

**JIHOČESKÁ UNIVERZITA V ČESKÝCH
BUDĚJOVICÍCH**

Ekonomická fakulta

DIPLOMOVÁ PRÁCE

Denisa Dokučajevová Ryněšová

2012

JIHOČESKÁ UNIVERZITA V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH

Ekonomická fakulta

Katedra ekonomiky

Studijní program: 6208 N Ekonomika a management

Studijní obor: Obchodní podnikání

Oceňování podniku

Vedoucí diplomové práce

Ing. Štěpán Bláha

Autor

Denisa Dokučajevová Rynešová

2012

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

Jméno a příjmení: **Bc. Denisa DOKUČAJEVOVÁ RYNEŠOVÁ**
Osobní číslo: **E10931**
Studijní program: **N6208 Ekonomika a management**
Studijní obor: **Obchodní podnikání**
Název tématu: **Oceňování podniku.**
Zadávací katedra: **Katedra ekonomiky**

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

Cíl práce:
Ocenění podniku za účelem zjištění jeho reálné bonity.

Osnova práce:
1. Úvod
2. Literární rešerže
3. Analýza a syntéza poznatků z vlastního zkoumání
4. Vlastní návrhy
5. Závěr

Rozsah grafických prací:
Rozsah pracovní zprávy: 40 - 50 stran
Forma zpracování diplomové práce: tištěná

Seznam odborné literatury:

- Dluhošová D.: Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita. Ekopress, Praha, 2006.
Kislingerová, E.: Oceňování podniku. C. H. Beck, Praha, 1999.
Kislingerová, E.: Oceňování podniku. 2. přepracované a doplněné vydání, C. H. Beck, Praha, 2001.
Valach, J.: Finanční řízení a rozhodování podniku. 1. díl, Nad zlato, Praha, 1993.
Mařík, M.: Určování hodnoty firem. EKOPRESS, 1998.
Mařík M. a kolektiv: Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy. Ekopress, Praha, 2007.
Grünwald, R.; Holečková, J.: Finanční analýza a plánování podniku. VŠE, Praha, 1996.
Kolář, P.; Svaz účetních: Manažerské finance. Bilance, MF, ČR, 1997.
Raymond J.: Translating strategy into shareholder value: a company - wide approach to value creation (Amacom, New York 2003).

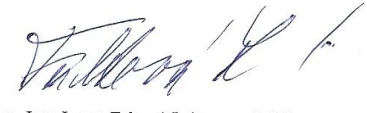
Vedoucí diplomové práce: Ing. Štěpán Bláha
Katedra ekonomiky

Datum zadání diplomové práce: 18. února 2011

Termín odevzdání diplomové práce: 29. dubna 2012


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

JIHOČESKÁ UNIVERZITA
V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH
EKONOMICKÁ FAKULTA
Studentská 13 (25)
370 05 České Budějovice


doc. Ing. Ivana Faltová Leitmanová, CSc.
vedoucí katedry

V Českých Budějovicích dne 10. března 2011

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma “Oceňování podniku“ vypracovala samostatně, pod vedením Ing. Štěpána Bláhy, na základě vlastních zjištění a materiálů, které uvádím v seznamu literatury.

Prohlašuji, že v souladu s § 47 zákona č. 111/1998 Sb. v platném znění souhlasím se zveřejněním své diplomové práce, a to v nezkrácené podobě - v úpravě vzniklé vypuštěním vyznačených částí archivovaných Ekonomickou fakultou - elektronickou cestou ve veřejně přístupné části databáze STAG provozované Jihočeskou univerzitou v Českých Budějovicích na jejích internetových stránkách, a to se zachováním mého autorského práva k odevzdanému textu této kvalifikační práce. Souhlasím dále s tím, aby toutéž elektronickou cestou byly v souladu s uvedeným ustanovením zákona č. 111/1998 Sb. zveřejněny posudky školitele a oponentů práce i záznam o průběhu a výsledku obhajoby kvalifikační práce. Rovněž souhlasím s porovnáním textu mé kvalifikační práce s databází kvalifikačních prací Theses.cz provozovanou Národním registrem vysokoškolských kvalifikačních prací a systémem na odhalování plagiátů.

V Českých Budějovicích, dne 20. dubna 2012

vlastnoruční podpis autora

Poděkování

Tímto bych ráda poděkovala vedoucímu práce Ing. Štěpánu Bláhovi za cenné připomínky a odborné rady, kterými přispěl k vypracování této diplomové práce. Poděkování také patří firmě AZP, s.r.o. za poskytnuté informace a konzultace a oceňované společnosti FARMTEC, a.s.

OBSAH

1 ÚVOD	5
2 LITERÁRNÍ REŠERŠE	6
2.1 PODNIK A DŮLEŽITOST JEHO OCENĚNÍ.....	6
2.1.1 HODNOTA PODNIKU A HLADINY HODNOTY PODNIKU	6
2.2 PŘÍSTUPY K OCEŇOVÁNÍ.....	6
2.2.1 TRŽNÍ HODNOTA.....	7
2.2.2 SUBJEKTIVNÍ (INVESTIČNÍ) HODNOTA	8
2.2.3 OBJEKTIZOVANÁ HODNOTA.....	8
2.2.4 KOLÍNSKÁ ŠKOLA.....	9
2.3 DŮVODY PRO OCENĚNÍ PODNIKU	10
2.4 METODY POUŽÍVANÉ PRO OCENĚNÍ PODNIKU.....	10
2.5 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU ZALOŽENÉ NA STAVOVÝCH VELIČINÁCH.....	11
2.5.1 METODA ÚČETNÍ HODNOTY	11
2.5.2 METODA SUBSTANČNÍ, VĚCNÉ HODNOTY	12
2.5.3 METODA LIKVIDAČNÍ HODNOTY	14
2.6 VÝNOSOVÉ METODY OCEŇOVÁNÍ.....	14
2.6.1 METODA KAPITALIZACE ZISKU	14
2.6.2 DIVIDENDOVÉ DISKONTNÍ MODEL Y	15
2.6.3 METODY DISKONTOVANÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ	15
2.6.3.1 VYMEZENÍ PENĚŽNÍCH TOKŮ.....	16
2.6.3.2 ZÁKLADNÍ TVARY MODELŮ DCF.....	18
2.6.4 METODY STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY	23
2.6.4.1 PRŮMĚRNÉ NÁKLADY KAPITÁLU	24
2.6.4.2 URČENÍ NÁKLADŮ NA CIZÍ KAPITÁL r_d	25
2.6.4.3 ODHAD POŽADOVANÉ MÍRY VÝNOSU VLASTNÍHO KAPITÁLU r_e	27
2.6.4.4 ODHAD TEMPA RŮSTU g	30
2.6.5 MODEL Y ZALOŽENÉ NA EVA.....	31
2.7 METODY KOMBINOVANÉ.....	31
2.7.1 SCHAMALENBACHOVA METODA, METODA STŘEDNÍ HODNOTY	31
2.7.2 METODA VÁŽENÉ STŘEDNÍ HODNOTY	32
2.7.3 METODY NADZISKU, SUPERZISKU	33

2.8 METODY RELATIVNÍHO OCEŇOVÁNÍ.....	33
2.8.1 DEFINICE TRŽNÍCH MULTIPLIKÁTORŮ.....	34
2.8.2 VÝBĚR SROVNATELNÝCH PODNIKŮ.....	34
2.9 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	34
2.9.1 STRATEGICKÁ ANALÝZA	37
2.9.1.1 RELEVANTNÍ TRH A ANALÝZA VNĚJŠÍHO POTENCIÁLU	37
2.9.1.2 ANALÝZA KONKURENČNÍ SÍLY PODNIKU	40
2.9.1.3 PROGNÓZA TRŽEB OCEŇOVANÉHO PODNIKU	42
2.9.2 POTŘEBA FINANČNÍ ANALÝZY	42
2.9.2.1 METODICKÉ NÁSTROJE FINANČNÍ ANALÝZY	44
2.9.2.2 ANALÝZA STAVOVÝCH UKAZATELŮ.....	45
2.9.2.3 ANALÝZA ROZDÍLOVÝCH A TOKOVÝCH UKAZATELŮ	45
2.9.2.4 PŘÍMÁ ANALÝZA INTENZIVNÍCH UKAZATELŮ – POMĚROVÉ UKAZATELE	45
2.9.2.5 ANALÝZA SOUSTAV UKAZATELŮ	52
2.9.3 FINANČNÍ PLÁN.....	53
2.10 RIZIKO	54
3 CÍL PRÁCE A METODIKA.....	56
4 VLASTNÍ PRÁCE.....	58
4.1 ÚČEL OCENĚNÍ	58
4.2 PŘEDPOKLADY A OMEZUJÍCÍ PODMÍNKY	58
4.3 VÝBĚR METODY POUŽITÉ PŘI OCEŇOVÁNÍ.....	58
4.4 POPIS PODNIKU	59
4.4.1 ZDROJE POUŽITÝCH INFORMACÍ.....	59
4.4.2 ZÁKLADNÍ INFORMACE O PODNIKU.....	59
4.4.3 PŘEDMĚT ČINNOSTI PODLE ZÁPISU DO OBCHODNÍHO REJSTŘÍKU	60
4.4.4 MAJETEK A ZÁVAZKY PODNIKU	60
4.4.5 HISTORIE PODNIKU	61
4.4.5 ORGANIZAČNÍ STRUKTURA.....	65
4.4.6 TRŽBY SPOLEČNOSTI FARMTEC.....	66
4.5 STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	66
4.5.1 ANALÝZA VNĚJŠÍHO POTENCIÁLU	66
4.5.1.1 VYMEZENÍ RELEVANTNÍHO TRHU	70
4.5.1.2 ANALÝZA ATRAKTIVITY TRHU	73

