 | 31 833 | -9,11%          |
| 2004   | 1 428 | 3 127   | 116           | 20   | 25 494 | 30 185 | -5,18%          |
| 2005   | 1 397 | 2 877   | 140           | 21   | 25 372 | 29 807 | -1,25%          |
| 2006   | 1 374 | 2 840   | 148           | 23   | 25 736 | 30 121 | 1,05%           |
| 2007   | 1 391 | 2 830   | 169           | 24   | 24 592 | 29 006 | -3,70%          |
| 2008   | 1 402 | 2 433   | 184           | 27   | 27 314 | 31 360 | 8,12%           |
| průměrný meziroční pokles                    |       |         |               |      |        |        | -0,91%          |

Zdroj: vlastní dopočet z dat Českého statistického úřadu[5E]

PŘÍLOHA XVI – PLÁNOVÝ VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT (TIS. KS) (2009 – 2013, 2. FÁZE)

| Položka |   | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2. fáze |
|---------|---|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| I.      | Tržby za prodej zboží   | 172042 | 177819 | 183805 | 190008 | 196436 | 203099  |
| A.      | Náklady vynaložené na prodané zboží   | 161042 | 166449 | 172052 | 177859 | 183876 | 190112  |
| +       | <b>OBCHODNÍ MARŽE</b>   | 11001  | 11370  | 11753  | 12149  | 12560  | 12986   |
| II.     | Výkony  | 534335 | 536267 | 538230 | 545367 | 552612 | 559967  |
| 1.      | Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb  | 530682 | 532640 | 534630 | 541747 | 548974 | 556311  |
| 2.      | Změna stavu zásob vlastní výroby  | 2635   | 2605   | 2574   | 2580   | 2585   | 2589    |
| 3.      | Aktivace  | 1019   | 1022   | 1026   | 1040   | 1053   | 1067    |
| B.      | Výkonová spotřeba   | 505772 | 507638 | 509534 | 516318 | 523205 | 530198  |
| +       | <b>PŘIDANÁ HODNOTA</b>  | 39564  | 39999  | 40449  | 41198  | 41967  | 42755   |
| C.      | Osobní náklady  | 25304  | 25571  | 26085  | 26610  | 27146  | 27927   |
| D.      | Daně a poplatky   | 1096   | 1108   | 1121   | 1142   | 1163   | 1185    |
| E.      | Odpisy dl. nehmot. a hmotného majetku   | 10866  | 10866  | 10866  | 10866  | 11349  | 11853   |
| III.    | Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       |
| F.      | Zústatková cena prod. dl. majetku a materiálu   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       |
| G.      | Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       |
| IV.     | Ostatní provozní výnosy   | 44473  | 44963  | 45468  | 46311  | 47175  | 48061   |
| H.      | Ostatní provozní náklady  | 36260  | 33873  | 34026  | 34616  | 35222  | 35612   |
| *       | <b>PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ</b>  | 10215  | 13720  | 13996  | 14457  | 14447  | 14428   |
| VI.     | Tržby z prodeje cenných papírů a podílů   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       |
| J.      | Prodané cenné papíry a podíly   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       |
| VII.    | Výnosy z dl. finančního majetku   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       |
| VIII.   | Výnosy z krátkodobého finančního majetku  | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       |
| K.      | Náklady z finančního majetku  | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       |
| IX.     | Výnosy z přecenění CP a derivátů  | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       |
| L.      | Náklady z přecenění CP derivátů   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       |
| M.      | Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti                                      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       |
| X.      | Výnosové úroky  | 1000   | 1000   | 1000   | 1000   | 1000   | 1000    |
| N.      | Nákladové úroky   | 10000  | 10000  | 10000  | 10000  | 10000  | 10000   |
| XI.     | Ostatní finanční výnosy   | 1000   | 1000   | 1000   | 1000   | 1000   | 1000    |
| O.      | Ostatní finanční náklady  | 500    | 500    | 500    | 500    | 500    | 500     |
| XII.    | Převod finančních výnosů  | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       |
| P.      | Převod finančních nákladů   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       |
| *       | <b>FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ</b>  | -8500  | -8500  | -8500  | -8500  | -8500  | -8500   |
| Q.      | Daň z příjmů za běžnou činnost  | 343    | 992    | 1044   | 1132   | 1130   | 1186    |
| 1.      | splatná   | 343    | 992    | 1044   | 1132   | 1130   | 1186    |
| 2.      | odložená  | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       |
| **      | <b>VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA BĚŽNOU ČINNOST</b>   | 1372   | 4228   | 4452   | 4825   | 4817   | 4742    |
| XIII.   | Mimořádné výnosy  | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       |
| R.      | Mimořádné náklady   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       |
| S.      | Daň z příjmů z mimořádné činnosti   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       |
| 1.      | splatná   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       |
| 2.      | odložená  | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       |
| *       | <b>MIMOŘÁDNÝ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ</b>   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       |
| T.      | Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       |
| ***     | <b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>  | 1372   | 4228   | 4452   | 4825   | 4817   | 4742    |
|         | Výsledek hospodaření před zdaněním  | 1715   | 5220   | 5496   | 5957   | 5947   | 5928    |

Zdroj: vlastní zpracování

PŘÍLOHA XVII – PLÁNOVÁ ROZVAHA (TIS. KS) (2009 – 2013, 2. FÁZE)

| Rozvaha v plném rozsahu -NETTO - (tis. Kč) k 31.12. |  | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2. fáze |
|---|--|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
|   | <b>AKTIVA CELKEM</b>                               | 495281 | 497798 | 499649 | 503970 | 512564 | 521456  |
| A.  | POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ VLASTNÍ KAPITÁL               | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       |
| B.  | DLOUHODOBÝ MAJETEK                                 | 158721 | 158721 | 158721 | 158721 | 162886 | 167236  |
| B.I.  | Dlouhodobý nehmotný majetek                        | 1974   | 1974   | 1974   | 1974   | 1974   | 1974    |
| B.II.   | Dlouhodobý hmotný majetek                          | 91864  | 91864  | 91864  | 91864  | 96029  | 100379  |
| B.III.  | Dlouhodobý finanční majetek                        | 64883  | 64883  | 64883  | 64883  | 64883  | 64883   |
| C.  | OBĚŽNÁ AKTIVA                                      | 334108 | 336625 | 338476 | 342797 | 347226 | 351767  |
| C.I.  | Zásoby   | 80471  | 81357  | 82270  | 83796  | 85360  | 86963   |
| C.II.   | Dlouhodobé pohledávky                              | 25434  | 25434  | 25434  | 25434  | 25434  | 25434   |
| C.III.  | Krátkodobé pohledávky                              | 221649 | 223208 | 224816 | 227501 | 230253 | 233075  |
| C.IV.   | Finanční majetek                                   | 6554   | 6626   | 5956   | 6066   | 6179   | 6295    |
| D.  | Časové rozlišení                                   | 2452   | 2452   | 2452   | 2452   | 2452   | 2452    |
|   | (tis. Kč) k 31.12.                                 | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2. fáze |
|   | <b>PASIVA CELKEM</b>                               | 495281 | 497798 | 499649 | 503970 | 512564 | 521456  |
| A.  | VLASTNÍ KAPITÁL                                    | 171136 | 179804 | 188930 | 198822 | 208697 | 218419  |
| A.I.  | Základní kapitál                                   | 110818 | 110818 | 110818 | 110818 | 110818 | 110818  |
| A.II.   | Kapitálové fondy                                   | 9000   | 9000   | 9000   | 9000   | 9000   | 9000    |
| A.III.  | Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku            | 18293  | 22732  | 27407  | 32473  | 37531  | 42511   |
| A.IV.   | Hospodářský výsledek minulých let                  | 22653  | 24025  | 28253  | 32705  | 37530  | 42348   |
| A.V.  | Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-) | 1372   | 4228   | 4452   | 4825   | 4817   | 4742    |
| B.  | CIZÍ ZDROJE  | 323554 | 317404 | 310128 | 304558 | 303277 | 302446  |
| B.I.  | Rezervy  | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       |
| B.II.   | Dlouhodobé závazky                                 | 5500   | 5500   | 5500   | 5500   | 5500   | 5500    |
| B.III.  | Krátkodobé závazky                                 | 94747  | 95714  | 86732  | 88213  | 89730  | 91285   |
| B.IV.   | Bankovní úvěry a výpomoci                          | 222717 | 215599 | 217305 | 210254 | 207456 | 205070  |
| 1.  | Bankovní úvěry dlouhodobé                          | 13062  | 2226   | 1050   | 6274   | 28968  | 22870   |
| 2.  | Krátkodobé bankovní úvěry                          | 209655 | 213374 | 216256 | 203981 | 178488 | 182200  |
| 3.  | Krátkodobé finanční výpomoci                       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       |
| C.I.  | Časové rozlišení                                   | 591    | 591    | 591    | 591    | 591    | 591     |

Zdroj: vlastní zpracování



PŘÍLOHA XVIII – FINANČNÍ ANALÝZA DLE PLÁNOVANÝCH HODNOT

| <i>Ukazatele rentability</i>                   | 2004 | 2005  | 2006 | 2007 | 2008 | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2. fáze |
|--|------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| ROA - rentabilita celk. aktiv (EBIT/AKT)       | 3,2% | 3,9%  | 2,4% | 2,7% | 2,8% | 2,37% | 3,06% | 3,10% | 3,17% | 3,11% | 3,05%   |
| ROCE - Rentabilita kapitálu (EBIT / (VK+DI.K)) | 9,8% | 10,2% | 5,9% | 7,1% | 8,0% | 6,18% | 8,12% | 7,93% | 7,58% | 6,56% | 6,45%   |
| ROE - Rentabilita vl. kapitálu (ČZ / VK)       | 2,0% | 4,6%  | 3,3% | 3,1% | 2,1% | 0,80% | 2,35% | 2,36% | 2,43% | 2,31% | 2,17%   |
| Rentabilita tržeb (ČZ/T)                       | 0,4% | 1,1%  | 0,7% | 0,7% | 0,4% | 0,20% | 0,60% | 0,62% | 0,66% | 0,65% | 0,62%   |

| <i>Ukazatele aktivity</i>                              | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2. fáze |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|---------|
| Doba obratu aktiv (AKT / (T/360))                      | 233  | 242  | 265  | 250  | 203  | 254  | 252  | 250  | 248  | 248  | 247     |
| Doba obratu zásob (ZÁS. / (T/360))                     | 45   | 52   | 44   | 42   | 23   | 41   | 41   | 41   | 41   | 41   | 41      |
| Doba inkasa pohledávek (POHL / (T/360))                | 111  | 121  | 136  | 134  | 114  | 127  | 126  | 125  | 124  | 123  | 123     |
| Doba inkasa krátkodobých pohledávek (KRPOHL / (T/360)) | 111  | 121  | 129  | 124  | 101  | 114  | 113  | 113  | 112  | 111  | 110     |
| Doba splatnosti krátk. závazků (KZ / (T/360))          | 46   | 32   | 30   | 60   | 48   | 49   | 48   | 43   | 43   | 43   | 43      |

| <i>Ukazatele likvidity</i>             | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | doporučené hodnoty | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2. fáze | doporučené hodnoty |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|--------------------|
| Běžná likvidita (OAKT / KD)            | 1,05  | 1,17  | 1,15  | 1,14  | 1,06  | 1,5 - 2,5          | 1,10  | 1,09  | 1,12  | 1,17  | 1,29  | 1,29    | 1,5 - 2,5          |
| Pohotová likvidita ((KrP+FM) / KD)     | 0,76  | 0,82  | 0,82  | 0,81  | 0,78  | 1 - 1,5            | 0,75  | 0,74  | 0,76  | 0,80  | 0,88  | 0,88    | 1 - 1,5            |
| Peněžní likvidita (FM / KD)            | 0,044 | 0,007 | 0,014 | 0,010 | 0,018 | 0,2 - 1,1          | 0,02  | 0,02  | 0,02  | 0,02  | 0,02  | 0,02    | 0,2 - 1,1          |
| Pracovní kapitál (OAKT - KD) [tis. Kč] | 11400 | 36601 | 35973 | 45036 | 18759 | +                  | 29706 | 27538 | 35488 | 50604 | 79008 | 78282   | +                  |

| <i>Ukazatele zadluženosti</i>             | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2. fáze |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| Debt Ratio I. (CZ / AKT)                  | 69,5% | 65,2% | 69,5% | 68,1% | 68,7% | 65,3% | 63,8% | 62,1% | 60,4% | 59,2% | 58,0%   |
| Equity Ratio (VK / AKT)                   | 30,4% | 34,7% | 30,4% | 31,6% | 31,3% | 34,6% | 36,1% | 37,8% | 39,5% | 40,7% | 41,9%   |
| Debt Equity Ratio (CZ / VK)               | 2,29  | 1,88  | 2,29  | 2,16  | 2,20  | 1,89  | 1,77  | 1,64  | 1,53  | 1,45  | 1,38    |
| Úrokové krytí I. (EBIT / úroky)           | 1,56  | 2,14  | 1,31  | 1,52  | 1,31  | 1,17  | 1,52  | 1,55  | 1,60  | 1,59  | 1,59    |
| Úrokové krytí II. ((EBIT+odpisy) / úroky) | 2,96  | 3,90  | 2,85  | 2,76  | 2,17  | 2,26  | 2,61  | 2,64  | 2,68  | 2,73  | 2,78    |

Zdroj: vlastní zpracování

PŘÍLOHA XIX – DATA KONKURENČNÍCH PODNIKŮ VČETNĚ JEJICH ANALÝZY

| položky v tis. Kč                             | konkurent A |           |           |           | konkurent B |           |           |           | konkurent C |        |        |
|---|-------------|-----------|-----------|-----------|-------------|-----------|-----------|-----------|-------------|--------|--------|
|   | 2008        | 2007      | 2006      | 2005      | 2008        | 2007      | 2006      | 2005      | 2007        | 2006   | 2005   |
| <b>AKTIVA CELKEM</b>                          | 1521583     | 1102127   | 532002    | 480401    | 1148396     | 581181    | 573713    | 544913    | 256633      | 242489 | 229321 |
| <b>C. OBĚŽNÁ AKTIVA</b>                       | 978543      | 738813    | 376094    | 333824    | 857060      | 398272    | 428914    | 397942    | 84230       | 68702  | 59159  |
| C.I. Zásoby                                   | 543016      | 475636    | 218944    | 183149    | 264792      | 168025    | 172856    | 182857    | 36509       | 27448  | 21509  |
| C.II. Dlouhodobé pohledávky                   | 109         | 1882      | 3067      | 3194      | 0           | 0         | 0         | 6161      | 0           | 0      | 0      |
| C.III. Krátkodobé pohledávky                  | 424190      | 241790    | 147218    | 128129    | 569062      | 218141    | 235883    | 200712    | 43241       | 36256  | 28202  |
| C.IV. Finanční majetek                        | 11228       | 19505     | 6865      | 19352     | 23206       | 12106     | 16638     | 8212      | 52          | 70     | 3520   |
| <b>PASIVA CELKEM</b>                          | 1521583     | 1102127   | 532002    | 480401    | 1148396     | 581181    | 573713    | 544913    | 256633      | 242489 | 229321 |
| A. VLASTNÍ KAPITÁL                            | 523484      | 517075    | 211511    | 190701    | 475187      | 285159    | 303009    | 291649    | 112900      | 111822 | 109943 |
| B. CIZÍ ZDROJE                                | 995810      | 584387    | 320046    | 289413    | 673180      | 295131    | 270704    | 253267    | 139303      | 125737 | 113448 |
| B.III. Krátkodobé závazky                     | 452773      | 299913    | 159909    | 124975    | 159976      | 55604     | 43232     | 40596     | 32846       | 23537  | 19038  |
| 2. Krátkodobé bankovní úvěry                  | 422524      | 191696    | 288306    | 247025    | 488273      | 219202    | 201388    | 192926    | 9617        | 9957   | 60725  |
| I. Tržby za prodej zboží                      | 1735832     | 848021    | 695026    | 532175    | 784538      | 486965    | 464305    | 455955    | 50941       | 42229  | 59449  |
| 1. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb | 795990      | 628013    | 473136    | 478658    | 895976      | 471992    | 430358    | 440587    | 142286      | 119454 | 121133 |
| + PRÍDANÁ HODNOTA                             | 175428      | 117087    | 75421     | 77272     | 154890      | 93529     | 84973     | 99446     | 23881       | 21468  | 26214  |
| C. Osobní náklady                             | 66001       | 36808     | 27365     | 25946     | 61292       | 34734     | 34655     | 35499     | 13641       | 14011  | 12214  |
| 1. Mzdové náklady                             | 47458       | 26148     | 19422     | 18502     | 44520       | 24630     | 24686     | 25354     | 10001       | 10266  | 9509   |
| E. Odpisy dl. nehmot. a hmotného majetku      | 41034       | 17831     | 14624     | 16721     | 32178       | 19559     | 17363     | 18589     | 2872        | 2775   | 2800   |
| * PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODÁŘENÍ               | 29075       | 36662     | 34215     | 31659     | 44569       | 33447     | 22232     | 30743     | 7768        | 6309   | 11101  |
| N. Nákladové úroky                            | 18165       | 6516      | 4834      | 9101      | 21604       | 9500      | 7290      | 7594      | 4721        | 3878   | 4323   |
| *** Výsledek hospodaření za účetní období     | 1252        | 25492     | 21323     | 15967     | 18685       | 22518     | 11624     | 17136     | 2068        | 920    | 4442   |
| Výsledek hospodaření před zdaněním            | 12262       | 34747     | 30195     | 25066     | 25564       | 26265     | 16393     | 24276     | 2254        | 1262   | 5733   |
| Cash flow z provozní činnosti                 | -76627      | 40406     | 7088      | 49688     | 89003       | není údaj | není údaj | není údaj |             |        |        |
| Průměrný počet pracovníků                     | 165         | 89        | 74        | 78        | 165         | 97        | 101       | 106       | 49          | 50     | 50     |
| tržby z krmných směsí                         | 610396      | 503037    | 370363    | 373714    | 833545      | 427155    | 367372    | 367365    | 138811      | 116354 | 117448 |
| produkce krmných směsí v tunách               | není údaj   | není údaj | není údaj | není údaj | 122987      | 74298     | 78132     | 75280     | 21800       | 21710  | 21599  |