4.5.1.3	PROGNÓZA VÝVOJE TRHU	74
4.5.2	ANALÝZA VNITŘNÍHO PROSTŘEDÍ	75
4.5.2.1	ANALÝZA KONKURENCE	75
4.5.2.2	SOUHRNNÁ KONKURENČNÍ SÍLA PODNIKU	76
4.5.2.3	ANALÝZA TRŽNÍHO PODÍLU	77
4.5.2.4	HODNOCENÍ PERSPEKTIVNOSTI PODNIKU	78
4.5.2.5	PROGNÓZA VÝVOJE TRŽEB	79
4.5.3	ANALÝZA SWOT	80
4.6	FINANČNÍ ANALÝZA	81
4.6.1	HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA	81
4.6.1.1	ANALÝZA AKTIV	81
4.6.1.2	ANALÝZA PASIV	82
4.6.1.3	ANALÝZA VÝKAZU ZISKU A ZTRÁTY	83
4.6.1.4	HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA VÝKAZU CASH FLOW	84
4.6.2	VERTIKÁLNÍ ANALÝZA	85
4.6.2.1	ANALÝZA AKTIV	85
4.6.2.2	ANALÝZA PASIV	86
4.6.3	ANALÝZA ROZDÍLOVÝCH UKAZATELŮ	87
4.6.3.1	ČISTÝ PRACOVNÍ KAPITÁL	87
4.6.4	ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ	88
4.6.4.1	UKAZATELE RENTABILITY	88
4.6.4.2	UKAZATELE AKTIVITY	89
4.6.4.3	UKAZATELE ZADLUŽENOSTI	90
4.6.4.4	UKAZATELE LIKVIDITY	92
4.6.5	ANALÝZA SOUSTAV UKAZATELŮ	93
4.6.5.1	ALTMANŮV INDEX FINANČNÍHO ZDRAVÍ PODNIKU	93
4.6.6	UKAZATELE PŘIDANÉ HODNOTY	94
4.6.6.1	EVA – EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA	94
4.6.7	SYNTÉZA VÝSLEDKŮ FINANČNÍ ANALÝZY	95
4.7	FINANČNÍ PLÁN	96
4.7.1	PŘEDPOKLADY PRO SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU	96
4.7.2	PLÁNOVÉ VÝKAZY	96
4.8	METODOLOGIE, PROPOČTY A VOLBA SOUHRNNÉHO OCENĚNÍ	98
4.8.1	POUŽITÁ OCEŇOVACÍ METODA	98
4.8.2	STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY	98
4.8.3	VÝPOČET HODNOTY PODNIKU	100
5	ZÁVĚR	103

6 SUMMARY	105
7 SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ	106
8 SEZNAM TABULEK, GRAFŮ, SCHÉMAT	
9 SEZNAM PŘÍLOH	
10 PŘÍLOHY	

1 ÚVOD

Problematika oceňování podniku je v České republice relativně nová. Ekonomové se jí začali prakticky zabývat v souvislosti s transformací ekonomiky a vlastnických vztahů. Do roku 1989 bylo naše hospodářství řízeno centrálně a direktivně. Po “převratu” roku 1989 ekonomika ožila, a to zejména v souvislosti s privatizací státních podniků na soukromé společnosti. Tato změna vyvolala potřebu stanovit tržní hodnotu zmíněných privatizovaných podniků.

Devadesátá léta stejně tak i začátek 21. století je spojen s přeměnami naší společnosti a se změnami v nové rozvíjející se ekonomice. Oceňování podniků neslouží jen k určení ceny podniku, ale i k jeho prodeji. Problematikou ocenění se zabývá i samotný management firmy s cílem hodnocení úspěšnosti podniku. Ocenění podniku v sobě zahrnuje několik kroků i analýz. Jednou z prospěšných analýz je odhalení silných a slabých stránek podniku, rezerv v oblasti finančního zdraví nebo strategického řízení, na základě kterého dostaneme odpověď, zda se podnik ubírá správným směrem.

Ve vyspělých ekonomikách je problematika oceňování podniku rovněž vysoce aktuální, a to především v důsledku některých vývojových tendencí ve světové ekonomice, vyvolávajících potřebu efektivního umístění rozsáhlého volného kapitálu.

Jedná se především o následující tendence:¹

- proces koncentrace kapitálu;
- pohyb volného kapitálu;
- globalizace světové ekonomiky.

V podmínkách České republiky neexistuje žádný zákon či předpis, který by byl při oceňování závazný. Z důvodu neexistence závazných standardů je proto oceňování závislé na uvážení odborníků, kteří se opírají o ekonomickou teorii.

Výsledky ocenění závisí na mnoha faktorech, na zkušenostech odhadce, kvalitě dostupných informací a především na účelu ocenění. Účelem může být prodej, koupě, fúze či naopak rozdělení. Na základě daného účelu oceňovatel vybírá jednu z mnoha oceňovacích metod.

Předpokladem pro správné ocenění podniku je vymezení toho, co budeme chtít oceňovat a za jakým účelem.

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

2 LITERÁRNÍ REŠERŠE

2.1 PODNIK A DŮLEŽITOST JEHO OCENĚNÍ

Pro oceňovatele má největší význam definice uváděná v obchodním zákoníku, která definuje podnik v § 5 jako:²

...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...

Definic podniku je velké množství, všechny však popisují podnik jako soubor majetkových hodnot, jehož úkolem je dosahování zisku.

2.1.1 HODNOTA PODNIKU A HLADINY HODNOTY PODNIKU

Podnik sám o sobě nemá žádnou objektivní, věcně zdůvodnitelnou hodnotu. Z toho plyne, že neexistuje jediné, obecně platné a “správné” univerzální ocenění.³

Ekonomická hodnota vyplývá ze dvou základních skutečností:

- 1) užitné hodnoty – schopnost produktu uspokojovat lidské potřeby.
- 2) směnné hodnoty – zboží, statek je předmětem směny, pokud má užitnou hodnotu.

Podnik můžeme oceňovat na různých hladinách:⁴

- **Hodnota brutto:** zde se jedná o hodnotu podniku jako celku, jako podnikatelské jednotky. Zahrnuje hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele.
- **Hodnota netto:** touto hodnotou rozumíme ocenění na úrovni vlastníků podniku. V principu tedy oceňujeme vlastní kapitál. Pojetí vlastního kapitálu zde však nemusí vždy přesně souhlasit s jeho účetním pojetím.

2.2 PŘÍSTUPY K OCEŇOVÁNÍ

Je nezbytné si uvědomit, že různé podněty jsou i různým zadáním pro oceňovatele. Různá zadání mohou vyžadovat i různé metody, které povedou i k odlišným výsledkům. Při oceňování lze hledat odpověď na tyto zásadní otázky:⁵

² MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku: 3. upravené a rozšířené vydání*. Praha: Ekopress, 2011, s. 15. ISBN 978-80-86929-67-5., *Obchodní zákoník: zákon č. 513/1991 Sb.*

³ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 6. ISBN 80-7179-529-1.

⁴ MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku: 3. upravené a rozšířené vydání*. Praha: Ekopress, 2011, s. 16. ISBN 978-80-86929-67-5.

- Jaké je tržní ocenění?
- Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího?
- Jakou hodnotu lze považovat za nespornou?

Z těchto otázek se postupně vyvinuly čtyři základní přístupy k oceňování podniku:

- tržní hodnota;
- subjektivní (investiční) hodnota;
- objektivizovaná hodnota;
- komplexní přístup na základě Kolínské školy.

2.2.1 TRŽNÍ HODNOTA

První výše uvedená otázka spočívá na představě, že existuje trh s podniky, případně trh s podíly na vlastním kapitálu podniků. Na tomto trhu existuje více kupujících a více prodávajících. Vytváří se tak podmínky pro vznik tržní ceny.

Předmětem odhadu je pak potencionální tržní cena, kterou označujeme jako tržní hodnota (market value).

Definice tržní hodnoty

“Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi koupěchtivým kupujícím a prodejčtivým prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.”⁶

Tato mezinárodní definice není jedinou definicí. Alternativní definici tržní hodnoty zpracovala i TEGoVA (The European Group of Valuers of Fixed Assets) ve Standardu 4 v Evropských oceňovacích standardech 2000. V této souvislosti vznikla nová definice tržní hodnoty, která zní:

„Tržní cena bude znamenat cenu, za kterou by se pozemek a budovy mohly prodat na základě soukromé smlouvy mezi prodávajícím a kupujícím ke dni ocenění za předpokladů,

⁵ MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku: 3. upravené a rozšířené vydání*. Praha: Ekopress, 2011, s. 21. ISBN 978-80-86929-67-5.

⁶ IVSC: *International valuation standards*. Londýn 2010. [online] 2011. s. 20. [cit. 2011-10-26]. Dostupné z: http://www.ivsc.org/pubs/exp_drafts/ivs_20100610.pdf

že majetek je veřejně vystaven na trhu, že podmínky trhu umožňují řádné řízení a že proběhlo obvyklé období s ohledem na druh majetku, jehož cena je platná, za účelem prodeje.“⁷

2.2.2 SUBJEKTIVNÍ (INVESTIČNÍ) HODNOTA

Při subjektivním oceňování je třeba na hodnotu podniku pohlížet jako na jev skrze jedinečný. Odpovídáme na otázku: Jakou hodnotu má podnik z hlediska konkrétního kupujícího?

Subjektivní hodnotou se rozumí oceňování na jiném základě než je tržní hodnota a je definována:

„Investiční hodnota (Investment Value or Worth) je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“⁸

2.2.3 OBJEKTIZOVANÁ HODNOTA

Dalším pohledem je přístup objektivní. Je založen na předpokladu, že existuje objektivní hodnota podniku⁹.

Podle běžně zastoupených názorů by tato hodnota měla být v co největší míře postavena na všeobecně uznávaných datech a při jejím výpočtu by měly být dodrženy následující zásady a požadavky:

- **Udržovat substanci** – znamená, že z podniku má být vybíráno jen tolik peněžních prostředků, aby nebyla ohrožena jeho majetková podstata (substance).
- **Volný zisk** – ocenění je založeno na volném zisku, tj. na té části zisku, kterou lze vybrat bez ohrožení substance.
- **Nepotřebný majetek** – majetek podniku je rozdělen na část nezbytnou pro vlastní provoz a část ostatní. Výnosové ocenění se pak týká především té části, která je provozně nezbytná. Ostatní majetek je oceňován samostatně.

⁷ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 16. ISBN 80-7179-529-1.

⁸ MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku: 3. upravené a rozšířené vydání*. Praha: Ekopress, 2011, s. 26. ISBN 978-80-86929-67-5.

⁹ KRABEC, T. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada Publishing, 2009, s. 112. ISBN 978-247-2865-0.

- **Možnosti změn v podniku** – vychází se ze současného stavu podniku, změny jsou uvažovány jen v rozsahu dokončení již započatých investic (dokončení již rozestavěných investic).

2.2.4 KOLÍNSKÁ ŠKOLA

Tento přístup staví na obecných funkcích vyplývajících z jednotlivých účelů oceňování.