|  | konkurent A |        |        |        | konkurent B |        |        |        | konkurent C |        |        |
|--|-------------|--------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|-------------|--------|--------|
|  | 2008        | 2007   | 2006   | 2005   | 2008        | 2007   | 2006   | 2005   | 2007        | 2006   | 2005   |
| <b>Ukazatele rentability</b>                           |             |        |        |        |             |        |        |        |             |        |        |
| ROA - Rentabilita celk. aktiv (EBIT/AKT)               | 2,00%       | 3,74%  | 6,58%  | 7,11%  | 4,11%       | 6,15%  | 4,13%  | 5,85%  | 2,72%       | 2,12%  | 4,39%  |
| ROE - Rentabilita vl. kapitálu (ČZ / VK)               | 0,24%       | 4,93%  | 10,08% | 8,37%  | 3,93%       | 7,90%  | 3,84%  | 5,88%  | 1,83%       | 0,82%  | 4,04%  |
| ROS - Rentabilita tržeb (ČZ/T)                         | 0,05%       | 1,73%  | 1,83%  | 1,58%  | 1,11%       | 2,35%  | 1,30%  | 1,91%  | 1,07%       | 0,57%  | 2,46%  |
| <b>Ukazatele aktivity</b>                              |             |        |        |        |             |        |        |        |             |        |        |
| Doba obratu aktiv (AKT / (T/360))                      | 216         | 269    | 164    | 171    | 246         | 218    | 231    | 219    | 478         | 540    | 457    |
| Doba obratu zásob (ZÁS. / (T/360))                     | 77          | 116    | 67     | 65     | 57          | 63     | 70     | 73     | 68          | 61     | 43     |
| Doba inkasa pohledávek (POHL / (T/360))                | 60          | 59     | 46     | 47     | 122         | 82     | 95     | 83     | 81          | 81     | 56     |
| Doba inkasa krátkodobých pohledávek (KRPOHL / (T/360)) | 60          | 59     | 45     | 46     | 122         | 82     | 95     | 81     | 81          | 81     | 56     |
| Doba splatnosti krátk. závazků (KZ / (T/360))          | 64          | 73     | 49     | 45     | 34          | 21     | 17     | 16     | 61          | 52     | 38     |
| <b>Ukazatele likvidity</b>                             |             |        |        |        |             |        |        |        |             |        |        |
| Běžná likvidita (OAKT / KD)                            | 1,12        | 1,50   | 0,84   | 0,90   | 1,32        | 1,45   | 1,75   | 1,70   | 1,98        | 2,05   | 0,74   |
| Pohotová likvidita ((KrP+FM) / KD)                     | 0,50        | 0,53   | 0,34   | 0,40   | 0,91        | 0,84   | 1,03   | 0,89   | 1,02        | 1,08   | 0,40   |
| Peněžní likvidita (FM / KD)                            | 0,01        | 0,04   | 0,02   | 0,05   | 0,04        | 0,04   | 0,07   | 0,04   | 0,001       | 0,002  | 0,04   |
| Pracovní kapitál (OAKT - KD) [tis. Kč]                 | 103246      | 247204 | -72121 | -38176 | 208811      | 123466 | 184294 | 164420 | 41767       | 35208  | -20604 |
| <b>Ukazatele zadluženosti</b>                          |             |        |        |        |             |        |        |        |             |        |        |
| Debt Ratio I. (CZ / AKT)                               | 65,4%       | 53,0%  | 60,2%  | 60,2%  | 58,6%       | 50,8%  | 47,2%  | 46,5%  | 54,3%       | 51,9%  | 49,5%  |
| Equity Ratio (VK / AKT)                                | 34,4%       | 46,9%  | 39,8%  | 39,7%  | 41,4%       | 49,1%  | 52,8%  | 53,5%  | 44,0%       | 46,1%  | 47,9%  |
| Debt Equity Ratio (CZ / VK)                            | 1,90        | 1,13   | 1,51   | 1,52   | 1,42        | 1,03   | 0,89   | 0,87   | 1,23        | 1,12   | 1,03   |
| Úrokové krytí I. (EBIT / úroky)                        | 1,68        | 6,33   | 7,25   | 3,75   | 2,18        | 3,76   | 3,25   | 4,20   | 1,48        | 1,33   | 2,33   |
| Úrokové krytí II. ((EBIT+odpisy) / úroky)              | 3,93        | 9,07   | 10,27  | 5,59   | 3,67        | 5,82   | 5,63   | 6,64   | 2,09        | 2,04   | 2,97   |
| <b>Ukazatele produktivity práce</b>                    |             |        |        |        |             |        |        |        |             |        |        |
| Osobní náklady ku přidané hodnotě                      | 0,38        | 0,31   | 0,36   | 0,34   | 0,40        | 0,37   | 0,41   | 0,36   | 0,57        | 0,65   | 0,47   |
| Produktivita práce z přidané hodnoty (tis. Kč)         | 1063        | 1316   | 1019   | 991    | 939         | 964    | 841    | 938    | 487         | 429    | 524    |
| Produktivita práce z tržeb (tis. Kč)                   | 15344       | 16585  | 15786  | 12959  | 10185       | 9886   | 8858   | 8458   | 3943        | 3234   | 3612   |
| Průměrná mzda - roční (tis. Kč)                        | 287,62      | 293,80 | 262,46 | 237,21 | 269,82      | 253,92 | 244,42 | 239,19 | 204,10      | 205,32 | 190,18 |
| - měsíční (tis. Kč)                                    | 23,97       | 24,48  | 21,87  | 19,77  | 22,48       | 21,16  | 20,37  | 19,93  | 17,01       | 17,11  | 15,85  |

Zdroj: vlastní zpracování ze údajů o konkrétních podnikatelských subjektech, zveřejněných v obchodním rejstříku

PŘÍLOHA XX – ÚDAJE O SROVNATELNÝCH PODNICÍCH

| kritéria                                  | podnik   |  |  |  |  |
|---|--|--|--|--|--|
|   | alfa   | beta   | gama   | delta  | oceňovaný podnik   |
| předmět činnosti                          | výroba krmiv a krmných směsí, výroba a obchod s agrochemikáliemi, rostlinná výroba, poskytování služeb pro zemědělství | výroba a prodej krmných směsí, obchod se zemědělskými komoditami (rostlinné produkty - řepka, obilí, technické plodiny) a přípravky na ochranu a výživu rostlin, poskytování služeb pro zemědělství, zemědělská výroba | výroba a prodej krmných směsí, obchod se zemědělskými komoditami (rostlinné produkty - řepka, obilí) a přípravky na ochranu a výživu rostlin | obchod se zemědělskými komoditami, přípravky na ochranu a výživu rostlin, krmiv, zemědělská výroba, poskytování služeb pro zemědělství | výroba krmiv, obchod se zemědělskými komoditami a přípravky na ochranu rostlin, poskytování služeb pro zemědělství |
| rok ocenění pro účely prováděné transakce | 2005   | 2005   | 2006   | 2008   | 2009   |
| uvedené údaje z roku                      | 2004   | 2004   | 2005   | 2007   | 2008   |
| základní kapitál (tis. Kč)                | 143101   | 131877   | 189958   | 154872   | 110818   |
| počet akcií (přepočtený) (ks)             | 143101   | 131877   | 189958   | 154872   | 110818   |
| pasiva celkem (tis. Kč)                   | 546388   | 513457   | 544915   | 353098   | 512903   |
| vlastní kapitál (tis. Kč)                 | 255231   | 175219   | 291649   | 196995   | 160326   |
| část zdroje (tis. Kč)                     | 288703   | 337522   | 253266   | 156103   | 352373   |
| počet pracovníků                          | 102  | není údaj  | 106  | 60   | 67   |
| tržby za prodej zboží (tis. Kč)           | 266342   | 467674   | 455955   | 436973   | 283160   |
| tržby za prodej VVS (tis. Kč)             | 462569   | 626718   | 440587   | 73706  | 627252   |
| velikost tržeb celkem (tis. Kč)           | 728911   | 1094392  | 896542   | 510679   | 910412   |
| CF provozní (tis. Kč)                     | -13060   | není údaj  | 12555  | není údaj  | 27402  |
| CF (tis. Kč)                              | 37364  | 32170  | 30742  | 11720  | 19798  |
| zisk před zdaněním (tis. Kč)              | 28314  | 25514  | 24274  | 5102   | 3348   |
| zisk po zdanění (EAT) (tis. Kč)           | 19224  | 16179  | 17134  | 4565   | 3340   |
| nákladové úroky (tis. Kč)                 | 8653   | 7821   | 7594   | 5201   | 10954  |
| odpisy (tis. Kč)                          | 19944  | 17104  | 18589  | 16480  | 9459   |

Zdroj: data zjištěná z obchodního rejstříku z výročních zpráv vybraných akciových společností zahrnutých do datové základny a z účetních výkazů oceňovaného subjektu, vlastní dopočty provedeny na základě těchto podkladů

PŘÍLOHA XXI – STANOVENÍ VAH MULTIPLIKÁTORŮ JEDNOTLIVÝCH PODNIKŮ

| kritérium                       | podnik |        |           |        |        |        |           |        |                  | ocenění významnosti kritéria |
|---------------------------------|--------|--------|-----------|--------|--------|--------|-----------|--------|------------------|------------------------------|
|                                 | alfa   |        | beta      |        | gama   |        | delta     |        | oceňovaný podnik |                              |
| uvedené údaje z roku            | 2004   | body   | 2004      | body   | 2005   | body   | 2007      | body   | 2008             |                              |
| základní kapitál (tis. Kč)      | 143101 | 6      | 131877    | 8      | 189958 | 2      | 154872    | 4      | 110818           | 2                            |
| pasiva celkem (tis. Kč)         | 546388 | 4      | 513457    | 16     | 544915 | 6      | 353098    | 2      | 512903           | 2                            |
| vlastní kapitál (tis. Kč)       | 255231 | 4      | 175219    | 16     | 291649 | 2      | 196995    | 6      | 160326           | 2                            |
| počet pracovníků                | 102    | 2      | není údaj | 0      | 106    | 1      | 60        | 3      | 72               | 1                            |
| tržby za prodej zboží (tis. Kč) | 266342 | 4      | 467674    | 1      | 455955 | 2      | 436973    | 3      | 283160           | 1                            |
| tržby za prodej VVS (tis. Kč)   | 462569 | 6      | 626718    | 16     | 440587 | 4      | 73706     | 2      | 627252           | 2                            |
| velikost tržeb celkem (tis. Kč) | 728911 | 2      | 1094392   | 3      | 896542 | 4      | 510679    | 1      | 910412           | 1                            |
| CF provozní (tis. Kč)           | -13060 |        | není údaj |        | 12555  |        | není údaj |        | není údaj        |                              |
| CF (tis. Kč)                    | 1590   |        | není údaj |        | 1388   |        | není údaj |        | není údaj        |                              |
| provozní VH (tis. Kč)           | 37364  | 2      | 32170     | 4      | 30742  | 6      | 11720     | 8      | 19798            | 2                            |
| zisk před zdaněním (tis. Kč)    | 28314  | 1      | 25514     | 2      | 24274  | 3      | 5102      | 4      | 3348             | 1                            |
| zisk po zdanění (EAT) (tis. Kč) | 19224  | 1      | 16179     | 3      | 17134  | 2      | 4565      | 4      | 3340             | 1                            |
| nákladové úroky (tis. Kč)       | 8653   | 4      | 7821      | 3      | 7594   | 2      | 5201      | 1      | 10954            | 1                            |
| odpisy (tis. Kč)                | 19944  | 1      | 17104     | 3      | 18589  | 2      | 16480     | 4      | 9459             | 1                            |
| počet bodů                      |        | 37     |           | 75     |        | 36     |           | 42     |                  | 190                          |
| váhy                            |        | 0,1947 |           | 0,3947 |        | 0,1895 |           | 0,2211 |                  |                              |

Zdroj: data zjištěná z obchodního rejstříku z výročních zpráv vybraných akciových společností zahrnutých do datové základny a z účetních výkazů oceňovaného subjektu, vlastní dopočty provedeny na základě těchto podkladů

PŘÍLOHA XXII – ÚDAJE PRO VÝPOČET MULTIPLIKÁTORŮ

| veličina   | podnik |        |        |         |        |        |        |         |        |        |        |        | oceňovaný podnik |        |        |                  |
|--|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|------------------|--------|--------|------------------|
|  | alfa   |        |        | beta    |        |        | gama   |         |        | delta  |        |        |                  |        |        |                  |
| rok ocenění pro účely provedené transakce        | 2005   |        |        | 2005    |        |        | 2006   |         |        | 2008   |        |        | 2009             |        |        |                  |
| tržní cena akcie o nomin. hodnotě 1000,- Kč (Kč) | 778    |        |        | 621     |        |        | 700    |         |        | 448    |        |        | neznámá          |        |        |                  |
| základní kapitál (tis. Kč)                       | 143101 |        |        | 131877  |        |        | 189958 |         |        | 154872 |        |        | 110818           |        |        |                  |
| počet akcií (přepočtený) (ks)                    | 143101 |        |        | 131877  |        |        | 189958 |         |        | 154872 |        |        | 110818           |        |        |                  |
| tržní kapitalizace (tis. Kč)                     | 111333 |        |        | 81896   |        |        | 132971 |         |        | 69383  |        |        | neznámá          |        |        |                  |
| uvedené údaje z roku                             | 2004   | 2003   | 2002   | 2004    | 2003   | 2002   | 2005   | 2004    | 2003   | 2007   | 2006   | 2005   | 2008             | 2007   | 2006   | průměrné hodnoty |
| vlastní kapitál (BV) (tis. Kč)                   | 255231 | 236268 | 220112 | 175219  | 159334 | 143584 | 291649 | 274735  | 256391 | 196995 | 192738 | 190373 | 160326           | 160024 | 122497 | 147616           |
| vlastní kapitál na akcii (Kč)                    | 1784   | 1651   | 1538   | 1329    | 1208   | 1089   | 1535   | 1446    | 1350   | 1272   | 1244   | 1229   | 1447             | 1444   | 1105   | 1332             |
| velikost tržeb celkem (tis. Kč)                  | 728911 | 699499 | 819734 | 1094392 | 947147 | 943108 | 896542 | 1057181 | 789170 | 510679 | 388902 | 458832 | 910412           | 728612 | 547485 | 728836           |
| tržby na akcii (Kč)                              | 5094   | 4888   | 5728   | 8299    | 7182   | 7151   | 4720   | 5565    | 4154   | 1280   | 2511   | 2963   | 8215             | 6575   | 4940   | 6577             |
| EAT (tis. Kč)                                    | 19224  | 16396  | 17905  | 16179   | 16078  | 11620  | 17134  | 18458   | 11101  | 4565   | 2207   | 2561   | 3340             | 4943   | 4100   | 4128             |
| čistý zisk na akcii (EPS) (Kč)                   | 134    | 115    | 125    | 123     | 122    | 88     | 90     | 97      | 58     | 29     | 14     | 17     | 30               | 45     | 37     | 37               |
| EBIT (tis. Kč)                                   | 36967  | 22848  | 34604  | 33335   | 32475  | 30469  | 31868  | 36579   | 29758  | 10303  | 8877   | 8271   | 14302            | 13471  | 9507   | 12427            |
| EBIT na akcii (Kč)                               | 258    | 160    | 242    | 253     | 246    | 231    | 168    | 193     | 157    | 67     | 57     | 53     | 129              | 122    | 86     | 112              |
| provozní VH (tis. Kč)                            | 37364  | 21658  | 36810  | 32170   | 32005  | 30080  | 30742  | 35391   | 28447  | 11720  | 10265  | 8717   | 19798            | 10744  | 19798  | 16780            |
| odpisy (tis. Kč)                                 | 19944  | 19338  | 19070  | 17104   | 18577  | 16335  | 18589  | 20035   | 18216  | 16480  | 13644  | 15718  | 9459             | 10976  | 11166  | 10534            |
| VH před zdaněním (tis. Kč)                       | 28314  | 14407  | 23413  | 25514   | 25145  | 20507  | 24274  | 28520   | 21598  | 5102   | 4113   | 3129   | 3348             | 4623   | 2249   | 3407             |
| nákladové úroky (tis. Kč)                        | 8653   | 8441   | 11191  | 7821    | 7330   | 9962   | 7594   | 8059    | 8160   | 5201   | 4764   | 5142   | 10954            | 8848   | 7258   | 9020             |
| provozní VH + úroky (tis. Kč)                    | 46017  | 30099  | 48001  | 39991   | 39335  | 40042  | 38336  | 43450   | 36607  | 16921  | 15029  | 13859  | 30752            | 19592  | 27056  | 25800            |
| provozní VH + úroky (tis. Kč) na akcii           | 322    | 210    | 335    | 303     | 298    | 304    | 202    | 229     | 193    | 109    | 97     | 89     | 278              | 177    | 244    | 233              |

Zdroj: data zjištěná z výročních zpráv vybraných akciových společností zahrnutých do datové základny a z účetních výkazů oceňovaného subjektu, vlastní dopočty provedeny na základě těchto podkladů

PŘÍLOHA XXIII – STANOVENÍ MULTIPLIKÁTORŮ PRO VÝPOČET TRŽNÍ HODNOTY VLASTNÍHO JMĚNÍ

| zvolené multiplikátory |  | podnik |      |      |        |      |      |        |        |      |        |       |        |       |       |       | multiplikátor odvozený ze souboru srovnatelných podniků |         |
|------------------------|--|--------|------|------|--------|------|------|--------|--------|------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|---|---------|
| vysvětlivky            |  | alfa   |      |      | beta   |      |      | gama   |        |      | delta  |       |        |       |       |       |   |         |
|                        |  | průměr |      |      | průměr |      |      | průměr |        |      | průměr |       |        |       |       |       |   |         |
| P/BV                   | tržní cena akcie/vlastní kapitál na akcii              | 0,44   | 0,47 | 0,51 | 0,4711 | 0,47 | 0,51 | 0,57   | 0,5172 | 0,46 | 0,48   | 0,52  | 0,4862 | 0,35  | 0,36  | 0,36  | 0,3589  | 0,4674  |
| P/S                    | tržní cena akcie/tržby na akcii                        | 0,15   | 0,16 | 0,14 | 0,1492 | 0,07 | 0,09 | 0,09   | 0,0827 | 0,15 | 0,13   | 0,17  | 0,1475 | 0,14  | 0,18  | 0,15  | 0,1552  | 0,1240  |
| P/EPS                  | tržní cena akcie/čistý zisk na akcii                   | 5,79   | 6,79 | 6,22 | 6,2665 | 5,06 | 5,09 | 7,05   | 5,7344 | 7,76 | 7,20   | 11,98 | 8,9809 | 15,20 | 31,44 | 27,09 | 24,5761   | 10,6182 |
| P/EBIT                 | tržní cena akcie/EBIT na akcii                         | 3,01   | 4,87 | 3,22 | 3,7006 | 1,66 | 2,52 | 2,69   | 2,2906 | 2,70 | 3,64   | 4,47  | 3,5997 | 2,46  | 7,82  | 8,39  | 6,2217  | 3,6822  |
| P/EBIT 2               | tržní cena akcie/EBIT 2 (provozní VH + úroky) na akcii | 2,42   | 3,70 | 2,32 | 2,8125 | 2,05 | 2,08 | 2,05   | 2,0584 | 3,47 | 3,06   | 3,63  | 3,3871 | 4,10  | 4,62  | 5,01  | 4,5744  | 3,0132  |
| váhy                   |  |        |      |      | 0,1947 |      |      |        | 0,3947 |      |        |       | 0,1895 |       |       |       | 0,2211  |         |

Zdroj: data zjištěná z výročních zpráv vybraných akciových společností zahrnutých do datové základny a z účetních výkazů oceňovaného subjektu, vlastní dopočty provedeny na základě těchto podkladů

PŘÍLOHA XXIV – ÚROKOVÁ SAZBA Z DLOUHODOBÝCH STÁTNÍCH DLUHOPISŮ USA

|           | úroková sazba z dlouhodobých<br>(desetiletých) státních dluhopisů USA |
|-----------|---|
| 1.7.2009  | 4,20 %  |
| 2.7.2009  | 4,15 %  |
| 6.7.2009  | 4,17 %  |
| 7.7.2009  | 4,12 %  |
| 8.7.2009  | 3,99 %  |
| 9.7.2009  | 4,12 %  |
| 10.7.2009 | 4,01 %  |
| 13.7.2009 | 4,06 %  |
| 14.7.2009 | 4,20 %  |
| 15.7.2009 | 4,32 %  |
| 16.7.2009 | 4,28 %  |
| 17.7.2009 | 4,36 %  |
| 20.7.2009 | 4,30 %  |
| 21.7.2009 | 4,20 %  |
| 22.7.2009 | 4,27 %  |
| 23.7.2009 | 4,41 %  |
| 24.7.2009 | 4,38 %  |
| 27.7.2009 | 4,44 %  |
| 28.7.2009 | 4,39 %  |
| 29.7.2009 | 4,35 %  |
| 30.7.2009 | 4,30 %  |
| 31.7.2009 | 4,15 %  |
| průměr    | 4,24 %  |

Zdroj: [17E] United States – Department of The Treasury. Interest Rate Statistics. [online]. [cit. 2009-07-24]. Dostupný z WWW: <http://www.ustreas.gov/offices/domestic-finance/debt-management/interest-rate/ltcompositeindex.shtml>

PŘÍLOHA XXV – ROZVAHA V NETTO HODNOTÁCH

| Rozvaha v plném rozsahu -NETTO - (tis. Kč) k 31.12. |   | 2003           | 2004           | 2005           | 2006           | 2007           | 2008           | predikce<br>2009 |
|---|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|
|   | <b>AKTIVA CELKEM</b>  | <b>32 877</b>  | <b>363 844</b> | <b>346 977</b> | <b>403 015</b> | <b>506 791</b> | <b>512 903</b> | <b>485 371</b>   |
| <b>A.</b>   | <b>POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ VLASTNÍ KAPITÁL</b>                                       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>         |
| <b>B.</b>   | <b>DLOUHODOBÝ MAJETEK</b>   | <b>105 928</b> | <b>106 020</b> | <b>95 352</b>  | <b>121 580</b> | <b>144 235</b> | <b>157 811</b> | <b>151 683</b>   |
| <b>B.I.</b>   | <b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>  | <b>3 486</b>   | <b>2 664</b>   | <b>1 961</b>   | <b>2 312</b>   | <b>1 633</b>   | <b>1 473</b>   | <b>1 800</b>     |
| 1.  | Zřizovací výdaje  | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 2.  | Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje  | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 3.  | Software  | 3 486          | 2 664          | 1 961          | 1 749          | 1 545          | 1 360          | 0                |
| 4.  | Ocenitelná práva  | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 5.  | Goodwill  | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 6.  | Jiný dlouhodobý nehmotný majetek  | 0              | 0              | 0              | 563            | 0              | 0              | 0                |
| 7.  | Nedokončený dlouh. nehmotný majetek   | 0              | 0              | 0              | 0              | 88             | 113            | 0                |
| 8.  | Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek                                  | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| <b>B.II.</b>  | <b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>  | <b>84 938</b>  | <b>84 156</b>  | <b>85 376</b>  | <b>99 836</b>  | <b>90 426</b>  | <b>92 365</b>  | <b>85 000</b>    |
| 1.  | Pozemky   | 425            | 495            | 1 394          | 1 933          | 4 939          | 10 427         | 0                |
| 2.  | Stavby  | 39 479         | 41 900         | 40 827         | 44 724         | 42 707         | 40 773         | 0                |
| 3.  | Samostatné movité věci a soubory mov. věcí  | 30 388         | 29 448         | 33 479         | 48 289         | 39 496         | 34 994         | 0                |
| 4.  | Pěstitelské celky trvalých porostů  | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 5.  | Základní stádo a tažná zvířata  | 13 059         | 12 080         | 6 206          | 3 409          | 664            | 555            | 0                |
| 6.  | Jiný dlouhodobý hmotný majetek  | 49             | 49             | 49             | 49             | 49             | 49             | 0                |
| 7.  | Nedokončený dlouh. hmotný majetek   | 1 538          | 184            | 3 421          | 1 432          | 2 571          | 5 567          | 0                |
| 8.  | Poskytnuté zálohy na DHM  | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 9.  | Oceňovací rozdíl k nabytému majetku   | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| <b>B.III.</b>                                       | <b>Dlouhodobý finanční majetek</b>  | <b>17 504</b>  | <b>19 200</b>  | <b>8 015</b>   | <b>19 432</b>  | <b>52 176</b>  | <b>63 973</b>  | <b>64 883</b>    |
| 1.  | Podíly v ovládaných a řízených osobách  | 4 683          | 6 739          | 8 015          | 15 443         | 48 741         | 61 090         | 62 000           |
| 2.  | Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem                                | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 3.  | Ostatní dlouhodobé CP a podíly  | 12 821         | 12 461         | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 4.  | Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám účetním jednotkám pod podstatným vlivem | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 5.  | Jiný dlouhodobý finanční majetek  | 0              | 0              | 0              | 3 989          | 3 435          | 2 883          | 2 883            |
| 6.  | Požizovaný dlouhodobý finanční majetek  | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 7.  | Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek                                  | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| <b>C.</b>   | <b>OBĚŽNÁ AKTIVA</b>  | <b>220 227</b> | <b>255 476</b> | <b>249 590</b> | <b>278 073</b> | <b>360 303</b> | <b>352 829</b> | <b>331 188</b>   |
| <b>C.I.</b>   | <b>Zásoby</b>   | <b>38 391</b>  | <b>70 717</b>  | <b>74 018</b>  | <b>67 427</b>  | <b>85 467</b>  | <b>57 365</b>  | <b>61 188</b>    |
| 1.  | Materiál  | 11 722         | 21 011         | 26 926         | 25 398         | 16 651         | 16 581         | 0                |
| 2.  | Nedokončená výroba a polotovary   | 0              | 390            | 1 245          | 1 594          | 0              | 1 333          | 0                |
| 3.  | Výrobky   | 1 522          | 1 320          | 1 068          | 983            | 906            | 1 972          | 0                |
| 4.  | Zvířata   | 3 012          | 2 562          | 6 547          | 3 995          | 0              | 2 754          | 0                |
| 5.  | Zboží   | 22 135         | 45 434         | 38 232         | 35 457         | 64 790         | 34 725         | 0                |
| 6.  | Poskytnuté zálohy na zásoby   | 0              | 0              | 0              | 0              | 3 120          | 0              | 0                |
| <b>C.II.</b>  | <b>Dlouhodobé pohledávky</b>  | <b>7 140</b>   | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>11 550</b>  | <b>20 615</b>  | <b>34 509</b>  | <b>20 000</b>    |
| 1.  | Pohledávky z obchodních vztahů  | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 25 434         | 0                |
| 2.  | Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami                                       | 7 140          | 0              | 0              | 11 550         | 20 615         | 9 075          | 0                |
| 3.  | Pohledávky za úč. jednotkami pod podstatným vlivem                                | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 4.  | Pohl. za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení                       | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 5.  | Dlouhodobé poskytnuté zálohy  | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 6.  | Dohadné účty aktivní  | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 7.  | Jiné pohledávky   | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 8.  | Odložená daňová pohledávka  | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| <b>C.III.</b>                                       | <b>Krátkodobé pohledávky</b>  | <b>165 292</b> | <b>174 056</b> | <b>174 171</b> | <b>195 596</b> | <b>250 995</b> | <b>254 896</b> | <b>240 000</b>   |
| 1.  | Pohledávky z obchodních vztahů  | 68 012         | 94 076         | 99 164         | 113 972        | 159 730        | 166 478        | 160 000          |
| 2.  | Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami                                       | 73 858         | 73 104         | 67 075         | 79 739         | 87 403         | 86 662         | 80 000           |
| 3.  | Pohledávky za úč. jednotkami pod podstatným vlivem                                | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 4.  | Pohl. za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení                       | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 5.  | Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění  | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 6.  | Stát - daňové pohledávky  | 3 340          | 2 278          | 1 379          | 1 721          | 3 351          | 0              | 0                |
| 7.  | Ostatní poskytnuté zálohy   | 261            | 84             | 351            | 134            | 460            | 1 741          | 0                |
| 8.  | Dohadné účty aktivní  | 0              | 124            | 61             | 30             | 51             | 15             | 0                |
| 9.  | Jiné pohledávky   | 19 821         | 4 390          | 6 141          | 0              | 0              | 0              | 0                |
| <b>C.IV.</b>  | <b>Finanční majetek</b>   | <b>9 404</b>   | <b>10 703</b>  | <b>1 401</b>   | <b>3 500</b>   | <b>3 226</b>   | <b>6 059</b>   | <b>10 000</b>    |
| 1.  | Peníze  | 902            | 150            | 201            | 1 491          | 248            | 848            | 0                |
| 2.  | Účty v bankách  | 8 502          | 10 553         | 1 200          | 2 009          | 2 978          | 5 211          | 0                |
| 3.  | Krátkodobý finanční majetek   | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 4.  | Požizovaný krátkodobý majetek   | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| <b>D.</b>   | <b>Časové rozlišení</b>   | <b>2 623</b>   | <b>2 348</b>   | <b>2 035</b>   | <b>3 362</b>   | <b>2 253</b>   | <b>2 263</b>   | <b>2 500</b>     |
| 1.  | Náklady příštích období   | 2 504          | 2 135          | 1 831          | 3 348          | 2 244          | 2 193          | 0                |
| 2.  | Komplexní náklady příštích období   | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 3.  | Příjmy příštích období  | 119            | 213            | 204            | 14             | 9              | 70             | 0                |