Ocenění v tomto přístupu obvykle plní některou z těchto funkcí: ¹⁰

- **Funkce poradenská** - jejím smyslem je poskytnout kupujícímu podklady a informace o maximální ceně, kterou může ještě zaplatit, aniž by na transakci prodělal a prodávajícímu informace o minimální ceně, kterou ještě může přijmout, aby neprodělal – stanovuje se tzv. **hraniční cena**.
- **Funkce rozhodčí** zahrnuje výkon nezávislého oceňovatele, který by měl odhadnout hraniční ceny účastníků a nalézt spravedlivou cenu v rámci daného rozpětí.
- **Funkce argumentační** – zde oceňovatel sestavuje argumenty, jež mají zlepšit pozici dané strany (společnosti) a slouží jako podklad pro jednání.
- **Funkce komunikační** tvoří základ pro komunikaci s veřejností, investory a bankami.
- **Funkce daňová** – jejím cílem je dodat podklady pro daňové účely.

Oceňování na trhu jsou obecně založena na informacích týkajících se srovnatelných majetků. Proces oceňování vyžaduje, aby oceňovatel udělal adekvátní a relativní průzkum trhu.

Oceňovatel musí získat všechna významná data, zohlednit všechna související fakta. Tam, kde jsou údaje o trhu omezené či vůbec neexistují, musí oceňovatel náležitě objasnit situaci a musí uvést, zda byl nějakým způsobem omezen kvůli neadekvátnosti údajů.

Žádné ocenění se neobejde bez vlastního posudku oceňovatele. Zpráva však musí uvádět, zda oceňovatel zakládá podklady pro odhad tržní hodnoty na faktech o trhu nebo zda je odhad do větší míry založen na vlastním posudku oceňovatele z důvodu charakteru majetku a nedostatku srovnatelných údajů o trhu.

¹⁰ MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku: 3. upravené a rozšířené vydání*. Praha: Ekopress, 2011, s. 30. ISBN 978-80-86929-67-5.

2.3 DŮVODY PRO OCENĚNÍ PODNIKU

Ocenění podniku je služba, kterou zákazník objednává, protože mu přináší nějaký užitek. Tento užitek má různou povahu podle konkrétních potřeb zájemce a cílů, kterým má ocenění sloužit. K nejběžnějším podnětům vyvolávajícím potřebu ocenění podniku patří:¹¹

- koupě a prodej podniku;
- vklad podniku do nově zakládané obchodní společnosti;
- splynutí a sloučení obchodních společností;
- změna právní formy obchodní společnosti (transformace);
- uvádění společnosti na burzu;
- poskytování úvěrů;
- rozhodování o možnostech sanace a likvidace;
- hodnocení reálné bonity podniku;
- náhrada za vyvlastnění;
- placení různých daní.

2.4 METODY POUŽÍVANÉ PRO OCENĚNÍ PODNIKU

Finanční ocenění podniku si klade za cíl vyjádřit jeho hodnotu pomocí určité peněžní částky. Potenciál podniku je oceněn peněžním ekvivalentem.

Výsledná hodnota, kterou hledáme, se většinou opírá o použití více oceňovacích metod. V zásadě existují 4 okruhy oceňovacích metod:¹²

- metody založené na majetkovém principu;
- metody založené na výnosovém principu;
- metody kombinované;
- metody pracující na tržním principu.

¹¹ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 11. ISBN 80-7179-529-1.

¹² KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 23. ISBN 80-7179-529-1.

Schéma 1: Přehled základních metod pro oceňování podniku

<p>1. Ocenění založené na stavových veličinách</p> <ul style="list-style-type: none">▪ metoda účetní hodnoty▪ metoda substanční hodnoty - hodnota substance brutto - hodnota substance netto▪ metoda likvidační hodnoty
<p>2. Ocenění na základě analýzy výnosů (výnosové metody)</p> <ul style="list-style-type: none">▪ metoda kapitalizovaných výnosů▪ dividendový diskontní model▪ metody diskontovaného volného peněžního toku (discounted cash flow)▪ metoda diskontovaného peněžního toku (DCF adjusted present value)▪ metoda ekonomické přidané hodnoty
<p>3. Metody kombinované</p> <ul style="list-style-type: none">▪ Schmalenbachova metoda střední hodnoty (metoda praktiků)▪ tzv. švýcarská metoda▪ model diferenciální renty▪ zákon č. 151/ 1997 Sb., na jehož základě se stanoví pro administrativní účely cena obvyklá kombinací metod
<p>4. Metody pracující na tržním principu</p> <ul style="list-style-type: none">▪ tržní multiplikátory▪ metody srovnatelných transakcí

Zdroj: KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku, 2001, str. 23*

2.5 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU ZALOŽENÉ NA STAVOVÝCH VELIČINÁCH

Při tomto přístupu oceňování podniku je určitým způsobem oceněna každá majetková složka. Součtem těchto cen pak získáme souhrnné ocenění aktiv podniku. Odpočteme-li všechny dluhy a závazky, dostaneme hodnotu vlastního kapitálu. Můžeme však získat tři různé majetkové hodnoty v závislosti na tom, jaké ceny použijeme:

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

2.5.1 METODA ÚČETNÍ HODNOTY

Každý podnik, z pohledu obchodního zákoníku a dalších právních norem, je povinen vést účetnictví. Ze zákona o účetnictví vyplývá, že každá podnikatelská jednotka, bez ohledu

na právní formu podnikání, je povinna jednou za rok zpracovat účetní závěrku. Účetní evidence poskytne minimálně tyto informace:¹³

- hodnotu podniku celkem = aktiva (pasiva);
- hodnotu základního kapitálu = počet akcií x nominální hodnota akcie;
- hodnotu vlastního kapitálu = aktiva (pasiva) – cizí zdroj.

Proti použití účetní metody v praxi existuje řada výhrad. Přesto zde můžeme spatřovat smysluplný nástroj, který dává informaci především pro analytiky, kteří věří tzv. vnitřní hodnotě. Pro investory je žádoucí, aby aktuální tržní cena akcie P na kapitálovém trhu, byla vyšší, než je účetní hodnota vlastního kapitálu na jednu akcii (BV); jedině pak vzniká tzv. MVA, hodnota přidaná trhem, která znamená růst bohatství pro akcionáře.

Přes všechna pro i proti je účetní hodnota jednou z informací, kterou je při hodnocení podniku třeba brát v úvahu a především s ohledem na charakter aktiv s ní dále pracovat. K přímému ohodnocení akcií se však používá jen výjimečně.

2.5.2 METODA SUBSTANČNÍ, VĚCNÉ HODNOTY

Metoda substanční hodnoty se opírá převážně o informace z účetnictví podniku. Majetek podniku zobrazuje účetní výkaz – rozvaha. V případě ocenění podniku je zpravidla vypracována zvláštní účetní závěrka.

Odhadce postupuje tak, že probírá jednotlivé majetkové části a ty znovu oceňuje z pohledu going-concern principu, tj. z pohledu zapojení do fungujícího podniku. Výsledkem aplikace této metody je stanovení aktualizované pořizovací hodnoty nebo čistých reprodukčních nákladů (náklady spojené s pořízením shodného aktiva k datu ocenění).

Význam hodnoty substance spočívá v tom, že umožňuje:¹⁴

- kvantifikovat majetkovou základnu podniku;
- identifikovat nastavení zdrojové struktury;
- získat významné informace pro odhad budoucích předpokladů podnikatelské činnosti;
- odhad finančních rizik;
- zjistit východiska pro formulaci podmínek směny.

¹³ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 128. ISBN 80-7179-529-1.

¹⁴ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 142. ISBN 80-7179-529-1.

Zjišťování substanční hodnoty je možné několika způsoby:

- **Indexovou metodou**, která vychází z historických cen upravených cenovými indexy k datu ocenění. V zahraničí jsou k dispozici jednak cenové indexy (např. index životních nákladů) a dále speciální indexy pro vybrané okruhy zboží.
- **Přímým zjišťováním cen**, tj. odvozováním cen z podkladů výrobců. Jedná se o ceníky, případně kalkulace cen.
- **Oceňováním podle zvolené jednotky** je přepočtení cen na jednotku např. na čtvereční metr budovy apod.
- **Funkčním zjišťováním cen**, což zahrnuje zjištění nákladů na určitý proces, např. na produkci určitého množství výrobku; vychází z kombinace předchozích metod a používá se zejména v odvětvích, jako je výroba elektrické energie, ocelářství.

Po přehodnocení jednotlivých položek aktiv a pasiv je vlastní stanovení substanční tržní hodnoty dle schématu č.2:

Schéma 2: Stanovení substanční tržní hodnoty

1. pozemky a komunikace
2. budovy a stavby
3. stroje a zařízení
4. finanční investice
5. stálá aktiva (suma ř. 1 – 4)
6. zásoby
7. pohledávky
8. peníze
9. oběžná aktiva (suma ř. 6 – 8)
10. **AKTIVA CELKEM = BRUTTO SUBSTANČNÍ HODNOTA** (suma ř. 5 + ř. 9)
11. krátkodobé závazky
12. dlouhodobé závazky
13. rezervy
14. **CIZÍ ZDROJE CELKEM** (suma ř. 11 – 13)
15. **VLASTNÍ KAPITÁL V TRŽNÍ HODNOTĚ = NETTO SUBSTANČNÍ HODNOTA** (rozdíl ř. 10 – ř. 14)

Zdroj: KISLINGEROVÁ, E.: Oceňování podniku, 2001, str.142

Metoda substanční hodnoty se využívá všude tam, kde podnik nemá vyjasněný podnikatelský záměr, popř. jeho finanční zdraví je narušeno, nebo podnik disponuje speciálními aktivy, která nelze využít pro jiný účel.

2.5.3 METODA LIKVIDAČNÍ HODNOTY

Podstata likvidační hodnoty spočívá ve zjištění hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku, kdy se předpokládá, že podnik ukončí svojí činnost a z tohoto pohledu budou jednotlivá aktiva rozprodána a budou splaceny veškeré závazky podniku včetně odměny likvidátora.¹⁵

$$\text{Konečný nárok vlastníků v případě likvidace podniku} = \\ \text{hodnota podniku} - \text{hodnota závazků.}$$

2.6 VÝNOSOVÉ METODY OCEŇOVÁNÍ

Tato skupina metod vychází z poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho uživatele. U hospodářských statků, ke kterým patří i podnik, jsou tímto užitekem očekávané příjmy.