| (tis. Kč) k 31.12.   |  | 2 003          | 2 004          | 2 005          | 2 006          | 2 007          | 2 008          | predikce<br>2009 |
|----------------------|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|
| <b>PASIVA CELKEM</b> |  | <b>328 778</b> | <b>363 844</b> | <b>346 977</b> | <b>403 015</b> | <b>506 791</b> | <b>512 903</b> | <b>485 371</b>   |
| A.                   | <b>VLASTNÍ KAPITÁL</b>                                     | 106 940        | 110 610        | 120 454        | 122 497        | 160 024        | 160 326        | 169 671          |
| A.I.                 | <b>Základní kapitál</b>                                    | 110 818        | 110 818        | 110 818        | 110 818        | 110 818        | 110 818        | 110 818          |
| 1.                   | Základní kapitál   | 110 818        | 110 818        | 110 818        | 110 818        | 110 818        | 110 818        |                  |
| 2.                   | Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)                | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 3.                   | Změny vlastního kapitálu                                   | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| A.II.                | <b>Kapitálové fondy</b>                                    | - 29 190       | - 27 495       | - 22 928       | - 22 335       | 10 624         | 10 003         | 0                |
| 1.                   | Emisní ážio  | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 2.                   | Ostatní kapitálové fondy                                   | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 3.                   | Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků            | - 29 190       | - 27 495       | - 22 928       | - 22 335       | 10 624         | 10 003         | 9 000            |
| 4.                   | Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách                | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| A.III.               | <b>Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku</b>             | 15 853         | 15 929         | 16 066         | 16 143         | 16 605         | 16 852         | 17 500           |
| 1.                   | Zákonný rezervní fond                                      | 15 693         | 15 752         | 15 865         | 16 143         | 16 348         | 16 595         | 0                |
| 2.                   | Statutární a ostatní fondy                                 | 160            | 177            | 201            | 233            | 257            | 257            | 0                |
| A.IV.                | <b>Hospodářský výsledek minulých let</b>                   | 8 275          | 9 100          | 10 944         | 13 538         | 17 034         | 19 313         | 22 653           |
| 1.                   | Nerozdělený zisk minulých let                              | 8 275          | 9 100          | 10 944         | 13 538         | 17 034         | 19 313         | 0                |
| 2.                   | Neuhrazená ztráta minulých let                             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| A.V.                 | <b>Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)</b>  | 1 184          | 2 258          | 5 554          | 4 100          | 4 943          | 3 340          | 9 700            |
| B.                   | <b>CIZÍ ZDROJE</b>   | 221 825        | 252 923        | 226 071        | 279 959        | 345 340        | 352 373        | 315 500          |
| B.I.                 | <b>Rezervy</b>   | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 1.                   | Rezervy podle zvláštních právních předpisů                 | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 2.                   | Rezerva na důchody a podobné závazky                       | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 3.                   | Rezerva na daň z příjmů                                    | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 4.                   | Ostatní rezervy  | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| B.II.                | <b>Dlouhodobé závazky</b>                                  | 7 113          | 8 009          | 7 932          | 6 080          | 5 778          | 5 778          | 5 500            |
| 1.                   | Závazky z obchodních vztahů                                | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 2.                   | Závazky k ovládanými a řízenými osobami                    | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 3.                   | Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem          | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 4.                   | Závazky ke společ., člen. družstva a k účastníkům sdružení | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 5.                   | Přijaté zálohy   | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 6.                   | Vydané dluhopisy   | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 7.                   | Směnky k úhradě  | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 8.                   | Dohadné účty pasivní                                       | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 9.                   | Jiné závazky   | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 10.                  | Odložený daňový závazek                                    | 7 113          | 8 009          | 7 932          | 6 080          | 5 778          | 5 778          | 0                |
| B.III.               | <b>Krátkodobé závazky</b>                                  | 69 210         | 71 444         | 45 544         | 46 293         | 121 715        | 121 875        | 110 000          |
| 1.                   | Závazky z obchodních vztahů                                | 58 858         | 59 538         | 38 050         | 40 666         | 117 598        | 99 088         | 0                |
| 2.                   | Závazky k ovládaným a řízeným osobám                       | 8 565          | 10 262         | 4 606          | 2 531          | 1 397          | 15 736         | 0                |
| 3.                   | Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem          | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 4.                   | Závazky ke společ., člen. družstva a k účastníkům sdružení | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 5.                   | Závazky k zaměstnancům                                     | 1 042          | 994            | 1 325          | 1 382          | 1 218          | 1 229          | 0                |
| 6.                   | Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění  | 582            | 499            | 752            | 557            | 638            | 579            | 0                |
| 7.                   | Stát - daňové závazky a dotace                             | 163            | 132            | 415            | 177            | 335            | 296            | 0                |
| 8.                   | Přijaté zálohy   | 0              | 0              | 391            | 250            | 27             | 4 405          | 0                |
| 9.                   | Vydané dluhopisy   | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 10.                  | Dohadné účty pasivní                                       | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| 11.                  | Jiné závazky   | 0              | 19             | 5              | 730            | 502            | 542            | 0                |
| B.IV.                | <b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>                           | 145 502        | 173 470        | 172 595        | 227 586        | 217 847        | 224 720        | 200 000          |
| 1.                   | Bankovní úvěry dlouhodobé                                  | 1 502          | 838            | 5 150          | 31 779         | 24 295         | 12 525         | 10 000           |
| 2.                   | Krátkodobé bankovní úvěry                                  | 144 000        | 172 632        | 167 445        | 195 807        | 193 552        | 212 195        | 190 000          |
| 3.                   | Krátkodobé finanční výpomoci                               | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |
| C.I.                 | <b>Časové rozlišení</b>                                    | 13             | 311            | 452            | 559            | 1 427          | 204            | 200              |
| 1.                   | Výdaje příštích období                                     | 13             | 311            | 452            | 559            | 1 427          | 204            | 0                |
| 2.                   | Výnosy příštích období                                     | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                |

*Zdroj: data poskytnutá podnikem*

PŘÍLOHA XXVI – VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT – 2003 AŽ 2009

| Výkaz zisku a ztrát  |      |         |         |         |          |          |  | predikce<br>2009 -<br>podnik |
|--|------|---------|---------|---------|----------|----------|--|------------------------------|
| Položka  | č.ř. | 2004    | 2005    | 2006    | 2007     | 2008     |  |                              |
| I. Tržby za prodej zboží   | 01   | 236 892 | 196 056 | 193 006 | 266 522  | 283 160  |  | 260 000                      |
| A. Náklady vynaložené na prodané zboží   | 02   | 225 303 | 182 461 | 181 018 | 247 774  | 263 625  |  | 240 000                      |
| + OBCHODNÍ MARŽE   | 03   | 11 589  | 13 595  | 11 988  | 18 748   | 19 535   |  | 20 000                       |
| II. Výkony   | 04   | 337 025 | 336 746 | 361 900 | 464 981  | 629 618  |  | 551 200                      |
| 1. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb  | 05   | 325 626 | 320 167 | 354 479 | 462 090  | 627 252  |  | 550 000                      |
| 2. Změna stavu zásob vlastní výroby  | 06   | - 1 350 | 428     | - 2 253 | - 185    | 1 166    |  | 0                            |
| 3. Aktivace  | 07   | 12 749  | 16 151  | 9 674   | 3 076    | 1 200    |  | 1 200                        |
| B. Výkonová spotřeba   | 08   | 308 822 | 296 874 | 336 861 | 441 614  | 597 809  |  | 520 000                      |
| 1. Spotřeba materiálu a energie  | 09   | 285 565 | 270 763 | 311 708 | 421 616  | 575 809  |  | 500 000                      |
| 2. Služby  | 10   | 23 257  | 26 111  | 25 153  | 19 998   | 22 087   |  | 20 000                       |
| + PŘIDANÁ HODNOTA  | 11   | 39 792  | 53 467  | 37 027  | 42 115   | 51 257   |  | 51 200                       |
| C. Osobní náklady  | 12   | 21 000  | 24 199  | 28 017  | 26 005   | 25 683   |  | 24 000                       |
| 1. Mzdové náklady  | 13   | 14 930  | 17 302  | 20 132  | 18 774   | 18 072   |  | 0                            |
| 2. Odměny členům orgánů spol. a družstva   | 14   | 540     | 540     | 540     | 543      | 510      |  | 0                            |
| 3. Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění   | 15   | 5 157   | 5 983   | 6 819   | 6 263    | 6 033    |  | 0                            |
| 4. Sociální náklady  | 16   | 373     | 374     | 526     | 425      | 1 068    |  | 0                            |
| D. Daně a poplatky   | 17   | 865     | 936     | 1 050   | 1 246    | 748      |  | 1 000                        |
| E. Odpisy dl. nehmot. a hmotného majetku   | 18   | 10 506  | 11 236  | 11 166  | 10 976   | 9 459    |  | 10 000                       |
| III. Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu   | 19   | 20 986  | 22 063  | 16 855  | 15 183   | 16 291   |  | 15 000                       |
| 1. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku  | 20   | 3 121   | 9 222   | 6 544   | 2 086    | 1 270    |  | 0                            |
| 2. Tržby z prodeje materiálu   | 21   | 17 865  | 12 841  | 10 311  | 13 097   | 15 021   |  | 0                            |
| F. Zůstatková cena prod. dl. majetku a materiálu   | 22   | 20 842  | 18 558  | 14 210  | 13 197   | 14 729   |  | 14 000                       |
| 1. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku  | 23   | 3 303   | 6 818   | 4 546   | 851      | 94       |  | 0                            |
| 2. Prodaný materiál  | 24   | 17 539  | 11 740  | 966     | 12 346   | 14 635   |  | 0                            |
| G. Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období | 25   | 1 904   | 7 055   | - 269   | - 11 614 | 0        |  | 0                            |
| IV. Ostatní provozní výnosy  | 26   | 35 002  | 11 855  | 29 736  | 47 922   | 101 203  |  | 30 000                       |
| H. Ostatní provozní náklady  | 27   | 30 164  | 9 919   | 19 977  | 54 666   | 98 334   |  | 26 000                       |
| V. Převod provozních výnosů  | 28   | 0       | 0       | 0       | 0        | 0        |  | 0                            |
| I. Převod provoz. nákladů  | 29   | 0       | 0       | 0       | 0        | 0        |  | 0                            |
| * PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ  | 30   | 10 499  | 15 482  | 9 467   | 10 744   | 19 798   |  | 21 200                       |
| VI. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů  | 31   | -       | 14 006  | 10      | 0        | 0        |  | 0                            |
| J. Prodané cenné papíry a podíly   | 32   | -       | 15 751  | 50      | 0        | 0        |  | 0                            |
| VII. Výnosy z dl. finančního majetku   | 33   | 0       | 0       | 0       | 0        | 0        |  | 0                            |
| 1. Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem   | 34   | 0       | 0       | 0       | 0        | 0        |  | 0                            |
| 2. Výnosy z ostatních dl. CP a podílů  | 35   | 0       | 0       | 0       | 0        | 0        |  | 0                            |
| 3. Výnosy z ostatního dl. finančního majetku   | 36   | 0       | 0       | 0       | 0        | 0        |  | 0                            |
| VIII. Výnosy z krátkodobého finančního majetku   | 37   | 0       | 0       | 0       | 0        | 0        |  | 0                            |
| K. Náklady z finančního majetku  | 38   | 0       | 0       | 0       | 0        | 0        |  | 0                            |
| IX. Výnosy z přecenění CP a derivátů   | 39   | 0       | 0       | 0       | 0        | 0        |  | 0                            |
| L. Náklady z přecenění CP derivátů   | 40   | 0       | 0       | 0       | 0        | 0        |  | 0                            |
| M. oblasti   | 41   | - 430   | 0       | 0       | 0        | 0        |  | 0                            |
| X. Výnosové úroky  | 42   | 75      | 98      | 599     | 1 553    | 1 503    |  | 1 000                        |
| N. Nákladové úroky   | 43   | 7 509   | 6 367   | 7 258   | 8 848    | 10 954   |  | 10 000                       |
| XI. Ostatní finanční výnosy  | 44   | 1 155   | 290     | 125     | 570      | 549      |  | 1 000                        |
| O. Ostatní finanční náklady  | 45   | 456     | 503     | 644     | 364      | 7 548    |  | 500                          |
| XII. Převod finančních výnosů  | 46   | 0       | 0       | 0       | 0        | 0        |  | 0                            |
| P. Převod finančních nákladů   | 47   | 0       | 0       | 0       | 0        | 0        |  | 0                            |
| * FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ  | 48   | - 6 305 | - 8 227 | - 7 218 | - 7 089  | - 16 450 |  | - 8 500                      |
| Q. Daň z příjmů za běžnou činnost  | 49   | 1 929   | 1 701   | - 1 851 | - 320    | 8        |  | 3 000                        |
| 1. splatná   | 50   | 1 032   | 1 779   | -       | - 17     | 8        |  | 0                            |
| 2. odložená  | 51   | 897     | - 78    | - 1 851 | - 303    | 0        |  | 0                            |
| ** VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA BĚŽNOU ČINNOST  | 52   | 2 265   | 5 554   | 4 100   | 3 975    | 3 340    |  | 9 700                        |
| XIII. Mimořádné výnosy   | 53   | - 7     | -       | -       | 11 500   | 0        |  | 0                            |
| R. Mimořádné náklady   | 54   | 0       | 0       | 0       | 10 532   | 0        |  | 0                            |
| S. Daň z příjmů z mimořádné činnosti   | 55   | 0       | 0       | 0       | 0        | 0        |  | 0                            |
| 1. splatná   | 56   | 0       | 0       | 0       | 0        | 0        |  | 0                            |
| 2. odložená  | 57   | 0       | 0       | 0       | 0        | 0        |  | 0                            |
| * MIMOŘÁDNÝ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ   | 58   | - 7     | 0       | 0       | 968      | 0        |  | 0                            |
| T. Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům   | 59   | 0       | 0       | 0       | 0        | 0        |  | 0                            |
| *** Výsledek hospodaření za účetní období  | 60   | 2 258   | 5 554   | 4 100   | 4 943    | 3 340    |  | 9 700                        |
| Výsledek hospodaření před zdaněním   | 61   | 4 187   | 7 255   | 2 249   | 4 623    | 3 348    |  | 12 700                       |