Výnosové ocenění je tedy teoreticky nejsprávnější metodou. Odpovídá na otázku ohledně hodnoty podniku bezprostředně. Při hledání tržní hodnoty si musíme klást otázku, jaké výnosy u oceňovaného podniku očekává příslušný trh. Při subjektivním oceňování zjišťujeme, jaké výnosy očekává konkrétní subjekt.

2.6.1 METODA KAPITALIZACE ZISKU

Model kapitalizace zisku představuje nejjednodušší a základní model, prostřednictvím kterého lze přímo stanovit hodnotu podniku.¹⁶ Její výhoda oproti metodě DCF (metoda diskontovaných peněžních toků) spočívá v tom, že zde odpadá nutnost plánovat volné peněžní toky na delší dobu, což může být problematické a nepřesné.

Základem pro tento model je důkladná analýza výkazu zisků a ztrát a rozvahy za posledních 3 – 5 let. Následuje úprava minulých zisků, tzn. vyloučit mimořádné a neopakující se finanční operace, upravit odpisy, aby odpovídaly reálnému opotřebení, vyloučit vlivy metodických změn (např. účetních), řadu hospodářských výsledků přepočítat na srovnatelné hodnoty k datu ocenění prostřednictvím úrokových měr a inflaci.

¹⁵ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 143. ISBN 80-7179-529-1.

¹⁶ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 153. ISBN 80-7179-529-1.

Východiskem pro ocenění je pak upravený zisk po daních a na rozdíl od metody DCF, po odpočtu placených úroků.

Metoda kapitalizace zisku je založena především na minulé výkonnosti podniku, tj. na historické úrovni zisku. Hodnotu podniku lze odvodit právě od hodnoty tzv. udržitelné úrovně zisku daného podniku.

Tržní hodnota podniku se odvozuje od diskontovaného rozdílu výnosů a nákladů, tj. zisku ke dni ocenění.

2.6.2 DIVIDENDOVÉ DISKONTNÍ MODEL Y

DDM modely představují zvláštní případ modelů DCF, zvláště pak modelu pracujícího s FCFE, tj. volným peněžním tokem pro vlastníky. Jsou využitelné a praktické všude tam, kde jednak existuje určitá historie z hlediska výplaty dividend, ustálený výplatní poměr a rovněž struktura financování. Tyto modely je vhodné využívat všude tam, kde tempo růstu dividend odpovídá tempu růstu HDP a tam, kde není možné, nebo je velmi komplikované a relativně nespolehlivé dopočítat FCFE, ačkoliv existuje vysoká závislost obou veličin.

DDM modely existují v mnoha variantách, podstata hodnoty je svázána s úrovní dividendy, s očekávanou prodejní cenou akcie. Klíčovou veličinou je pak očekávané tempo růstu g . Výběr modelu musí odpovídat podmínkám, v nichž se podnik pohybuje tak, aby výsledná hodnota co nejdříveji zobrazovala vnitřní hodnotu vlastního kapitálu akcionáře.¹⁷

2.6.3 METODY DISKONTOVANÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ

V současné době patří modely diskontu cash flow, označované zkratkou DCF (discounted cash flow) k modelům, které mají největší uplatnění. Jejich využívání se trvale rozšiřuje a v praxi českých podniků mají své oprávnění a možno říci i významné místo.¹⁸ Jelikož využití této metody v praktické části mé diplomové práce je nejpodstatnější, budu jí věnovat nejvíce prostoru.

Modelů DCF je v praxi velké množství. Společným a jednotícím znakem je, že hodnotu podniku odvozují od budoucích výnosů, z pohledu investora, na současnou hodnotu. Využívání modelů DCF je založeno na určitých zjednodušujících předpokladech, neboť jedině tehdy lze s těmito modely pracovat. Zjednodušující předpoklady:¹⁹

¹⁷ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 223. ISBN 80-7179-529-1.

¹⁸ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 157. ISBN 80-7179-529-1.

¹⁹ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 157. ISBN 80-7179-529-1.

- kapitálové trhy jsou efektivní;
- kapitálová struktura podniku je tvořena pouze vlastním kapitálem a dluhem;
- existuje pouze daň z příjmů;
- podnik, z pohledu going concern principu, musí trvale investovat do výše odpisů, kde platí, že $ODP_t = INV_t + WC_t$ (ODP_t =odpisy, INV_t =investice, WC_t =změna čistého pracovního kapitálu (oběžná aktiva – krátkodobé závazky)).

2.6.3.1 VYMEZENÍ PENĚŽNÍCH TOKŮ

Modely DCF mohou pracovat s rozdílnými peněžními toky. Z hlediska specifikace se peněžní toky rozlišují podle toho, pro koho je peněžní tok určen.²⁰

- **Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele**, tj. peněžní tok do podniku jako celku. Nese označení FCFF – free cash flow to the firm.
- **Volný peněžní tok pro vlastníky**, označení FCFE – free cash flow to the equity.
- Zvláštním případem peněžního toku pro akcionáře je **dividenda**, kde jsou modely označeny jako DDM (dividend discount model, dividendový diskontní model). Dividenda představuje příjem pro akcionáře, který je výsledkem dividendové politiky podniku. O její výplatě rozhoduje valná hromada. Firmy zvažují, zda přistoupit k výplatě dividend, protože v podmínkách České republiky je výnos z dividend dvakrát zdaňován (tj. sazba daně z příjmů právnických osob a poté kapitálový výnos zdaněný srážkou u zdroje). DDM jsou v praxi využívány tam, kde je obtížné stanovit budoucí FCFE.
- **EVA** – (economic value added, ekonomická přidaná hodnota) představuje peněžní tok, který převyšuje oportunitní náklad akcionáře a tím zabezpečuje růst jeho bohatství. Více viz kapitola 2.6.5. Modely založené na EVA.

²⁰ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 160. ISBN 80-7179-529-1.

Peněžní tok pro vlastníky a věřitele

Schéma 3: Peněžní tok do firmy - FCFF

tržby	
- náklady (bez nákladových úroků)	
= čistý příjem z operací	= EBIT
- daně	- EBIT x (t)
= EBIT po zdanění	= EBIT x (1 - t)
+ odpisy	+ ODP
= cash flow z operací	= EBIT x (1 - t) + ODP
- změna pracovního kapitálu (WC)	- změna WC
- investice (trvalé kapitálové výdaje)	- INV
= FCFF	= EBIT x (1 - t) + ODP - ΔWC - INV

Zdroj: KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku, 2001, str.161*

Zkrácený zápis:

$$\text{FCFF} = \text{EBIT} (1 - t) + \text{ODP} - \Delta\text{WC} - \text{INV},$$

kde: FCFF = volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele,

EBIT = provozní zisk = zisk před úhradou daní a úroků (earnings before interests and taxes),

t = sazba daně z příjmů,

ODP = odpisy,

ΔWC = změna čistého pracovního kapitálu.

Volný peněžní tok do firmy představuje veškeré peněžní toky, které podnik generuje a to jak pro věřitele, tak pro akcionáře. Hodnota FCFF představuje peněžní tok, z něhož budou po zajištění rozvoje a dalšího fungování podniku (investice a změna pracovního kapitálu), uspokojeny nároky akcionářů a věřitelů.

FCFF zahrnuje veškeré peněžní toky do podniku a explicitně neurčuje, pro koho budou určeny, vychází z předpokladu financování vlastním kapitálem a konečným výsledkem je ocenění firmy celkem. V podmínkách našich podniků se zdá být tento tvar výhodnější, neboť v sobě zahrnuje i toky pro věřitele.

Peněžní tok pro akcionáře

FCFE představuje čistý peněžní tok, který zůstává ve společnosti po uspokojení nároků věřitelů a po zajištění dalšího fungování firmy. Jestliže zůstává peněžní tok i za těchto okolností kladný, tj. $FCFE > 0$, pak má firma zdroje navíc které v případě, že se jedná o trvalý jev, mohou být důvodem pro založení dividendové politiky nebo signálem, že tyto volné zdroje lze umístit do alternativních investičních příležitostí, kde by tyto volné toky našly přiměřené zhodnocení.

U peněžního toku do vlastního kapitálu FCFE rozlišujeme dvě situace, a to variantu, kdy podnik je financován pouze vlastním kapitálem, nebo je kromě vlastního kapitálu financován ještě dluhem, tj. v peněžním toku se musí odrazit snížení o část, která je určena věřitelům.

Pro FCFE jsou charakteristické následující znaky:²¹

- peněžní toky zohledňují kapitálovou strukturu;
- diskontní míra je na bázi nákladů vlastního kapitálu;
- výsledkem je hodnota vlastního kapitálu.

2.6.3.2 ZÁKLADNÍ TVARY MODELŮ DCF

Jednotlivé modely DCF dávají odpověď na otázku, jak diskontovat. Při výběru vhodného modelu je třeba zvažovat následující skutečnosti:²²

- Možnost spolehlivě určit budoucí výnos a jeho charakter.
- Posouzení růstové míry vzhledem k růstu národního hospodářství jako celku a vzhledem k odvětví z pohledu času.
- Promítnutí výše uvedených skutečností do míry investic a jejich následné porovnání s úrovní odpisů, (míra investic závisí na růstu národního hospodářství nebo odvětví, ve kterém se daná firma nachází).

Pro diskontování peněžního toku vyjdeme nejprve z nejobecnějšího tvaru modelu:

$$\text{Hodnota} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t},$$

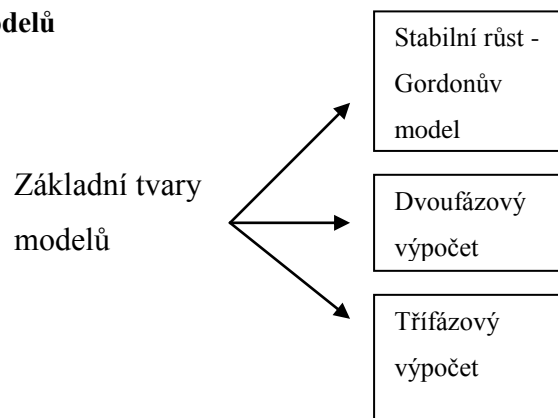
²¹ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 163. ISBN 80-7179-529-1.

²² KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 166. ISBN 80-7179-529-1.

kde CF_t - peněžní tok v čase t ;

r - diskontní míra odrážející riziko peněžního toku v čitateli, neboli úroková míra používaná při výpočtu současné hodnoty budoucích hotovostních toků. Tato míra odráží časovou hodnotu, ale i riziko, což je nejistota spojená s hodnotou investice do aktiva na konci období.