Zdroj: data poskytnutá podnikem



PŘÍLOHA XXVII – VÝKAZ O PENĚŽNÍCH TOCÍCH – 2005 AŽ 2008

| Výkaz o peněžních tocích |  |                |                |                |               |
|--------------------------|--|----------------|----------------|----------------|---------------|
|                          | <i>údaje jsou v tis. Kč</i>  | 2005           | 2006           | 2007           | 2008          |
| P.                       | Stav peněžních prostředků (a ekvivalentů) na počátku období  | 10703          | 1401           | 3500           | 3226          |
|                          | <b>Peněžní toky z hlavních výdělečných činností (provozní činnost)</b>                                   |                |                |                |               |
| Z.                       | Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním   | 7 255          | 2 249          | 3 655          | 2162          |
| A.1.                     | Úpravy o nepeněžní operace   | 14 687         | 15 827         | 17 036         | 17502         |
| A.1.1.                   | Odpisy stálých aktiv a umořování opravné položky k nabytému majetku                                      | 11 236         | 11 166         | 10 976         | 10314         |
| A.1.2.                   | Změna stavu opravných položek a rezerv   | 0              | 0              | 0              | 0             |
| A.1.3.                   | Zisk z prodeje stálých aktiv   | -2 404         | -1 998         | -1 235         | -1176         |
| A.1.4.                   | Výnosy z dividend a podílů na zisku  | 0              | 0              | 0              | 0             |
| A.1.5.                   | Vyúčtované nákladové úroky a výjimkou kapitalizovaných a vyúčtované výnosové úroky                       | 6 269          | 6 659          | 7 295          | 8364          |
| A.1.6.                   | Případné úpravy o ostatní nepeněžní operace  | -414           | 0              | 0              | 0             |
| A.*                      | <b>Cistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, změnami pracovního kapitálu a mim. položkami</b> | <b>21942</b>   | <b>18076</b>   | <b>20691</b>   | <b>19664</b>  |
| A.2.                     | Změna stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu   | -29 737        | 28 136         | -14 844        | 17703         |
| A.2.1.                   | Změna stavu pohledávek z provozní činnosti, přechodných účtů aktiv                                       | 198            | -34 302        | -63 355        | -26373        |
| A.2.2.                   | Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti, předchodných účtů pasiv                            | -26 634        | 55 847         | 66 551         | 6374          |
| A.2.3.                   | Změna stavu zásob  | -3 301         | 6 591          | -18 040        | 37702         |
| A.2.4.                   | Změna stavu krátkodobého finančního majetku nespádajícího do peněžních prostředků a ekvivalentů          | 0              | 0              | 0              | 0             |
| A.**                     | <b>Cistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a mimořádnými položkami</b>                       | <b>7 795</b>   | <b>46 212</b>  | <b>5 847</b>   | <b>37367</b>  |
| A.3.                     | Vyplacené úroky s výjimkou kapitalizovaných  | -6 367         | -7 258         | -8 848         | -10953        |
| A.4.                     | Přijaté úroky  | 98             | 599            | 1 553          | 2589          |
| A.5.                     | Zaplacená daň z příjmu za běžnou činnost a doměrky daně za minulá období                                 | -1 701         | 1 851          | 320            | -1601         |
| A.6.                     | Příjmy a výdaje spojené s mimořádným hospodářským výsledkem včetně daně z příjmu                         | 0              | 0              | 968            | 0             |
| A.***                    | <b>Cistý peněžní tok z provozní činnosti</b>   | <b>-15 785</b> | <b>41 404</b>  | <b>-160</b>    | <b>27402</b>  |
|                          | <i>Peněžní toky z investiční činnosti</i>  |                |                |                |               |
| B.1.                     | Výdaje spojené s pořízením stálých aktiv   | -568           | -37 394        | -33 631        | -29168        |
| B.2.                     | Příjmy z prodeje stálých aktiv   | 2 404          | 1 998          | 1 235          | 1176          |
| B.3.                     | Půjčky a úvěry spřízněným osobám   | 0              | 0              | 0              | 0             |
| B.***                    | <b>Cistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti</b>   | <b>1 836</b>   | <b>-35 396</b> | <b>-32 396</b> | <b>-27992</b> |
|                          | <i>Peněžní toky z finanční činnosti</i>  |                |                |                |               |
| C.1.                     | Dopady změn dlouhodobých, příp. krátkodobých závazků   | -77            | -1 852         | -302           | 1593          |
| C.2.                     | Dopady změn vlatního kapitálu na peněžní prostředky a ekvivalenty  | 4 704          | -2 057         | 32 584         | 4668          |
| C.2.1.                   | Zvýšení peněžních prostředků z důvodů zvýšení základního kapitálu, emisní ážia atd.                      | 0              | 0              | 0              | 0             |
| C.2.2.                   | Vyplacení podílů na vlastním jmění společníkům   | 0              | 0              | 0              | 0             |
| C.2.3.                   | Další vklady peněžních prostředků společníků a akcionářů   | 0              | 0              | 0              | 0             |
| C.2.4.                   | Úhrada ztráty společníky   | 0              | 0              | 0              | 0             |
| C.2.5.                   | Přímé platby na vrub fondů   | 4 704          | 903            | 32 284         | 4668          |
| C.2.6.                   | Vyplacené dividendy nebo podíly na zisku včetně zaplacené daně   | 0              | -2 960         | 300            | 0             |
| C.***                    | <b>Cistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti</b>   | <b>4 627</b>   | <b>-3 909</b>  | <b>32 282</b>  | <b>6261</b>   |
| F.                       | <b>Cisté zvýšení, resp. snížení peněžních prostředků</b>   | <b>-9 302</b>  | <b>2 099</b>   | <b>-274</b>    | <b>5671</b>   |
| R.                       | Stav peněžních prostředků (a ekvivalentů) na konci období  | 1 401          | 3 500          | 3 226          | 8897          |

Zdroj: data poskytnutá podnikem

Příloha XXVIII – Horizontální a vertikální analýza rozvahy

| (tis. Kč) 31.12. |   | Rozvaha - Horizontální analýza |        |         |         |                 |         |         |         |
|------------------|---|--------------------------------|--------|---------|---------|-----------------|---------|---------|---------|
|                  |   | ABSOLUTNÍ ZMĚNA                |        |         |         | RELATIVNÍ ZMĚNA |         |         |         |
|                  |   | 2005                           | 2006   | 2007    | 2008    | 2005            | 2006    | 2007    | 2008    |
|                  | <b>AKTIVA CELKEM</b>  | -16 867                        | 56 038 | 103 776 | 6 112   | -4,64%          | 16,15%  | 25,75%  | 1,21%   |
| A.               | <b>POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ VLASTNÍ KAPITÁL</b>                                       | 0                              | 0      | 0       | 0       | -               | -       | -       | -       |
| B.               | <b>DLOUHODOBÝ MAJETEK</b>   | -10 668                        | 26 228 | 22 655  | 13 576  | -10,06%         | 27,51%  | 18,63%  | 9,41%   |
| B.I.             | <b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>  | -703                           | 351    | -679    | -160    | -26,39%         | 17,90%  | -29,37% | -9,80%  |
| 1.               | Zřizovací výdaje  | 0                              | 0      | 0       | 0       | -               | -       | -       | -       |
| 2.               | Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje  | 0                              | 0      | 0       | 0       | -               | -       | -       | -       |
| 3.               | Software  | -703                           | -212   | -204    | -185    | -26,39%         | -10,81% | -11,66% | -11,97% |
| 4.               | Ocenitelná práva  | 0                              | 0      | 0       | 0       | -               | -       | -       | -       |
| 5.               | Goodwill  | 0                              | 0      | 0       | 0       | -               | -       | -       | -       |
| 6.               | Jiný dlouhodobý nehmotný majetek  | 0                              | 563    | 0       | 0       | -               | -       | -       | -       |
| 7.               | Nedokončený dlouh. nehmotný majetek   | 0                              | 0      | 88      | 25      | -               | -       | -       | 28,41%  |
| 8.               | Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek                                  | 0                              | 0      | 0       | 0       | -               | -       | -       | -       |
| B.II.            | <b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>  | 1 220                          | 14 460 | -9 410  | 1 939   | 1,45%           | 16,94%  | -9,43%  | 2,14%   |
| 1.               | Pozemky   | 899                            | 539    | 3 006   | 5 488   | 181,62%         | 38,67%  | 155,51% | 111,12% |
| 2.               | Stavby  | -1 073                         | 3 897  | -2 017  | -1 934  | -2,56%          | 9,55%   | -4,51%  | -4,53%  |
| 3.               | Samostatné movité věci a soubory mov. věcí  | 4 031                          | 14 810 | -8 793  | -4 502  | 13,69%          | 44,24%  | -18,21% | -11,40% |
| 4.               | Pěstelské celky trvalých porostů  | 0                              | 0      | 0       | 0       | -               | -       | -       | -       |
| 5.               | Základní stádo a tažná zvířata  | -5 874                         | -2 797 | -2 745  | -109    | -48,63%         | -45,07% | -80,52% | -16,42% |
| 6.               | Jiný dlouhodobý hmotný majetek  | 0                              | 0      | 0       | 0       | 0,00%           | 0,00%   | 0,00%   | 0,00%   |
| 7.               | Nedokončený dlouh. hmotný majetek   | 3 237                          | -1 989 | 1 139   | 2 996   | 1759,24%        | -58,14% | 79,54%  | 116,53% |
| 8.               | Poskytnuté zálohy na DHM  | 0                              | 0      | 0       | 0       | -               | -       | -       | -       |
| 9.               | Oceňovací rozdíl k nabytému majetku   | 0                              | 0      | 0       | 0       | -               | -       | -       | -       |
| B.III.           | <b>Dlouhodobý finanční majetek</b>  | -11 185                        | 11 417 | 32 744  | 11 797  | -58,26%         | 142,45% | 168,51% | 22,61%  |
| 1.               | Podíly v ovládaných a řízených osobách  | 1 276                          | 7 428  | 33 298  | 12 349  | 18,93%          | 92,68%  | 215,62% | 25,34%  |
| 2.               | Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem                                | 0                              | 0      | 0       | 0       | -               | -       | -       | -       |
| 3.               | Ostatní dlouhodobé CP a podíly  | 0                              | 0      | 0       | 0       | -               | -       | -       | -       |
| 4.               | Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám účetním jednotkám pod podstatným vlivem | 0                              | 0      | 0       | 0       | -               | -       | -       | -       |
| 5.               | Jiný dlouhodobý finanční majetek  | 0                              | 3 989  | -554    | -552    | -               | -       | -13,89% | -16,07% |
| 6.               | Požizovaný dlouhodobý finanční majetek  | 0                              | 0      | 0       | 0       | -               | -       | -       | -       |
| 7.               | Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek                                  | 0                              | 0      | 0       | 0       | -               | -       | -       | -       |
| C.               | <b>OBĚŽNÁ AKTIVA</b>  | -5 886                         | 28 483 | 82 230  | -7 474  | -2,30%          | 11,41%  | 29,57%  | -2,07%  |
| C.I.             | <b>Zásoby</b>   | 3 301                          | -6 591 | 18 040  | -28 102 | 4,67%           | -8,90%  | 26,75%  | -32,88% |
| 1.               | Materiál  | 5 915                          | -1 528 | -8 747  | -70     | 28,15%          | -5,67%  | -34,44% | -0,42%  |
| 2.               | Nedokončená výroba a polotovary   | 855                            | 349    | 0       | 1 333   | 219,23%         | 28,03%  | -       | -       |
| 3.               | Výrobky   | -252                           | -85    | -77     | 1 066   | -19,09%         | -7,96%  | -7,83%  | 117,66% |
| 4.               | Zvířata   | 3 985                          | -2 552 | 0       | 2 754   | 155,54%         | -38,98% | -       | -       |
| 5.               | Zboží   | -7 202                         | -2 775 | 29 333  | -30 065 | -15,85%         | -7,26%  | 82,73%  | -46,40% |
| 6.               | Poskytnuté zálohy na zásoby   | 0                              | 0      | 3 120   | 0       | -               | -       | -       | -       |
| C.II.            | <b>Dlouhodobé pohledávky</b>  | 0                              | 11 550 | 9 065   | 13 894  | -               | -       | 78,48%  | 67,40%  |
| 1.               | Pohledávky z obchodních vztahů  | 0                              | 0      | 0       | 25 434  | -               | -       | -       | -       |
| 2.               | Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami                                       | 0                              | 11 550 | 9 065   | -11 540 | -               | -       | 78,48%  | -55,98% |
| 3.               | Pohledávky za úč. jednotkami pod podstatným vlivem                                | 0                              | 0      | 0       | 0       | -               | -       | -       | -       |
| 4.               | Pohl. za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení                       | 0                              | 0      | 0       | 0       | -               | -       | -       | -       |
| 5.               | Dlouhodobé poskytnuté zálohy  | 0                              | 0      | 0       | 0       | -               | -       | -       | -       |
| 6.               | Dohadné účty aktivní  | 0                              | 0      | 0       | 0       | -               | -       | -       | -       |
| 7.               | Jiné pohledávky   | 0                              | 0      | 0       | 0       | -               | -       | -       | -       |
| 8.               | Odložená daňová pohledávka  | 0                              | 0      | 0       | 0       | -               | -       | -       | -       |
| C.III.           | <b>Krátkodobé pohledávky</b>  | 115                            | 21 425 | 55 399  | 3 901   | 0,07%           | 12,30%  | 28,32%  | 1,55%   |
| 1.               | Pohledávky z obchodních vztahů  | 5 088                          | 14 808 | 45 758  | 6 748   | 5,41%           | 14,93%  | 40,15%  | 4,22%   |
| 2.               | Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami                                       | -6 029                         | 12 664 | 7 664   | -741    | -8,25%          | 18,88%  | 9,61%   | -0,85%  |
| 3.               | Pohledávky za úč. jednotkami pod podstatným vlivem                                | 0                              | 0      | 0       | 0       | -               | -       | -       | -       |
| 4.               | Pohl. za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení                       | 0                              | 0      | 0       | 0       | -               | -       | -       | -       |
| 5.               | Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění  | 0                              | 0      | 0       | 0       | -               | -       | -       | -       |
| 6.               | Stát - daňové pohledávky  | -899                           | 342    | 1 630   | 0       | -39,46%         | 24,80%  | 94,71%  | -       |
| 7.               | Ostatní poskytnuté zálohy   | 267                            | -217   | 326     | 1 281   | 317,86%         | -61,82% | 243,28% | 278,48% |
| 8.               | Dohadné účty aktivní  | -63                            | -31    | 21      | -36     | -50,81%         | -50,82% | 70,00%  | -70,59% |
| 9.               | Jiné pohledávky   | 1 751                          | 0      | 0       | 0       | 39,89%          | -       | -       | -       |
| C.IV.            | <b>Finanční majetek</b>   | -9 302                         | 2 099  | -274    | 2 833   | -86,91%         | 149,82% | -7,83%  | 87,82%  |
| 1.               | Peníze  | 51                             | 1 290  | -1 243  | 600     | 34,00%          | 641,79% | -83,37% | 241,94% |
| 2.               | Účty v bankách  | -9 353                         | 809    | 969     | 2 233   | -88,63%         | 67,42%  | 48,23%  | 74,98%  |
| 3.               | Krátkodobý finanční majetek   | 0                              | 0      | 0       | 0       | -               | -       | -       | -       |
| 4.               | Požizovaný krátkodobý majetek   | 0                              | 0      | 0       | 0       | -               | -       | -       | -       |
| D.               | <b>Časové rozlišení</b>   | -313                           | 1 327  | -1 109  | 10      | -13,33%         | 65,21%  | -32,99% | 0,44%   |
| 1.               | Náklady příštích období   | -304                           | 1 517  | -1 104  | -51     | -14,24%         | 82,85%  | -32,97% | -2,27%  |
| 2.               | Komplexní náklady příštích období   | 0                              | 0      | 0       | 0       | -               | -       | -       | -       |
| 3.               | Příjmy příštích období  | -9                             | -190   | -5      | 61      | -4,23%          | -       | -35,71% | 677,78% |