Schéma 4: Základní tvary modelů



Zdroj: KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku*, 2001, str. 167

Model pro stabilní růst

$$\text{Hodnota podniku} = \frac{CF_1}{r - g_n},$$

kde g_n je tempo růstu do nekonečna.

Schéma 5: Gordonův model stabilního růstu

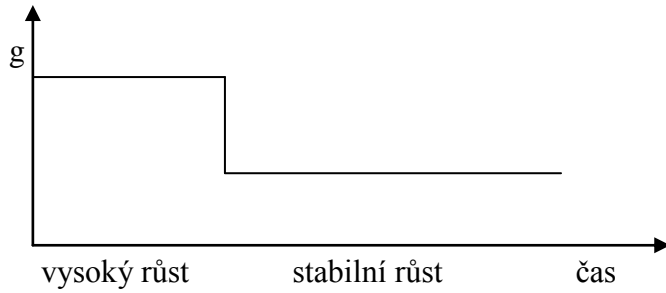


Zdroj: KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku*, 2001, str. 167

Dvoufázový propočet

$$\text{Hodnota podniku} = \frac{CF_0 \times (1+g) \times \left[1 - \frac{(1+g)^n}{(1+r)^n} \right]}{r-g} + \frac{CF_{n+1}}{(r-g_n) \times (1+r)^n}$$

Schéma 6: Dvoufázový propočet

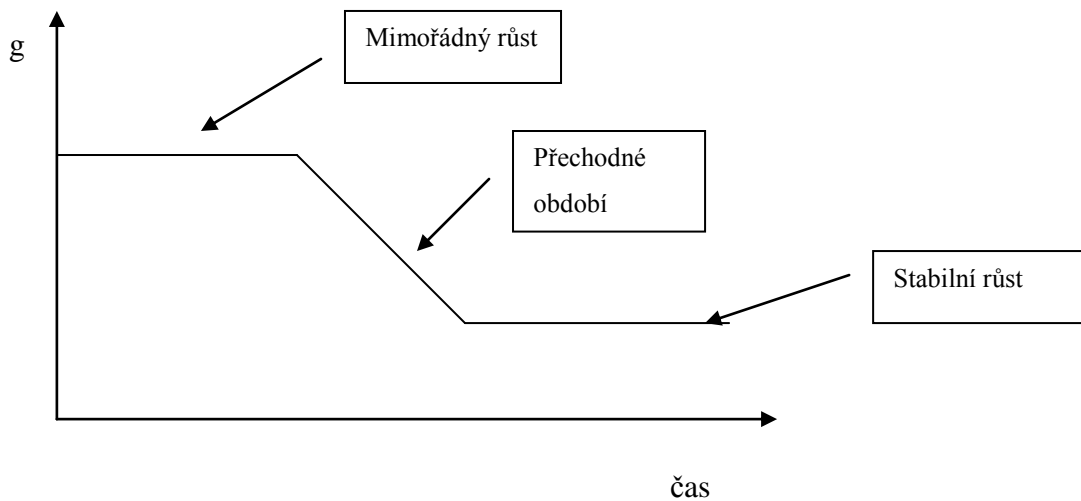


Zdroj: KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku*, 2001, str. 168

Třífázový propočet

$$\text{Hodnota podniku} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_0 (1+g)^t}{(1+r)^t} + \sum_{t=n+1}^{t=m} \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{CF_{n+1}}{(r-g_m)(1+r)^m}$$

Schéma 7: Třífázový propočet



Zdroj: KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku*, 2001, str. 168

Výše naznačené možnosti udávají, že při práci s modely DCF rozlišujeme jednotlivé fáze, které se liší především tempem růstu podniku. Neexistuje žádné pravidlo, které by stanovilo délku jednotlivých fází.

V literatuře se uvádí, že v Evropě se délka 1. fáze obvykle pohybuje mezi 3 – 6 lety. V USA 5 – 20 let.

Na délku 1. fáze působí tyto faktory:²³

- charakter a struktura odvětví;
- konkurenční pozice podniku;
- délka výrobního cyklu a další.

Druhá, respektive třetí fáze nastává, když veškeré složky působící na růst podniku jsou stabilizovány. Jedná se o ustálení ziskových marží, obrat kapitálu, úrovně investic a další činitele.

Můžeme tedy říci, že podnik se nachází ve fázi růstu, jestliže odpisy jsou vyšší než investice. Podnik je stabilizován, když se odpisy rovnají investicím, a podnik je ve fázi poklesu, jestliže odpisy jsou nižší než investice.

Model DCF s využitím FCFF

Při oceňování podniku s využitím FCFF budeme pracovat se dvěma modely a to s modelem, který v čitateli bude pracovat s peněžním tokem pro firmu jako celek. Pak však musí i diskontní míra odrážet skutečnost, že peněžní tok je určen jak věřiteli, tak akcionáři. Diskontní míra musí být tedy stanovena pomocí modelu vážených nákladů kapitálu (WACC).

$$\text{Hodnota podniku celkem} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC})^t},$$

kde FCFF_t je volný peněžní tok do firmy v čase t ;
 n - počet období;
 WACC - vážené kapitálové náklady (weighted average cost of capital).

²³ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 169. ISBN 80-7179-529-1.

V případě, že se bude jednat o stabilní růstový model, pak využijeme vzorec:

$$\text{Hodnota podniku} = \frac{\text{FCFF}_1}{\text{WACC} - g_n},$$

kde FCFF je volný peněžní tok na konci prvního období;
WACC - vážené kapitálové náklady;
 g_n - tempo růstu udržitelné do nekonečna.

Dvoufázový propočet

$$\text{Hodnota podniku celkem} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC})^t} + \frac{\text{FCFF}_{n+1}}{(\text{WACC} - g_n)} \times (1 + \text{WACC})^{-n}$$

Pro stanovení hodnoty druhé fáze lze například vyjít z tržních násobitelů, obvykle se pracuje s výnosem EBIT. Výše uvedený vzorec je vlastně Gordonův model převedený na současnou hodnotu k okamžiku ocenění.

Model DCF pracující na bázi čitatele ve tvaru FCFF se jeví pro podmínky České republiky jako nejvhodnější. Argumenty spočívají v tom, že FCFF zahrnuje veškeré peněžní toky. Stejně tak i jmenovatel je stanoven na bázi WACC, což jsou průměrné náklady na kapitál.²⁴ Za současných podmínek se jeví tvar tohoto modelu jako nejvhodnější, i když nejsou splněny všechny předpoklady pro jeho využití. Mohla bych zmínit například propočet WACC, který se opírá o hypotézu, že průměrné náklady na kapitál jsou odrazem svobodných a racionálních rozhodnutí managementu podniků a zájmu investorů na kapitálovém trhu. U nás je kapitálová struktura spíše ovlivněna současnou situací omezené dostupnosti volného kapitálu pro podnikovou sféru. Lze však očekávat, že se i podmínky v České republice přiblíží obvyklé úrovni.

Model FCFF využíváme všude tam, kde v době ocenění podniku lze pozorovat relativně vysokou finanční páku, tzn., kde lze pozorovat efekt vyššího výnosu pro akcionáře plynoucího ze zapojení cizího kapitálu do financování akciové společnosti. Tento stav je typický pro většinu českých podniků, které procházely, procházejí nebo budou procházet procesem restrukturalizace, revitalizace, apod.

²⁴ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 170. ISBN 80-7179-529-1.

Modely DCF s využitím FCFE

Představuje druhou možnost, jaký budoucí výnos do modelu DCF použít. Jak již bylo řečeno FCFE představuje peněžní toky jen pro akcionáře, a proto je tento peněžní tok spojen s odlišnou mírou rizika, kde riziko je podstatně vyšší. Tato skutečnost se odrazí i ve stanovení diskontní míry, která musí být v relaci s rizikovostí peněžního toku.

Jednofázový model

$$\text{Hodnota vlastního kapitálu podniku} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{FCFE}_t}{r_e - g_n}$$

Dvoufázový propočet

$$\text{Hodnota vlastního kapitálu podniku} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFE}_t}{(1+r_e)^t} + \frac{\text{FCFE}_{n+1}}{(r_e - g_n)} \times (1+r_e)^{-n}$$

V tomto druhém případě je důležité upozornit, že model FCFE bude mít shodně stanovenou příslušnou diskontní míru v případě, kdy v čitateli nebude FCFE, ale dividenda, která bude zvláštním případem modelu. Diskontní míra pro FCFE musí odrážet požadovanou míru výnosu akcionáře a odráží rizikovost peněžního toku v čitateli.²⁵

Modely FCFE používáme v praxi tehdy, jestliže se jedná o podniky se stabilizovanou strukturou financování, jestliže lze FCFE stanovit předem s potřebnou mírou spolehlivosti.

2.6.4 METODY STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY

Diskontní míra tvoří významný prvek modelů DCF, který vedle vymezení budoucího výnosu významnou měrou ovlivňuje výslednou hodnotu. Úlohou diskontní míry je převést budoucí výnosy na současnost, vyjádřit očekávanou výnosnost investice v čase a zohlednit i míru rizika spojenou s investicí do nákupu akcií podniku. V diskontní míře se odráží nejen faktor času, ale i riziko, které je spojeno s konkrétní investicí, (obecně platí, že čím vyšší je míra rizika, tím vyšší je výnos, který požaduje investor).²⁶

²⁵ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 172. ISBN 80-7179-529-1.

²⁶ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 174. ISBN 80-7179-529-1.

Schéma 8: Pravidla párování výnosu a diskontní míry

Forma budoucího výnosu	Diskontní míra
FCFF	WACC
EVA	WACC
Dividenda	r_e
FCFE	r_e

kde r_e jsou náklady na vlastní kapitál (akciový kapitál).