| (tis. Kč) 31.12. |  | 2005    | 2006   | 2007    | 2008    | 2005    | 2006      | 2007     | 2008      |
|------------------|--|---------|--------|---------|---------|---------|-----------|----------|-----------|
|                  | <b>PASIVA CELKEM</b>                                       | -16 867 | 56 038 | 103 776 | 6 112   | -4,64%  | 16,15%    | 25,75%   | 1,21%     |
| <b>A.</b>        | <b>VLASTNÍ KAPITÁL</b>                                     | 9 844   | 2 043  | 37 527  | 302     | 8,90%   | 1,70%     | 30,64%   | 0,19%     |
| A.I.             | Základní kapitál   | 0       | 0      | 0       | 0       | -       | -         | -        | -         |
| 1.               | Základní kapitál   | 0       | 0      | 0       | 0       | -       | -         | -        | -         |
| 2.               | Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)                | 0       | 0      | 0       | 0       | -       | -         | -        | -         |
| 3.               | Změny vlastního kapitálu                                   | 0       | 0      | 0       | 0       | -       | -         | -        | -         |
| A.II.            | Kapitálové fondy   | 4 567   | 593    | 32 959  | -621    | -16,61% | -2,59%    | -147,57% | -5,85%    |
| 1.               | Emisní ážio  | 0       | 0      | 0       | 0       | -       | -         | -        | -         |
| 2.               | Ostatní kapitálové fondy                                   | 0       | 0      | 0       | 0       | -       | -         | -        | -         |
| 3.               | Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků            | 4 567   | 593    | 32 959  | -621    | -16,61% | -2,59%    | -147,57% | -5,85%    |
| 4.               | Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách                | 0       | 0      | 0       | 0       | -       | -         | -        | -         |
| A.III.           | Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku                    | 137     | 77     | 462     | 247     | 0,86%   | 0,48%     | 2,86%    | 1,49%     |
| 1.               | Zákonný rezervní fond                                      | 113     | 278    | 205     | 247     | 0,72%   | 1,75%     | 1,27%    | 1,51%     |
| 2.               | Statutární a ostatní fondy                                 | 24      | 32     | 24      | 0       | 13,56%  | 15,92%    | 10,30%   | 0,00%     |
| A.IV.            | Hospodářský výsledek minulých let                          | 1 844   | 2 594  | 3 496   | 2 279   | 20,26%  | 23,70%    | 25,82%   | 13,38%    |
| 1.               | Nerozdělený zisk minulých let                              | 1 844   | 2 594  | 3 496   | 2 279   | 20,26%  | 23,70%    | 25,82%   | 13,38%    |
| 2.               | Neuhrazená ztráta minulých let                             | 0       | 0      | 0       | 0       | -       | -         | -        | -         |
| A.V.             | Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)         | 3 296   | -1 454 | 843     | -1 603  | 145,97% | -26,18%   | 20,56%   | -32,43%   |
| <b>B.</b>        | <b>CIZÍ ZDROJE</b>   | -26 852 | 53 888 | 65 381  | 7 033   | -10,62% | 23,84%    | 23,35%   | 2,04%     |
| B.I.             | Rezervy  | 0       | 0      | 0       | 0       | -       | -         | -        | -         |
| 1.               | Rezervy podle zvláštních právních předpisů                 | 0       | 0      | 0       | 0       | -       | -         | -        | -         |
| 2.               | Rezerva na důchody a podobné závazky                       | 0       | 0      | 0       | 0       | -       | -         | -        | -         |
| 3.               | Rezerva na daň z příjmů                                    | 0       | 0      | 0       | 0       | -       | -         | -        | -         |
| 4.               | Ostatní rezervy  | 0       | 0      | 0       | 0       | -       | -         | -        | -         |
| B.II.            | Dlouhodobé závazky   | -77     | -1 852 | -302    | 0       | -0,96%  | -23,35%   | -4,97%   | 0,00%     |
| 1.               | Závazky z obchodních vztahů                                | 0       | 0      | 0       | 0       | -       | -         | -        | -         |
| 2.               | Závazky k ovládanými a řízenými osobami                    | 0       | 0      | 0       | 0       | -       | -         | -        | -         |
| 3.               | Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem          | 0       | 0      | 0       | 0       | -       | -         | -        | -         |
| 4.               | Závazky ke společ., člen. družstva a k účastníkům sdružení | 0       | 0      | 0       | 0       | -       | -         | -        | -         |
| 5.               | Přijaté zálohy   | 0       | 0      | 0       | 0       | -       | -         | -        | -         |
| 6.               | Vydané dluhopisy   | 0       | 0      | 0       | 0       | -       | -         | -        | -         |
| 7.               | Směnky k úhradě  | 0       | 0      | 0       | 0       | -       | -         | -        | -         |
| 8.               | Dohadné účty pasivní                                       | 0       | 0      | 0       | 0       | -       | -         | -        | -         |
| 9.               | Jiné závazky   | 0       | 0      | 0       | 0       | -       | -         | -        | -         |
| 10.              | Odložený daňový závazek                                    | -77     | -1 852 | -302    | 0       | -0,96%  | -23,35%   | -4,97%   | 0,00%     |
| B.III.           | Krátkodobé závazky   | -25 900 | 749    | 75 422  | 160     | -36,25% | 1,64%     | 162,92%  | 0,13%     |
| 1.               | Závazky z obchodních vztahů                                | -21 488 | 2 616  | 76 932  | -18 510 | -36,09% | 6,88%     | 189,18%  | -15,74%   |
| 2.               | Závazky k ovládaným a řízeným osobám                       | -5 656  | -2 075 | -1 134  | 14 339  | -55,12% | -45,05%   | -44,80%  | 1026,41%  |
| 3.               | Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem          | 0       | 0      | 0       | 0       | -       | -         | -        | -         |
| 4.               | Závazky ke společ., člen. družstva a k účastníkům sdružení | 0       | 0      | 0       | 0       | -       | -         | -        | -         |
| 5.               | Závazky k zaměstnancům                                     | 331     | 57     | -164    | 11      | 33,30%  | 4,30%     | -11,87%  | 0,90%     |
| 6.               | Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění  | 253     | -195   | 81      | -59     | 50,70%  | -25,93%   | 14,54%   | -9,25%    |
| 7.               | Stát - daňové závazky a dotace                             | 283     | -238   | 158     | -39     | 214,39% | -57,35%   | 89,27%   | -11,64%   |
| 8.               | Přijaté zálohy   | 391     | -141   | -223    | 4 378   | 0,00%   | -36,06%   | -89,20%  | 16214,81% |
| 9.               | Vydané dluhopisy   | 0       | 0      | 0       | 0       | -       | -         | -        | -         |
| 10.              | Dohadné účty pasivní                                       | 0       | 0      | 0       | 0       | -       | -         | -        | -         |
| 11.              | Jiné závazky   | -14     | 725    | -228    | 40      | -73,68% | 14500,00% | -31,23%  | 7,97%     |
| B.IV.            | Bankovní úvěry a výpomoci                                  | -875    | 54 991 | -9 739  | 6 873   | -0,50%  | 31,86%    | -4,28%   | 3,15%     |
| 1.               | Bankovní úvěry dlouhodobé                                  | 4 312   | 26 629 | -7 484  | -11 770 | 514,56% | 517,07%   | -23,55%  | -48,45%   |
| 2.               | Krátkodobé bankovní úvěry                                  | -5 187  | 28 362 | -2 255  | 18 643  | -3,00%  | 16,94%    | -1,15%   | 9,63%     |
| 3.               | Krátkodobé finanční výpomoci                               | 0       | 0      | 0       | 0       | -       | -         | -        | -         |
| <b>C.</b>        | <b>OSTATNÍ PASIVA - přechodné účty pasiv</b>               | 141     | 107    | 868     | -1 223  | 45,34%  | 23,67%    | 155,28%  | -85,70%   |
| C.I.             | Časové rozlišení   | 141     | 107    | 868     | -1 223  | 45,34%  | 23,67%    | 155,28%  | -85,70%   |
| 1.               | Výdaje příštích období                                     | 0       | 0      | 0       | 0       | -       | -         | -        | -         |
| 2.               | Výnosy příštích období                                     | 0       | 0      | 0       | 0       | -       | -         | -        | -         |

| Rozvaha - Vertikální analýza |   |        |        |        |        |        |
|------------------------------|---|--------|--------|--------|--------|--------|
| (tis. Kč) k 31. 12.          |   | 2004   | 2005   | 2006   | 2007   | 2008   |
|                              | AKTIVA CELKEM   | 100%   | 100%   | 100%   | 100%   | 100%   |
| A.                           | POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ VLASTNÍ KAPITÁL  | -      | -      | -      | -      | -      |
| B.                           | DLOUHODOBÝ MAJETEK  | 29,14% | 27,48% | 30,17% | 28,46% | 30,77% |
| B.I.                         | Dlouhodobý nehmotný majetek   | 0,73%  | 0,57%  | 0,57%  | 0,32%  | 0,29%  |
| 1.                           | Zřizovací výdaje  | -      | -      | -      | -      | -      |
| 2.                           | Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje  | -      | -      | -      | -      | -      |
| 3.                           | Software  | 0,73%  | 0,57%  | 0,43%  | 0,30%  | 0,27%  |
| 4.                           | Ocenitelná práva  | -      | -      | -      | -      | -      |
| 5.                           | Goodwill  | -      | -      | -      | -      | -      |
| 6.                           | Jiný dlouhodobý nehmotný majetek  | -      | -      | 0,14%  | -      | -      |
| 7.                           | Nedokončený dlouh. nehmotný majetek   | -      | -      | -      | 0,02%  | 0,02%  |
| 8.                           | Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek                                  | -      | -      | -      | -      | -      |
| B.II.                        | Dlouhodobý hmotný majetek   | 23,13% | 24,61% | 24,77% | 17,84% | 18,01% |
| 1.                           | Pozemky   | 0,14%  | 0,40%  | 0,48%  | 0,97%  | 2,03%  |
| 2.                           | Stavby  | 11,52% | 11,77% | 11,10% | 8,43%  | 7,95%  |
| 3.                           | Samostatné movité věci a soubory mov. věcí  | 8,09%  | 9,65%  | 11,98% | 7,79%  | 6,82%  |
| 4.                           | Pěstitelské celky trvalých porostů  | -      | -      | -      | -      | -      |
| 5.                           | Základní stádo a tažná zvířata  | 3,32%  | 1,79%  | 0,85%  | 0,13%  | 0,11%  |
| 6.                           | Jiný dlouhodobý hmotný majetek  | 0,01%  | 0,01%  | 0,01%  | 0,01%  | 0,01%  |
| 7.                           | Nedokončený dlouh. hmotný majetek   | 0,05%  | 0,99%  | 0,36%  | 0,51%  | 1,09%  |
| 8.                           | Poskytnuté zálohy na DHM  | -      | -      | -      | -      | -      |
| 9.                           | Oceňovací rozdíl k nabytému majetku   | -      | -      | -      | -      | -      |
| B.III.                       | Dlouhodobý finanční majetek   | 5,28%  | 2,31%  | 4,82%  | 10,30% | 12,47% |
| 1.                           | Podíly v ovládaných a řízených osobách  | 1,85%  | 2,31%  | 3,83%  | 9,62%  | 11,91% |
| 2.                           | Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem                                | -      | -      | -      | -      | -      |
| 3.                           | Ostatní dlouhodobé CP a podíly  | 3,42%  | -      | -      | -      | -      |
| 4.                           | Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám účetním jednotkám pod podstatným vlivem | -      | -      | -      | -      | -      |
| 5.                           | Jiný dlouhodobý finanční majetek  | -      | -      | 0,99%  | 0,68%  | 0,56%  |
| 6.                           | Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek  | -      | -      | -      | -      | -      |
| 7.                           | Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek                                  | -      | -      | -      | -      | -      |
| C.                           | OBĚŽNÁ AKTIVA   | 70,22% | 71,93% | 69,00% | 71,09% | 68,79% |
| C.I.                         | Zásoby  | 19,44% | 21,33% | 16,73% | 16,86% | 11,18% |
| 1.                           | Materiál  | 5,77%  | 7,76%  | 6,30%  | 3,29%  | 3,23%  |
| 2.                           | Nedokončená výroba a polotovary   | 0,11%  | 0,36%  | 0,40%  | -      | 0,26%  |
| 3.                           | Výrobky   | 0,36%  | 0,31%  | 0,24%  | 0,18%  | 0,38%  |
| 4.                           | Zvířata   | 0,70%  | 1,89%  | 0,99%  | -      | 0,54%  |
| 5.                           | Zboží   | 12,49% | 11,02% | 8,80%  | 12,78% | 6,77%  |
| 6.                           | Poskytnuté zálohy na zásoby   | -      | -      | -      | 0,62%  | -      |
| C.II.                        | Dlouhodobé pohledávky   | -      | -      | 2,87%  | 4,07%  | 6,73%  |
| 1.                           | Pohledávky z obchodních vztahů  | -      | -      | -      | -      | 4,96%  |
| 2.                           | Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami                                       | -      | -      | 2,87%  | 4,07%  | 1,77%  |
| 3.                           | Pohledávky za úč. jednotkami pod podstatným vlivem                                | -      | -      | -      | -      | -      |
| 4.                           | Pohl. za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení                       | -      | -      | -      | -      | -      |
| 5.                           | Dlouhodobé poskytnuté zálohy  | -      | -      | -      | -      | -      |
| 6.                           | Dohadné účty aktivní  | -      | -      | -      | -      | -      |
| 7.                           | Jiné pohledávky   | -      | -      | -      | -      | -      |
| 8.                           | Odložená daňová pohledávka  | -      | -      | -      | -      | -      |
| C.III.                       | Krátkodobé pohledávky   | 47,84% | 50,20% | 48,53% | 49,53% | 49,70% |
| 1.                           | Pohledávky z obchodních vztahů  | 25,86% | 28,58% | 28,28% | 31,52% | 32,46% |
| 2.                           | Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami                                       | 20,09% | 19,33% | 19,79% | 17,25% | 16,90% |
| 3.                           | Pohledávky za úč. jednotkami pod podstatným vlivem                                | -      | -      | -      | -      | -      |
| 4.                           | Pohl. za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení                       | -      | -      | -      | -      | -      |
| 5.                           | Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění  | -      | -      | -      | -      | -      |
| 6.                           | Stát - daňové pohledávky  | 0,63%  | 0,40%  | 0,43%  | 0,66%  | -      |
| 7.                           | Ostatní poskytnuté zálohy   | 0,02%  | 0,10%  | 0,03%  | 0,09%  | 0,34%  |
| 8.                           | Dohadné účty aktivní  | 0,03%  | 0,02%  | 0,01%  | 0,01%  | 0,00%  |
| 9.                           | Jiné pohledávky   | 1,21%  | 1,77%  | -      | -      | -      |
| C.IV.                        | Finanční majetek  | 2,94%  | 0,40%  | 0,87%  | 0,64%  | 1,18%  |
| 1.                           | Peníze  | 0,04%  | 0,06%  | 0,37%  | 0,05%  | 0,17%  |
| 2.                           | Účty v bankách  | 2,90%  | 0,35%  | 0,50%  | 0,59%  | 1,02%  |
| 3.                           | Krátkodobý finanční majetek   | -      | -      | -      | -      | -      |
| 4.                           | Pořizovaný krátkodobý majetek   | -      | -      | -      | -      | -      |
| D.I.                         | Časové rozlišení  | 0,65%  | 0,59%  | 0,83%  | 0,44%  | 0,44%  |
| 1.                           | Náklady příštích období   | 0,59%  | 0,53%  | 0,83%  | 0,44%  | 0,43%  |
| 2.                           | Komplexní náklady příštích období   | -      | -      | -      | -      | -      |
| 3.                           | Příjmy příštích období  | 0,06%  | 0,06%  | 0,00%  | 0,00%  | 0,01%  |