Zdroj: KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku*, 2001, str. 174

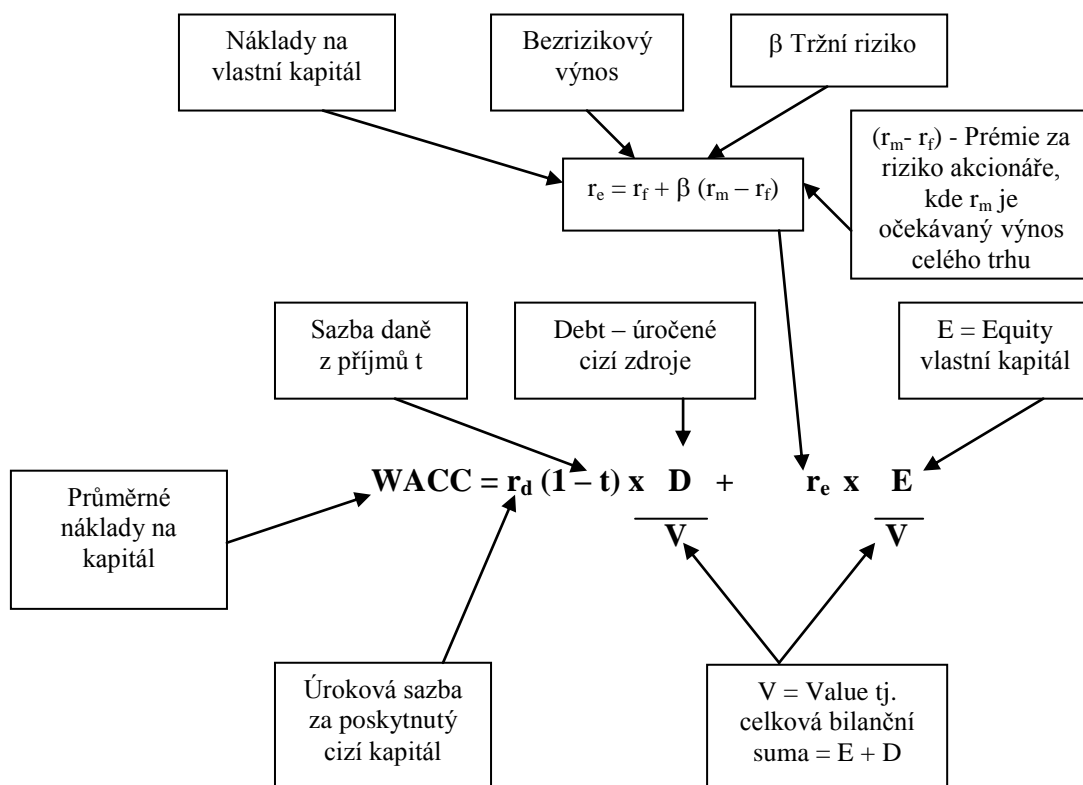
2.6.4.1 PRŮMĚRNÉ NÁKLADY KAPITÁLU

Průměrné kapitálové náklady jsou relevantní v čitateli FCFF, tj. peněžnímu toku určenému jak akcionářům, tak i věřitelům. WACC pracuje jednak s úrokem – cenou za použití kapitálu věřitelů r_d , kde je zohledněn i faktor daní $(1 - t)$, a s požadovaným výnosem akcionářů r_e . Celkový výsledek není závislý jen na jednotlivých složkách r_d a r_e , ale i na struktuře kapitálu, tj. na poměru vlastního a cizího kapitálu. Se změnou kapitálové struktury se mění i výsledná hodnota WACC.²⁷

Doporučuje se, aby při určení vah bylo využito vyjádření v tržních hodnotách, tj. kapitalizace vlastního kapitálu E a cizích zdrojů D na celkové tržní hodnotě daného podniku V, ($E + D = V$). Předpokladem použití ovšem je, že kapitálový trh poskytuje informace s přiměřenou vypovídací schopností. V podmínkách České republiky využití tržních hodnot není možné. Kapitálový trh zatím ve většině případů trpí řadou problémů, které zásadním způsobem determinují tržní hodnotu jednotlivých složek pasiv (akcií a obligací).

²⁷ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 174. ISBN 80-7179-529-1.

Schéma 9: Definice průměrných nákladů na kapitál



Zdroj: KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku*, 2001, str. 177

2.6.4.2 URČENÍ NÁKLADŮ NA CIZÍ KAPITÁL r_d

Náklady na cizí kapitál se určí nejlépe jako vážený aritmetický průměr. Výhodiskem je stávající struktura cizích zdrojů. Informace jsou čerpány především z účetního výkazu rozvaha, jedná se o tyto položky: ²⁸

- dluhopisy (obligace);
- dlouhodobé bankovní úvěry;
- běžné bankovní úvěry;
- finanční výpomoci.

K tomu, aby obraz cizích zdrojů byl úplný, je dobré výše uvedené položky dále rozšířit o tzv. mimobilanční položky, např. komplexní pronájem, finanční leasing, ostatní úročené závazky. ²⁹

²⁸ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 177. ISBN 80-7179-529-1.

²⁹ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 177. ISBN 80-7179-529-1.

Je důležité říci, že z celkového objemu cizích zdrojů vylučujeme ty kapitálové složky, ze kterých podnik „neplatí žádnou cenu“, tj. nevzniká náklad, úrok. Typickým příkladem je položka krátkodobých závazků z obchodního styku; tyto zdroje podnik využívá po dobu určenou dodavatelem na fakturách, aniž by za tyto zdroje musel zaplatit.

Náklady na úvěry³⁰

U bankovních úvěrů lze průměrný úrok zjistit relativně jednoduše v případě, že známe uzavřené úvěrové smlouvy, na kterých byly podnikem sjednány pevné úrokové sazby. Jedná se pak o vážený aritmetický průměr.

V případě, že se jedná o úrok vázaný na vyhlášenou sazbu PRIBOR (Prague Interbank Offer Rate) nebo LIBOR (London Interbank Offer Rate) s pevnou procentní přírůžkou, je důležité znát ratingové hodnocení podniku a dále prognózu základních makroekonomických veličin.

Ratingové agentury přiřazují ratingový stupeň jednotlivým podnikům v závislosti na pravděpodobnosti, jak budou uspokojeny nároky investorů – úrokové platby a splátky.

K nejznámějším světovým ratingovým agenturám, jejichž výsledky jsou uznávány po celém světě, patří Moody Investor Service a Standard & Poor Corporation, obě jsou řízeny z New Yorku. Třídy úvěruschopnosti udělené těmito společnostmi jsou považovány za objektivní hodnocení pravděpodobnosti, že podnik – vypůjčovatel – nebude plnit závazky z dané emise cenných papírů nebo poskytnutého úvěru bankou.

S & P také disponuje škálou hodnocení ve tvaru písmen, kde stupeň ratingu je vyjádřen v závislosti na ukazateli úrokového krytí. Stupně ratingu jsou ohodnoceny písmeny D, C, CC, CCC-, CCC, CCC+, B-, B, B+, BB-, BB, BB+, BBB-, BBB, BBB+, A-, A, A+, AA-, AA, AA+, AAA, kde D vyjadřuje nejnižší úrokové krytí a tudíž nejvyšší úrokovou sazbu a AAA nejvyšší úrokové krytí a nejnižší úrokovou sazbu.

V podmínkách České republiky vznikla v roce 1998 první ratingová agentura Czech Rating Agency, a. s. (CRA), která se zabývá nezávislým hodnocením a přidělováním ratingu pro podniky a další ekonomické subjekty. Společnost poskytuje dva základní produkty, jako je investiční odvětvové hodnocení podniků a hodnocení podniků podle oblasti a sektoru, kde působí. V roce 2000 uzavřela společnost Moody's Investors Service dohodu o přidružení s ratingovou agenturou Czech Rating Agency.

³⁰ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 182,184. ISBN 80-7179-529-1.

2.6.4.3 ODHAD POŽADOVANÉ MÍRY VÝNOSU VLASTNÍHO KAPITÁLU r_e

Kromě cizích zdrojů, které poskytují podniku věřitelé, používá podnik pro financování svých potřeb dlouhodobý kapitál, tj. vlastní kapitál.

Odhad nákladů vlastního kapitálu vyjadřuje očekávanou míru výnosu investorů s ohledem na míru rizika spojenou s touto investicí. Při odhadech těchto výnosových měr se musíme opřít především o srovnatelné investice se shodnou mírou rizika. Protože však investice do akciového kapitálu je rizikovější než uložení dočasně volného kapitálu v bance, pak míra výnosu musí být v každém případě vyšší než „bezrizikový výnos“ v bance nebo u státních dluhopisů.

Pro stanovení požadované míry výnosu vlastního kapitálu lze využít např. následující metodické postupy:³¹

- Gordonův růstový model;
- model CAMP (capital asset pricing model);
- model APT (arbitrage pricing theory), který je alternativou modelu CAMP;
- ostatní přístupy (tržní model, stavebnicový model).

Gordonův růstový model

Gordonův růstový model můžeme použít po matematické úpravě, pro účely stanovení požadované míry výnosu vlastního kapitálu.

$$\text{Požadovaná míra výnosu } r_e = \frac{\text{Dividenda}_{t+1}}{\text{(cena akcie}_t)} + g,$$

kde r_e je požadovaná míra výnosu akcionářem;

g je tempo růstu dividend.

Model CAMP

Tento model patří na vyspělých kapitálových trzích k vysoce frekventovaným modelům. Výchozím bodem pro model je rozdělení celkového rizika spojeného s investicí do akcií na:

- riziko systematické, tržní. Toto riziko zahrnuje riziko sociální, politické, vnitřní a vnější riziko ekonomické. Riziko systematické vyjadřuje jak je podnik citlivý na změny hospodářského cyklu a nelze ho proto v rámci jedné země eliminovat.

³¹ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 187. ISBN 80-7179-529-1.

- riziko jedinečné, specifické, které se váže ke konkrétnímu podniku. Jedná se o riziko, které lze vhodným portfoliem eliminovat.

Z těchto dvou bodů plyne, že ve vztahu k odhadu očekávaného výnosu vlastního kapitálu je významné jen systematické riziko.

Základní tvar vzorce CAMP: $E(r_i) = r_f + \beta_i [E(r_m) - r_f]$,

kde $E(r_i)$ je očekávaný výnos i-tého cenného papíru;
 r_f - bezriziková úroková míra;
 β_i - systematické riziko i-tého cenného papíru;
 $E(r_m)$ - očekávaný výnos tržního portfolia.

Bezriziková úroková míra

Obvykle se za základ bere tzv. bezrizikový výnos, který je spojován s výnosem státních obligací s nejdlejší dobou splatnosti. Časový horizont je zde podstatný, neboť při oceňování podniku předpokládáme, že podnik existuje relativně dlouhou dobu, proto i volba bezrizikového výnosu musí odpovídat danému řešení. Dále lze použít úrokovou sazbu PRIBOR, tj. úroková sazba pro prodej.

Stanovení beta koeficientu

Koeficient beta udává citlivost investice vůči trhu. Velikost tohoto rizika můžeme určit několika způsoby, a to historickým vývojem velikosti cenové změny akcie, kterou investoři očekávají jako důsledek jednoprocentní změny celého trhu měřené souhrnným indexem (v podmínkách ČR například PX 50), oborovými hodnotami a multikriteriálním hodnocením.

Koeficient beta měří vlastně tržní riziko tím, že říká, k jaké procentní změně kurzu v průměru dochází, jestliže dojde ke změně na trhu o 1 %:³²

- Je-li $\beta > 1$, je CP rizikovější. Jde o agresivní reakce na trhu, které zvyšují rizikovost CP.
- Je-li $\beta < 1$, pak akcie je ve srovnání s trhem defenzivní, tj. má tendenci pohybovat se ve stejném směru jako trh, mnohem pomaleji, ale ne v takovém rozsahu.
- Je-li $\beta = 1$, pak akcie je neutrální, mění se současně s trhem

³² KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 111. ISBN 80-7179-529-1.

- Je-li $\beta = 0$, pak akcie nereaguje na trh, neexistuje riziko, že by se kurs měnil v závislosti na trhu.

Zdrojem pro vlastní propočty jsou jednak historické ceny akcií, jednak historická hodnota globálního indexu, např. PX 50. Na vlastní propočty existují počítačové podpory, které propočtou hodnoty beta koeficientů. V případě, že by se jednotlivé propočty lišily o více než 20 % směrem nahoru, jeví se výhodnější použít odvětvový průměr. V opačném případě je vhodné použít průměr stanovený pro příslušný podnik a odvětvový průměr.³³

Příklady hodnot beta koeficientů:³⁴

- 0,0 – 0,8 výroba tabákových produktů, obchod, ropa;
- 0,8 – 0,9 noviny, hračky, pojišťovny, chemické výroby;
- 0,9 – 1,0 strojírenství, metalurgie, potravinářský a textilní průmysl;
- 1,0 – 1,1 banky, pivovary;
- 1,1 – 1,2 elektronika, farmacie, kancelářská zařízení;
- 1, 2 a více stavebnictví, obchodní domy, životní pojišťovny, spotřební elektronika.

V případě, že není možné na základě historických dat stanovit hodnotu beta koeficientu, lze vyjít z tzv. **oborových hodnot**, které jsou publikovány pro jednotlivá odvětví nebo obory, avšak v podmínkách ČR zatím funguje kapitálový trh relativně krátkou dobu (od září 1993), což spolu s nízkou likviditou způsobuje relativně nízkou vypovídací schopnost propočtených hodnot.

V případě, že podnik, který má být oceněn, není obchodován na kapitálovém trhu a přes to my máme potřebu stanovit hodnotu beta koeficientu, pak lze vyjít z přístupu založeného na **multikriteriálním hodnocení**. Základem je jednak stanovení jednotlivých skupin faktorů, které budou předmětem pozorování v podniku, a dále pak určení stupně rizika v klasifikaci velmi nízký až vysoký.³⁵

Určení prémie za tržní riziko

Prémie za tržní riziko by měla být stanovena jako rozdíl mezi očekávanou výnosností trhu celkem a bezrizikovou mírou výnosu. Výnosnost trhu jako celku se měří globálním akciovým indexem PX 50. Indexy udávají, jaká by byla průměrná výnosnost celého

³³ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 111. ISBN 80-7179-529-1.

³⁴ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 113. ISBN 80-7179-529-1.

³⁵ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 113. ISBN 80-7179-529-1.

akciového trhu. Rozdíl mezi výnosností trhu CP a bezrizikovým výnosem udává prémii, kterou investor získá v případě, že se rozhodne pro nákup dané akcie.

Pro stanovení prémie za riziko lze využít, obdobně jako tomu bylo u cizích zdrojů, ratingové hodnocení. Rating se však týká celé země, na jejímž teritoriu funguje kapitálový trh a předmětný podnik. Pak platí, že pro nejvyšší ratingové hodnocení AAA firmy S & P se počítá základní prémie za riziko akcionáře v modelu CAMP ve výši 5,5 %. Prémie se řídí ratingem země, tj. v případě horšího ratingového stupně než AAA se k této základní prémii ve výši 5,5 % připočítává dodatečná prémie vyjadřující zvýšenou míru rizika pro investora na daném teritoriu.³⁶

2.6.4.4 ODHAD TEMPA RŮSTU g

V modelech DCF hraje zásadní roli tempo růstu g , kde g znamená tempo růstu udržitelné do nekonečna. Tempo růstu musí být pro podnik správně stanoveno, protože každá odchylka směrem nahoru nebo dolů znamená porušení rovnováhy, která se promítá do výsledné finanční situace. V případě chybně stanoveného tempa růstu roste míra rizika plynoucí z investice do předmětného podniku.

Stanovit tempo růstu g můžeme na základě tří základních přístupů. Jedná se o odvození parametru g :³⁷

- od historických dat (práce s časovou řadou 3-5let);
- od vnitřních parametrů fungování podniku (otázky týkající se tržeb, investic a financování podniku);
- od kvalifikovaného názoru analytiků na vývoj podniku, odvětví a ekonomiky jako celku (do dané prognózy se zahrnují například zprávy týkající se fungování společnosti publikované v hromadných sdělovacích prostředcích, apod.).

Je důležité poznamenat, že žádný z přístupů nedává lepší výsledky než druhý. Vyplatí se však získat různými způsoby více výsledných hodnot pro podnik a na jejich základě pak provést syntézu.

³⁶ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 194. ISBN 80-7179-529-1.

³⁷ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 202. ISBN 80-7179-529-1.

2.6.5 MODELY ZALOŽENÉ NA EVA

Tyto modely patří k novým metodám, které na rozdíl od dříve uvedených modelů DCF nepracují s cash flow, ale s ukazatelem, který nese označení EVA.³⁸ EVA je zkratkou pro Economic Value Added, tj. **přidaná ekonomická hodnota**, která představuje rozdíl mezi provozním ziskem po zdanění (NOPAT) a oportunitními náklady (WACC) a velikostí investovaného kapitálu (vlastní a úročený cizí kapitál) = (C),

$$\text{tzn. EVA} = \text{NOPAT} - \text{WACC} \times \text{C}.$$

Podnikům, u nichž je ukazatel EVA kladný, poroste hodnota akcie v budoucnosti a rovněž lze očekávat růst hodnoty MVA (Market Value added=hodnoty podniku).³⁹

2.7 METODY KOMBINOVANÉ

Pro stanovení výsledné tržní hodnoty lze využít nejen substanční a výnosovou metodu, ale i některé další metody, které jsou od nich odvozeny nebo jsou jejich kombinací. Tyto metody, které pracují s výsledky dříve uvedených metod, jsou zpravidla užívány k syntéze výsledků ocenění.⁴⁰

2.7.1 SCHAMALENBACHOVA METODA, METODA STŘEDNÍ HODNOTY

Tento model je často označován jako „**metoda obchodníků a praktiků**“. Podstatou metody je, že hodnota podniku je vytvářena jak vloženými statky a výkony do podniku, tak i budoucím výnosem.

Základní vzorec pro výpočet hodnoty podniku je prostý aritmetický průměr majetkové, substanční hodnoty a hodnoty výnosu, kde **hodnota výnosu** je stanovena metodou kapitalizace zisku a **hodnota substance** je uváděna v substanční hodnotě netto, tj. jedná se o tržní hodnotu vlastního kapitálu. Teoreticky by měl platit následující vztah mezi složkou substance a výnosu:⁴¹

$$\text{hodnota substance} < \text{hodnota výnosu} \Rightarrow \text{hodnota rozdílu} = \text{hodnota goodwillu}$$

³⁸ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 224. ISBN 80-7179-529-1.

³⁹ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 224. ISBN 80-7179-529-1.

⁴⁰ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 237. ISBN 80-7179-529-1.

⁴¹ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 238. ISBN 80-7179-529-1.

Protože rozdíl výnosové a substanční metody vytváří goodwill, lze obecný vzorec pro tržní hodnotu podniku zapsat takto: ⁴²

$$\text{Hodnota podniku} = \text{hodnota substance} + \frac{1}{2} \times \text{goodwill};$$

tento vzorec je však platný za podmínek, že **hodnota výnosu > hodnota substance**.

Metoda střední hodnoty není využitelná v těch případech, kde se jedná o podniky s takovým předmětem činnosti, že výnos podniku není v přímé vazbě na majetkovou bázi a určitou výrobnětechnickou základnu (např. poradenské firmy, leasingové společnosti).

2.7.2 METODA VÁŽENÉ STŘEDNÍ HODNOTY

Metoda vážené střední hodnoty je v praxi velmi často využívána, neboť kombinuje výpočet tržní hodnoty podniku na základě váhy stavových a tokových veličin. Vzorec pro výpočet tržní hodnoty může mít následující tvar: ⁴³

$$HP = v_1 \times S + (1 - v_1) \times V,$$

kde S je hodnota podniku stanovená substanční metodou;

V – hodnota podniku stanovená výnosovou metodou;

v_1 – koeficient vyjadřující váhu substanční hodnoty.

Nejčastěji se používá $v_1 = 0,5$. Při riziku budoucích výnosů lze upravit koeficient např. na hodnotu $v_1 = 0,7$. Jako mezní situaci lze $v_1 = 1$. V případě, že by tržní hodnota stanovená výnosovou metodou měla koeficient $v_1 = 0$, tak by se nejednalo o metodu vážené střední hodnoty, nýbrž o substanční metodu.

Tam kde je pro daný obor typické, že ve struktuře aktiv převažuje podíl dlouhodobého hmotného majetku, je přidělena vyšší váha hodnotě substance.

Váhy lze určit také např. podle rozdílu mezi hodnotou substance a výnosu na základě Naegeliho metodiky, kde východiskem je výše uvedený vztah - hodnota výnosu, by měla být větší než hodnota substance.

⁴² KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 238. ISBN 80-7179-529-1.

⁴³ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 238. ISBN 80-7179-529-1.

Jak již bylo napsáno, metody střední hodnoty patří v praxi k velmi využívaným metodám. Je tomu tak zejména proto, že reagují jak na nedostatky metody substanční, tak akceptují ve výsledné hodnotě i polovinu goodwillu. Z pohledu časové omezenosti goodwillu lze tyto postupy akceptovat v závislosti na velikosti rozdílu hodnoty substance a výnosu.⁴⁴

2.7.3 METODY NADZISKU, SUPERZISKU

Základní myšlenkou těchto metod je, že podnik musí produkovat vyšší zisk, než je zisk na úrovni alternativního bezrizikového výnosu. Tato metoda definuje nadzisk nebo superzisk jako rozdíl mezi ziskem, který by vlastník získal z investovaného kapitálu bez rizika a vyprodukovaným ziskem podniku.