| (tis. Kč) k 31. 12. |  | 2004   | 2005   | 2006   | 2007   | 2008   |
|---------------------|--|--------|--------|--------|--------|--------|
|                     | <b>PASIVA CELKEM</b>                                       | 100%   | 100%   | 100%   | 100%   | 100%   |
| A.                  | <b>VLASTNÍ KAPITÁL</b>                                     | 30,40% | 34,72% | 30,40% | 31,58% | 31,26% |
| A.I.                | <b>Základní kapitál</b>                                    | 30,46% | 31,94% | 27,50% | 21,87% | 21,61% |
| 1.                  | Základní kapitál   | 30,46% | 31,94% | 27,50% | 21,87% | 21,61% |
| 2.                  | Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)                | -      | -      | -      | -      | -      |
| 3.                  | Změny vlastního kapitálu                                   | -      | -      | -      | -      | -      |
| A.II.               | <b>Kapitálové fondy</b>                                    | -7,56% | -6,61% | -5,54% | 2,10%  | 1,95%  |
| 1.                  | Emisní ážio  | -      | -      | -      | -      | -      |
| 2.                  | Ostatní kapitálové fondy                                   | -      | -      | -      | -      | -      |
| 3.                  | Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků            | -7,56% | -6,61% | -5,54% | 2,10%  | 1,95%  |
| 4.                  | Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách                | -      | -      | -      | -      | -      |
| A.III.              | <b>Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku</b>             | 4,38%  | 4,63%  | 4,01%  | 3,28%  | 3,29%  |
| 1.                  | Zákonný rezervní fond                                      | 4,33%  | 4,57%  | 4,01%  | 3,23%  | 3,24%  |
| 2.                  | Statutární a ostatní fondy                                 | 0,05%  | 0,06%  | 0,06%  | 0,05%  | 0,05%  |
| A.IV.               | <b>Hospodářský výsledek minulých let</b>                   | 2,50%  | 3,15%  | 3,36%  | 3,36%  | 3,77%  |
| 1.                  | Nerozdělený zisk minulých let                              | 2,50%  | 3,15%  | 3,36%  | 3,36%  | 3,77%  |
| 2.                  | Neuhrazená ztráta minulých let                             | -      | -      | -      | -      | -      |
| A.V.                | <b>Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)</b>  | 0,62%  | 1,60%  | 1,02%  | 0,98%  | 0,65%  |
| B.                  | <b>CIZÍ ZDROJE</b>   | 69,51% | 65,15% | 69,47% | 68,14% | 68,70% |
| B.I.                | <b>Rezervy</b>   | -      | -      | -      | -      | -      |
| 1.                  | Rezervy podle zvláštních právních předpisů                 | -      | -      | -      | -      | -      |
| 2.                  | Rezerva na důchody a podobné závazky                       | -      | -      | -      | -      | -      |
| 3.                  | Rezerva na daň z příjmů                                    | -      | -      | -      | -      | -      |
| 4.                  | Ostatní rezervy  | -      | -      | -      | -      | -      |
| B.II.               | <b>Dlouhodobé závazky</b>                                  | 2,20%  | 2,29%  | 1,51%  | 1,14%  | 1,13%  |
| 1.                  | Závazky z obchodních vztahů                                | -      | -      | -      | -      | -      |
| 2.                  | Závazky k ovládanými a řízenými osobami                    | -      | -      | -      | -      | -      |
| 3.                  | Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem          | -      | -      | -      | -      | -      |
| 4.                  | Závazky ke společ., člen. družstva a k účastníkům sdružení | -      | -      | -      | -      | -      |
| 5.                  | Přijaté zálohy   | -      | -      | -      | -      | -      |
| 6.                  | Vydané dluhopisy   | -      | -      | -      | -      | -      |
| 7.                  | Směnky k úhradě  | -      | -      | -      | -      | -      |
| 8.                  | Dohadné účty pasivní                                       | -      | -      | -      | -      | -      |
| 9.                  | Jiné závazky   | -      | -      | -      | -      | -      |
| 10.                 | Odložený daňový závazek                                    | 2,20%  | 2,29%  | 1,51%  | 1,14%  | 1,13%  |
| B.III.              | <b>Krátkodobé závazky</b>                                  | 19,64% | 13,13% | 11,49% | 24,02% | 23,76% |
| 1.                  | Závazky z obchodních vztahů                                | 16,36% | 10,97% | 10,09% | 23,20% | 19,32% |
| 2.                  | Závazky k ovládaným a řízeným osobám                       | 2,82%  | 1,33%  | 0,63%  | 0,28%  | 3,07%  |
| 3.                  | Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem          | -      | -      | -      | -      | -      |
| 4.                  | Závazky ke společ., člen. družstva a k účastníkům sdružení | -      | -      | -      | -      | -      |
| 5.                  | Závazky k zaměstnancům                                     | 0,27%  | 0,38%  | 0,34%  | 0,24%  | 0,24%  |
| 6.                  | Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění  | 0,14%  | 0,22%  | 0,14%  | 0,13%  | 0,11%  |
| 7.                  | Stát - daňové závazky a dotace                             | 0,04%  | 0,12%  | 0,04%  | 0,07%  | 0,06%  |
| 8.                  | Přijaté zálohy   | -      | 0,11%  | 0,06%  | 0,01%  | 0,86%  |
| 9.                  | Vydané dluhopisy   | -      | -      | -      | -      | -      |
| 10.                 | Dohadné účty pasivní                                       | -      | -      | -      | -      | -      |
| 11.                 | Jiné závazky   | 0,01%  | 0,00%  | 0,18%  | 0,10%  | 0,11%  |
| B.IV.               | <b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>                           | 47,68% | 49,74% | 56,47% | 42,99% | 43,81% |
| 1.                  | Bankovní úvěry dlouhodobé                                  | 0,23%  | 1,48%  | 7,89%  | 4,79%  | 2,44%  |
| 2.                  | Krátkodobé bankovní úvěry                                  | 47,45% | 48,26% | 48,59% | 38,19% | 41,37% |
| 3.                  | Krátkodobé finanční výpomoci                               | -      | -      | -      | -      | -      |
| C.I.                | <b>Časové rozlišení</b>                                    | 0,09%  | 0,13%  | 0,14%  | 0,28%  | 0,04%  |
| 1.                  | Výdaje příštích období                                     | 0,09%  | 0,13%  | 0,14%  | 0,28%  | 0,04%  |
| 2.                  | Výnosy příštích období                                     | -      | -      | -      | -      | -      |

zdroj: vlastní zpracování

PŘÍLOHA XXIX – HORIZONTÁLNÍ A VERTIKÁLNÍ ANALÝZA VÝKAZU ZISKU A ZTRÁT

| Výkaz zisku a ztrát |   | Výkaz zisku a ztrát - Horizontální analýza |         |         |         |                  |          |          |          |          |
|---------------------|---|--|---------|---------|---------|------------------|----------|----------|----------|----------|
| Výkaz zisku a ztrát |   | ABSOLUTNÍ ROZDÍL                           |         |         |         | RELATIVNÍ ROZDÍL |          |          |          |          |
| Položka             | č.ř.  | 2005                                       | 2006    | 2007    | 2008    | 2005             | 2006     | 2007     | 2008     |          |
| I.                  | Tržby za prodej zboží   | 01   | -40 836 | -3 050  | 73 516  | 16 638           | -17,24%  | -1,56%   | 38,09%   | 6,24%    |
| A.                  | Náklady vynaložené na prodané zboží   | 02   | -42 842 | -1 443  | 66 756  | 15 851           | -19,02%  | -0,79%   | 36,88%   | 6,40%    |
| +                   | <b>OBCHODNÍ MARŽE</b>   | 03   | 2 006   | -1 607  | 6 760   | 787              | 17,31%   | -11,82%  | 56,39%   | 4,20%    |
| II.                 | Výkony  | 04   | -279    | 25 154  | 103 081 | 164 637          | -0,08%   | 7,47%    | 28,48%   | 35,41%   |
| 1.                  | Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb  | 05   | -5 459  | 34 312  | 107 611 | 165 162          | -1,68%   | 10,72%   | 30,36%   | 35,74%   |
| 2.                  | Změna stavu zásob vlastní výroby  | 06   | 1 778   | -2 681  | 2 068   | 1 351            | -131,70% | -626,40% | -91,79%  | -730,27% |
| 3.                  | Aktivace  | 07   | 3 402   | -6 477  | -6 598  | -1 876           | 26,68%   | -40,10%  | -68,20%  | -60,99%  |
| B.                  | Výkonová spotřeba   | 08   | -11 948 | 39 987  | 104 753 | 156 195          | -3,87%   | 13,47%   | 31,10%   | 35,37%   |
| 1.                  | Spotřeba materiálů a energie  | 09   | -14 802 | 40 945  | 109 908 | 154 193          | -5,18%   | 15,12%   | 35,26%   | 36,57%   |
| 2.                  | Služby  | 10   | 2 854   | -958    | -5 155  | 2 089            | 12,27%   | -3,67%   | -20,49%  | 10,45%   |
| +                   | <b>PŘIDANÁ HODNOTA</b>  | 11   | 13 675  | -16 440 | 5 088   | 9 142            | 34,37%   | -30,75%  | 13,74%   | 21,71%   |
| C.                  | Osobní náklady  | 12   | 3 199   | 3 818   | -2 012  | -322             | 15,23%   | 15,78%   | -7,18%   | -1,24%   |
| 1.                  | Mzdové náklady  | 13   | 2 372   | 2 830   | -1 358  | -702             | 15,89%   | 16,36%   | -6,75%   | -3,74%   |
| 2.                  | Odměny členům orgánů spol. a družstva   | 14   | 0       | 0       | 3       | -33              | 0,00%    | 0,00%    | 0,56%    | -6,08%   |
| 3.                  | Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění   | 15   | 826     | 836     | -556    | -230             | 16,02%   | 13,97%   | -8,15%   | -3,67%   |
| 4.                  | Sociální náklady  | 16   | 1       | 152     | -101    | 643              | 0,27%    | 40,64%   | -19,20%  | 151,29%  |
| D.                  | Daně a poplatky   | 17   | 71      | 114     | 196     | -498             | 8,21%    | 12,18%   | 18,67%   | -39,97%  |
| E.                  | Odpisy dl. nehmot. a hmotného majetku   | 18   | 730     | -70     | -190    | -1 517           | 6,95%    | -0,62%   | -1,70%   | -13,82%  |
| III.                | Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu   | 19   | 1 077   | -5 208  | -1 672  | 1 108            | 5,13%    | -23,61%  | -9,92%   | 7,30%    |
| 1.                  | Tržby z prodeje dlouhodobého majetku  | 20   | 6 101   | -2 678  | -4 458  | -816             | 195,48%  | -29,04%  | -68,12%  | -39,12%  |
| 2.                  | Tržby z prodeje materiálu   | 21   | -5 024  | -2 530  | 2 786   | 1 924            | -28,12%  | -19,70%  | 27,02%   | 14,69%   |
| F.                  | Zůstatková cena prod. dl. majetku a materiálu   | 22   | -2 284  | -4 348  | -1 013  | 1 532            | -10,96%  | -23,43%  | -7,13%   | 11,61%   |
| 1.                  | Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku  | 23   | 3 515   | -2 272  | -3 695  | -757             | 106,42%  | -33,32%  | -81,28%  | -88,95%  |
| 2.                  | Prodáván materiál   | 24   | -5 799  | -10 774 | 11 380  | 2 289            | -33,06%  | -91,77%  | 1178,05% | 18,54%   |
| G.                  | Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období | 25   | 5 151   | -7 324  | -11 345 | -                | 270,54%  | -103,81% | 4217,47% | -        |
| IV.                 | Ostatní provozní výnosy   | 26   | -23 147 | 17 881  | 18 186  | 53 281           | -66,13%  | 150,83%  | 61,16%   | 111,18%  |
| H.                  | Ostatní provozní náklady  | 27   | -20 245 | 10 058  | 34 689  | 43 668           | -67,12%  | 101,40%  | 173,64%  | 79,88%   |
| V.                  | Převod provozních výnosů  | 28   | -       | -       | -       | -                | -        | -        | -        | -        |
| I.                  | Převod provoz. nákladů  | 29   | -       | -       | -       | -                | -        | -        | -        | -        |
| *                   | <b>PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ</b>  | 30   | 4 983   | -6 015  | 1 277   | 9 054            | 47,46%   | -38,85%  | 13,49%   | 84,27%   |
| VI.                 | Tržby z prodeje cenných papírů a podílů   | 31   | 14 006  | -13 996 | -       | -                | -        | -99,93%  | -        | -        |
| J.                  | Prodáván cenné papíry a podíly  | 32   | 15 751  | -15 701 | -       | -                | -        | -99,68%  | -        | -        |
| VII.                | Výnosy z dl. finančního majetku   | 33   | -       | -       | -       | -                | -        | -        | -        | -        |
| 1.                  | Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem   | 34   | -       | -       | -       | -                | -        | -        | -        | -        |
| 2.                  | Výnosy z ostatních dl. CP a podílů  | 35   | -       | -       | -       | -                | -        | -        | -        | -        |
| 3.                  | Výnosy z ostatního dl. finančního majetku   | 36   | -       | -       | -       | -                | -        | -        | -        | -        |
| VIII.               | Výnosy z krátkodobého finančního majetku  | 37   | -       | -       | -       | -                | -        | -        | -        | -        |
| K.                  | Náklady z finančního majetku  | 38   | -       | -       | -       | -                | -        | -        | -        | -        |
| IX.                 | Výnosy z přecenění CP a derivátů  | 39   | -       | -       | -       | -                | -        | -        | -        | -        |
| L.                  | Náklady z přecenění CP derivátů   | 40   | -       | -       | -       | -                | -        | -        | -        | -        |
| M.                  | Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti                                      | 41   | -       | -       | -       | -                | -        | -        | -        | -        |
| X.                  | Výnosové úroky  | 42   | 23      | 501     | 954     | -50              | 30,67%   | 511,22%  | 159,27%  | -3,22%   |
| N.                  | Nákladové úroky   | 43   | -1 142  | 891     | 1 590   | 2 106            | -15,21%  | 13,99%   | 21,91%   | 23,80%   |
| XI.                 | Ostatní finanční výnosy   | 44   | -865    | -165    | 445     | -21              | -74,89%  | -56,90%  | 356,00%  | -3,68%   |
| O.                  | Ostatní finanční náklady  | 45   | 47      | 141     | -280    | 7 184            | 10,31%   | 28,03%   | -43,48%  | 1973,63% |
| XII.                | Převod finančních výnosů  | 46   | -       | -       | -       | -                | -        | -        | -        | -        |
| P.                  | Převod finančních nákladů   | 47   | -       | -       | -       | -                | -        | -        | -        | -        |
| *                   | <b>FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ</b>  | 48   | -1 922  | 1 009   | 129     | -9 361           | 30,48%   | -12,26%  | -1,79%   | 132,05%  |
| Q.                  | Daň z příjmů za běžnou činnost  | 49   | -228    | -3 552  | 1 531   | 328              | -11,82%  | -208,82% | -82,71%  | -102,50% |
| 1.                  | splatná   | 50   | 747     | -       | -17     | 25               | 72,38%   | -        | -        | -147,06% |
| 2.                  | odložená  | 51   | -975    | -1 773  | 1 548   | -                | -108,70% | 2273,08% | -83,63%  | -        |
| **                  | <b>VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA BĚŽNOU ČINNOST</b>   | 52   | 3 289   | -1 454  | -125    | -635             | 145,21%  | -26,18%  | -3,05%   | -15,97%  |
| XIII.               | Mimořádné výnosy  | 53   | -       | -       | 11 500  | -                | -        | -        | -        | -        |
| R.                  | Mimořádné náklady   | 54   | -       | -       | 10 532  | -                | -        | -        | -        | -        |
| S.                  | Daň z příjmů z mimořádné činnosti   | 55   | -       | -       | -       | -                | -        | -        | -        | -        |
| 1.                  | splatná   | 56   | -       | -       | -       | -                | -        | -        | -        | -        |
| 2.                  | odložená  | 57   | -       | -       | -       | -                | -        | -        | -        | -        |
| *                   | <b>MIMOŘÁDNÝ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ</b>   | 58   | -       | -       | 968     | -                | -        | -        | -        | -        |
| T.                  | Převod podílů na výsledku hospodaření společníkům   | 59   | -       | -       | -       | -                | -        | -        | -        | -        |
| ***                 | <b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>  | 60   | 3 296   | -1 454  | 843     | -1 603           | 145,97%  | -26,18%  | 20,56%   | -32,43%  |
|                     | <b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>   | 61   | 3 068   | -5 006  | 2 374   | -1 275           | 73,27%   | -69,00%  | 105,56%  | -27,58%  |

| Výkaz zisku a ztrát - Vertikální analýza |   |   |       |       |       |       |       |
|--|---|---|-------|-------|-------|-------|-------|
| Výkaz zisku a ztrát                      |   | Podíl na sumě tržeb za prodej zboží a za prodej vlastních výrobků |       |       |       |       |       |
| Položka                                  |   | č.ř.  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  |
| I.                                       | Tržby za prodej zboží   | 01  | 41,3% | 36,8% | 34,8% | 36,4% | 31,0% |
| A.                                       | Náklady vynaložené na prodané zboží   | 02  | 39,3% | 34,2% | 32,6% | 33,9% | 28,9% |
| +  | OBCHODNÍ MARŽE  | 03  | 2,0%  | 2,6%  | 2,2%  | 2,6%  | 2,1%  |
| II.                                      | Výkony  | 04  | 58,7% | 63,2% | 65,2% | 63,6% | 69,0% |
| 1.                                       | Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb  | 05  | 56,7% | 60,1% | 63,9% | 63,2% | 68,7% |
| 2.                                       | Změna stavu zásob vlastní výroby  | 06  | -0,2% | 0,1%  | -0,4% | 0,0%  | 0,1%  |
| 3.                                       | Aktivace  | 07  | 2,2%  | 3,0%  | 1,7%  | 0,4%  | 0,1%  |
| B.                                       | Výkonová spotřeba   | 08  | 53,8% | 55,7% | 60,7% | 60,4% | 65,5% |
| 1.                                       | Spotřeba materiálu a energie  | 09  | 49,8% | 50,8% | 56,2% | 57,6% | 63,1% |
| 2.                                       | Služby  | 10  | 4,1%  | 4,9%  | 4,5%  | 2,7%  | 2,4%  |
| +  | PŘIDANÁ HODNOTA   | 11  | 6,9%  | 10,0% | 6,7%  | 5,8%  | 5,6%  |
| C.                                       | Osobní náklady  | 12  | 3,7%  | 4,5%  | 5,0%  | 3,6%  | 2,8%  |
| 1.                                       | Mzdové náklady  | 13  | 2,6%  | 3,2%  | 3,6%  | 2,6%  | 2,0%  |
| 2.                                       | Odměny členům orgánů spol. a družstva   | 14  | 0,1%  | 0,1%  | 0,1%  | 0,1%  | 0,1%  |
| 3.                                       | Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění   | 15  | 0,9%  | 1,1%  | 1,2%  | 0,9%  | 0,7%  |
| 4.                                       | Sociální náklady  | 16  | 0,1%  | 0,1%  | 0,1%  | 0,1%  | 0,1%  |
| D.                                       | Daně a poplatky   | 17  | 0,2%  | 0,2%  | 0,2%  | 0,2%  | 0,1%  |
| E.                                       | Odpisy dl. nehmot. a hmotného majetku   | 18  | 1,8%  | 2,1%  | 2,0%  | 1,5%  | 1,0%  |
| III.                                     | Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu   | 19  | 3,7%  | 4,1%  | 3,0%  | 2,1%  | 1,8%  |
| 1.                                       | Tržby z prodeje dlouhodobého majetku  | 20  | 0,5%  | 1,7%  | 1,2%  | 0,3%  | 0,1%  |
| 2.                                       | Tržby z prodeje materiálu   | 21  | 3,1%  | 2,4%  | 1,9%  | 1,8%  | 1,6%  |
| F.                                       | Zůstatková cena prod. dl. majetku a materiálu   | 22  | 3,6%  | 3,5%  | 2,6%  | 1,8%  | 1,6%  |
| 1.                                       | Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku  | 23  | 0,6%  | 1,3%  | 0,8%  | 0,1%  | 0,0%  |
| 2.                                       | Prodaný materiál  | 24  | 3,1%  | 2,2%  | 0,2%  | 1,7%  | 1,6%  |
| G.                                       | Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období | 25  | 0,3%  | 1,3%  | 0,0%  | -1,6% | -     |
| IV.                                      | Ostatní provozní výnosy   | 26  | 6,1%  | 2,2%  | 5,4%  | 6,6%  | 11,1% |
| H.                                       | Ostatní provozní náklady  | 27  | 5,3%  | 1,9%  | 3,6%  | 7,5%  | 10,8% |
| V.                                       | Převod provozních výnosů  | 28  | -     | -     | -     | -     | -     |
| I.                                       | Převod provoz. nákladů  | 29  | -     | -     | -     | -     | -     |
| *  | PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ   | 30  | 1,8%  | 2,9%  | 1,7%  | 1,5%  | 2,2%  |
| VI.                                      | Tržby z prodeje cenných papírů a podílů   | 31  | -     | 2,6%  | 0,0%  | -     | -     |
| J.                                       | Prodané cenné papíry a podíly   | 32  | -     | 3,0%  | 0,0%  | -     | -     |
| VII.                                     | Výnosy z dl. finančního majetku   | 33  | -     | -     | -     | -     | -     |
| 1.                                       | Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem   | 34  | -     | -     | -     | -     | -     |
| 2.                                       | Výnosy z ostatních dl. CP a podílů  | 35  | -     | -     | -     | -     | -     |
| 3.                                       | Výnosy z ostatního dl. finančního majetku   | 36  | -     | -     | -     | -     | -     |
| VIII.                                    | Výnosy z krátkodobého finančního majetku  | 37  | -     | -     | -     | -     | -     |
| K.                                       | Náklady z finančního majetku  | 38  | -     | -     | -     | -     | -     |
| IX.                                      | Výnosy z přecenění CP a derivátů  | 39  | -     | -     | -     | -     | -     |
| L.                                       | Náklady z přecenění CP derivátů   | 40  | -     | -     | -     | -     | -     |
| M.                                       | Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti                                      | 41  | -0,1% | -     | -     | -     | -     |
| X.                                       | Výnosové úroky  | 42  | 0,0%  | 0,0%  | 0,1%  | 0,2%  | 0,2%  |
| N.                                       | Nákladové úroky   | 43  | 1,3%  | 1,2%  | 1,3%  | 1,2%  | 1,2%  |
| XI.                                      | Ostatní finanční výnosy   | 44  | 0,2%  | 0,1%  | 0,0%  | 0,1%  | 0,1%  |
| O.                                       | Ostatní finanční náklady  | 45  | 0,1%  | 0,1%  | 0,1%  | 0,0%  | 0,8%  |
| XII.                                     | Převod finančních výnosů  | 46  | -     | -     | -     | -     | -     |
| P.                                       | Převod finančních nákladů   | 47  | -     | -     | -     | -     | -     |
| *  | FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ   | 48  | -1,1% | -1,5% | -1,3% | -1,0% | -1,8% |
| Q.                                       | Daň z příjmů za běžnou činnost  | 49  | 0,3%  | 0,3%  | -0,3% | 0,0%  | 0,0%  |
| 1.                                       | splatná   | 50  | 0,2%  | 0,3%  | -     | 0,0%  | 0,0%  |
| 2.                                       | odložená  | 51  | 0,2%  | 0,0%  | -0,3% | 0,0%  | -     |
| **                                       | VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA BĚŽNOU ČINNOST  | 52  | 0,4%  | 1,0%  | 0,7%  | 0,5%  | 0,4%  |
| XIII.                                    | Mimořádné výnosy  | 53  | 0,0%  | -     | -     | 1,6%  | -     |
| R.                                       | Mimořádné náklady   | 54  | -     | -     | -     | 1,4%  | -     |
| S.                                       | Daň z příjmů z mimořádné činnosti   | 55  | -     | -     | -     | -     | -     |
| 1.                                       | splatná   | 56  | -     | -     | -     | -     | -     |
| 2.                                       | odložená  | 57  | -     | -     | -     | -     | -     |
| *  | MIMOŘÁDNÝ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ  | 58  | 0,0%  | -     | -     | 0,1%  | -     |
| T.                                       | Převod podílů na výsledku hospodaření společníkům   | 59  | -     | -     | -     | -     | -     |
| ***                                      | Výsledek hospodaření za účetní období   | 60  | 0,4%  | 1,0%  | 0,7%  | 0,7%  | 0,4%  |
|  | Výsledek hospodaření před zdaněním  | 61  | 0,7%  | 1,4%  | 0,4%  | 0,6%  | 0,4%  |

zdroj: vlastní zpracování

PŘÍLOHA XXX – POMĚROVÁ ANALÝZA

| Ukazatele rentability                                  |   |  | 2004     | 2005     | 2006     | 2007     | 2008     |
|--|---|--|----------|----------|----------|----------|----------|
| 1  | ROA - rentabilita celk. aktiv (EBIT/AKT)              | (VH před zdaň. + N.) / aktiva celkem                 | 3,21%    | 3,93%    | 2,36%    | 2,66%    | 2,79%    |
|  | Rentabilita tržeb (EBIT/T)                            | (VH před zdaň. + N.) / (I. + II.1.)                  | 2,08%    | 2,64%    | 1,74%    | 1,85%    | 1,57%    |
|  | Obrat celk. aktiv (T/AKT)                             | (I. + II.1.) / aktiva celkem                         | 1,55     | 1,49     | 1,36     | 1,44     | 1,78     |
| 2  | ROCE - Rentabilita kapitálu (EBIT / (VK+DLK))         | (VH před zdaň. + N.) / (A. + B.I. + B.II. + B.IV.1.) | 9,79%    | 10,20%   | 5,93%    | 7,09%    | 8,01%    |
| 3  | ROE - Rentabilita vl. kapitálu (ČZ / VK)              | VH za úč. období / A.                                | 2,04%    | 4,61%    | 3,35%    | 3,09%    | 2,08%    |
|  | Rentabilita tržeb (ČZ/T)                              | VH za úč. období / (I. + II.1.)                      | 0,40%    | 1,08%    | 0,75%    | 0,68%    | 0,37%    |
|  | Obrat celk. aktiv (T/AKT)                             | (I. + II.1.) / aktiva celkem                         | 1,55     | 1,49     | 1,36     | 1,44     | 1,78     |
|  | Finanční páka (AKT/VK)                                | aktiva celkem / A.                                   | 3,29     | 2,88     | 3,29     | 3,17     | 3,20     |
| 4  | Rentabilita z vlastních fin. zdrojů (CF / VK)         | (VH za úč. období + E.) / A.                         | 11,54%   | 13,94%   | 12,46%   | 9,95%    | 7,98%    |
| 6  | Mzdová náročnost tržeb                                | C.I. / (I. + II.1.)                                  | 2,65%    | 3,35%    | 3,68%    | 2,58%    | 1,99%    |
| Ukazatele aktivity (doby obratu)                       |   |  |          |          |          |          |          |
| 1  | Obrat aktiv (T / AKT)                                 | (I. + II.1.) / aktiva celkem                         | 1,55     | 1,49     | 1,36     | 1,44     | 1,44     |
| 2  | Obrat zásob (T / zásoby)                              | (I. + II.1.) / C.I.                                  | 3,33     | 2,65     | 2,83     | 3,12     | 4,96     |
| 3  | Doba obratu aktiv (AKT / (T/360))                     | aktiva celkem / [(I. + II.1.) / 360]                 | 232,85   | 241,97   | 265,00   | 250,40   | 202,81   |
| 4  | Doba obratu zásob (ZÁS. / (T/360))                    | C.I. / [(I. + II.1.) / 360]                          | 108,08   | 135,62   | 127,25   | 115,52   | 72,63    |
| 5  | Doba inkasa pohledávek (POHL / (T/360))               | (C.II. + C.III.) / [(I. + II.1.) / 360]              | 111,39   | 121,46   | 136,21   | 134,20   | 114,44   |
| 6  | Doba inkasa krátkodobých pohledávek (KPOHL / (T/360)) | (C.III.) / [(I. + II.1.) / 360]                      | 111,39   | 121,46   | 128,61   | 124,01   | 100,79   |
| 7  | Doba splatnosti krátk. závazků (KZ / (T/360))         | (B.III.) / [(I. + II.1.) / 360]                      | 45,72    | 31,76    | 30,44    | 60,14    | 48,19    |
| Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy (zadluženosti) |   |  |          |          |          |          |          |
| 1  | Equity Ratio (VK / AKT)                               | A. / aktiva celkem                                   | 30,40%   | 34,72%   | 30,40%   | 31,58%   | 31,26%   |
| 2  | Debt Ratio I. (CZ / AKT)                              | B. / aktiva celkem                                   | 69,51%   | 65,15%   | 69,47%   | 68,14%   | 68,70%   |
| 3  | Debt Ratio II. ((CZ+OP) / AKT)                        | (B. + C.) / aktiva celkem                            | 69,60%   | 65,28%   | 69,60%   | 68,42%   | 68,74%   |
| 4  | Debt Equity Ratio (CZ / VK)                           | B. / A.  | 2,29     | 1,88     | 2,29     | 2,16     | 2,20     |
| 5  | Úrokové krytí I. (EBIT / úroky)                       | (VH před zdaň. + N.) / N.                            | 1,56     | 2,14     | 1,31     | 1,52     | 1,31     |
| 6  | Úrokové krytí II. ((EBIT+odpisy) / úroky)             | (VH před zdaň. + N. + E.) / N.                       | 2,96     | 3,90     | 2,85     | 2,76     | 2,17     |
| 7  | Finanční páka (AKT/VK)                                | aktiva celkem / A.                                   | 3,29     | 2,88     | 3,29     | 3,17     | 3,17     |
| Ukazatele platební schopností (likvidity)              |   |  |          |          |          |          |          |
| 1  | Pracovní kapitál, Working Capital (OAKT - KD)         | C. - (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)                    | 11400,00 | 36601,00 | 35973,00 | 45036,00 | 18759,00 |
| 2  | Pracovní kapitál na aktiva ((OAKT-KD) / AKT)          | [C. - (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)] / aktiva celkem  | 3,13%    | 10,55%   | 8,93%    | 8,89%    | 3,66%    |
| 3  | Ukazatel kapitalizace (DM / DI.K)                     | B. / (A. + B.I. + B.II. + B.IV.1.)                   | 0,89     | 0,71     | 0,76     | 0,76     | 0,88     |
| 4  | Běžná likvidita (OAKT / KD)                           | C. / (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)                    | 1,05     | 1,17     | 1,15     | 1,14     | 1,06     |
| 5  | Pohotová likvidita ((KrP+FM) / KD)                    | (C.III. + C.IV.) / (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)      | 0,76     | 0,82     | 0,82     | 0,81     | 0,78     |
| 6  | Peněžní likvidita (FM / KD)                           | C.IV. / (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)                 | 0,04     | 0,01     | 0,01     | 0,01     | 0,02     |
| 7  | Doba splatnosti krátk. závazků (KZ / (T/360))         | B.III. / [(I. + II.1.) / 360]                        | 45,72    | 31,76    | 30,44    | 60,14    | 48,19    |
| Ukazatele produktivity práce                           |   |  |          |          |          |          |          |
| 1  | Osobní náklady ku přidané hodnotě                     | C. / přidaná hodnota                                 | 0,53     | 0,45     | 0,76     | 0,62     | 0,50     |
| 2  | Produktivita práce z přidané hodnoty (tis. Kč)        | přidaná hodnota / počet pracovníků                   | 497,40   | 652,04   | 416,03   | 546,95   | 711,90   |
| 3  | Produktivita práce z tržeb (tis. Kč)                  | (I. + II.1.) / počet pracovníků                      | 7031,48  | 6295,40  | 6151,52  | 9462,49  | 12644,61 |
| 4  | Průměrná mzda - roční (tis. Kč)                       | C.I. / počet pracovníků                              | 186,63   | 211,00   | 226,20   | 243,82   | 251,00   |
| 5  | - měsíční (tis. Kč)                                   | (C.I./12) / počet pracovníků                         | 15,55    | 17,58    | 18,85    | 20,32    | 20,92    |
| Ukazatele kapitálového trhu (tržní hodnoty)            |   |  |          |          |          |          |          |
| 1  | BV (book value per share) (tis. Kč)                   | A. / počet akcií                                     | 23,90    | 26,92    | 27,38    | 35,77    | 35,84    |
| 2  | EPS - Účetní zisk na akcii                            | výsl. hosp. za úč. obd. / počet akcií                | 504,69   | 1241,39  | 916,41   | 1104,83  | 746,54   |
| 3  | Dividenda na akcii (Kč)                               |  | 0,00     | 554,81   | 0,00     | 447,03   | 0,00     |
| 4  | Výplatní poměr  | dividenda na akcii / EPS                             | -        | 44,69%   | -        | 40,46%   | -        |
| 5  | Aktivační poměr                                       |  | -        | 55,31%   | -        | 59,54%   | -        |

zdroj: vlastní zpracování