2.8 METODY RELATIVNÍHO OCEŇOVÁNÍ

Podstata této metody spočívá v odvození hodnoty aktiv nebo kapitálu společnosti z dostupných srovnatelných aktiv. Metodologie relativního oceňování je standardizovaná tím, že pro vlastní vyjádření hodnoty podniku jsou využívány společné proměnné, kterými mohou být například zisk (EPS - *earnings per share*, cash flow, účetní hodnota, tržby apod.).⁴⁵ Za dobrý indikátor je považována především v USA, kde je největší trh s podniky a nejlepší datová základna o těchto transakcích. V případě, že nemáme dostatek objektivizovaných informací, používáme metodu relativního oceňování, jako metodu orientační, doplňkovou, nikoli jako metodu hlavní pro stanovení hodnoty podniku.

O relativní oceňování se jedná proto, že:⁴⁶

- potřebujeme nalézt podnik, který bude srovnatelný s daným podnikem;
- převést hodnotu srovnatelného podniku do standardizovaného tvaru, neboť hodnota nemůže být srovnána;
- porovnat standardizovanou hodnotu nebo multiplikátor s ukazatelem se srovnatelným aktivem. Ukazatelem může být čistý zisk na akcii (EPS), dividendy na akcii (DPS), ale i EVA – ekonomická přidaná hodnota.

44 KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 241. ISBN 80-7179-529-1.

45 KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 242. ISBN 80-7179-529-1.

46 KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 242. ISBN 80-7179-529-1.

2.8.1 DEFINICE TRŽNÍCH MULTIPLIKÁTORŮ

V případě, že se rozhodneme využít tržních multiplikátorů, bude prvním krokem definování příslušných ukazatelů. Ukazatelé budou využity pro odhad, jejich popis, analýzu multiplikátorů a vlastní provedení propočtu.

V praxi jsou nejčastěji využívány tři ukazatele, kterými jsou P/E – price earning ratio, P/CF – price to cash flow, P/BV- price to book value.

2.8.2 VÝBĚR SROVNATELNÝCH PODNIKŮ

Srovnávají se podniky, jejichž podíly jsou běžně obchodovány na veřejných trzích. Význam jejich ocenění značně závisí na intenzitě obchodování, ovšem pouze obchodování s jejich podíly – akciami. Jedná se tedy o omezující ocenění, protože výše hodnoty dané akcie firmy se nemusí rovnat průměru hodnot akcií jiných společností obchodovaných na trhu.

Přesto se možnost ocenit akcie stává cenným předstupněm k ocenění společnosti jako celku.

Soubor vybraných podniků by mělo vytvářet minimálně 6 – 8 podniků, které by měly být srovnatelné z níže uvedených hledisek: ⁴⁷

- předmět;
- obor;
- velikost (tržby, pracovníci, kapitál) a základní technologie;
- historie;
- kapitálová struktura - struktura financování, dodavatelů a odběratelů.

2.9 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Ať už zvolíme přístup i metody jakékoli, lze na základě teoretických východisek i praktických zkušeností doporučit postup pro oceňování podniku z hlediska potřeb podnikatelů:

- Nejprve je vhodné provést **souhrnné** hodnocení. Dříve než přistoupíme k výpočtu hodnoty firmy, je třeba se zabývat všemi stránkami činnosti podniku a jeho okolím. Výsledkem souhrnného hodnocení je **odhad potenciálu** oceňovaného podniku a trhu, na kterém tento podnik působí.
- Pak přistoupíme k hodnocení podniku z finančního hlediska:
 1. Nejprve je třeba zpracovat finanční analýzu současného stavu podniku

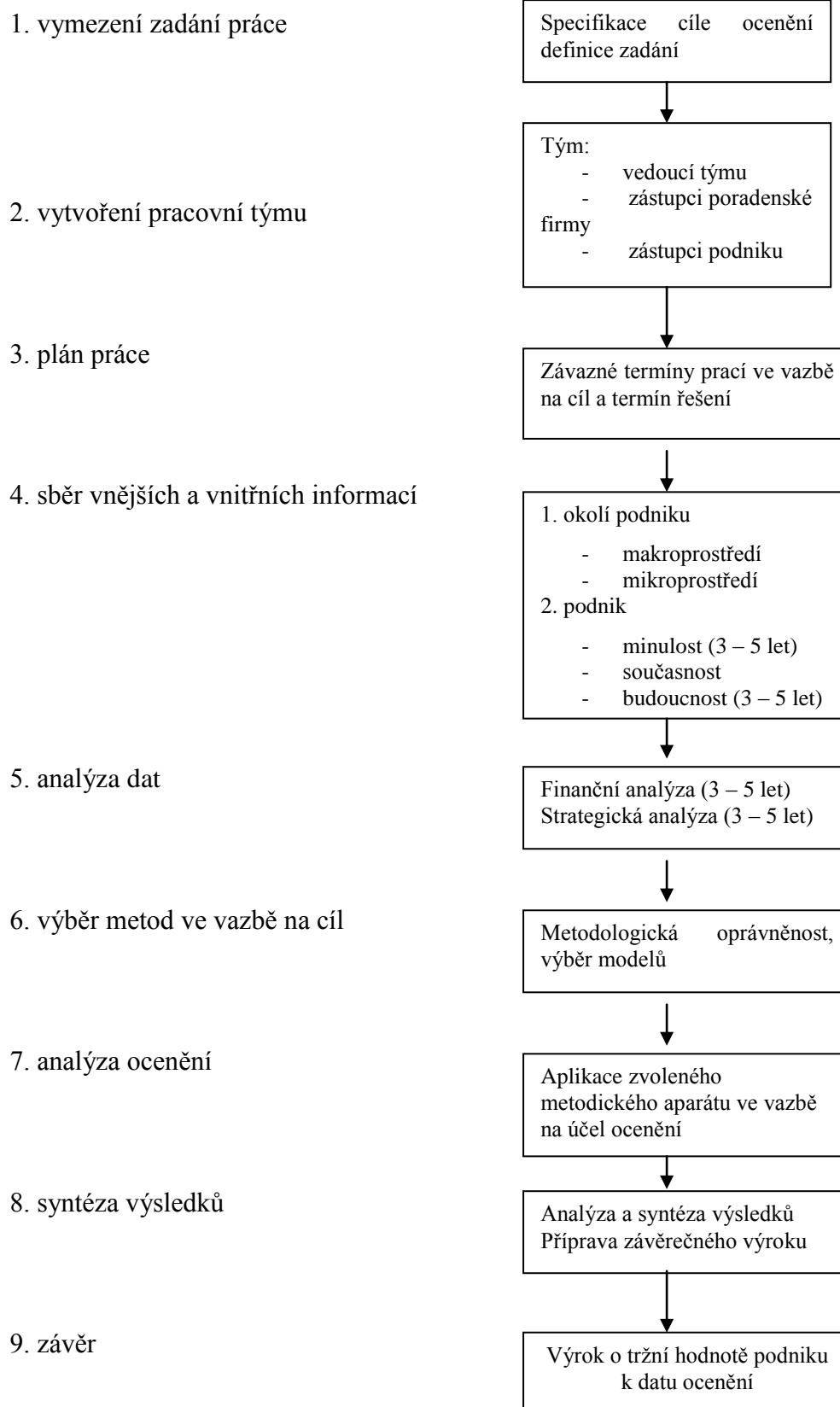
⁴⁷ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 248. ISBN 80-7179-529-1.

2. Pak můžeme použít některou z metod pro vlastní výpočet hodnoty podniku.

Pokud jde o ocenění pro účely spojování podniků, je vhodné tento krok rozdělit ještě do dvou částí:

- a) Oceňujeme podnik „sám o sobě“ (tzv. „going concern“, „stand-alone basis“), tj. oceňujeme za předpokladu, že by podnik pokračoval jako samostatný a ke spojení by nedošlo. Takto zjištěná hodnota může tvořit dolní hranici pro jednání o ceně získávaného podniku.
- b) Pak teprve oceňujeme podnik z hlediska záměrů, které mohou být uskutečněny až po spojení s jinou firmou, tj. do ocenění zahrneme efekty synergie.

Schéma 10: Postup při oceňování podniku



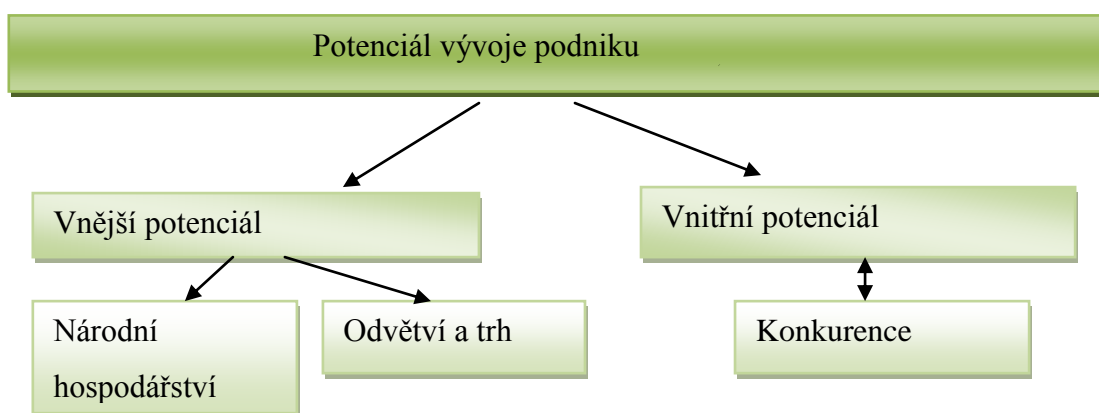
Zdroj: KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku*, 2001, str. 26

2.9.1 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Strategická analýza patří podle mnoha názorů ke klíčovým fázím oceňovacího procesu. Cílem strategické analýzy je identifikovat, analyzovat a hodnotit všechny relevantní faktory, o nichž lze předpokládat, že budou mít vliv na konečnou volbu strategie podniku.⁴⁸

Hlavní funkcí strategické analýzy je **vymežit celkový výnosový potenciál podniku**. Výnosový potenciál podniku je tvořen vnějším a vnitřním potenciálem, kterým podnik disponuje. Celkový výnosový potenciál je na těchto dílčích potenciálech závislý. Strategická analýza je důležitým předpokladem věrohodnosti ocenění.

Schéma 11: Analýza vývoje potenciálu podniku



Zdroj: MAŘÍK, M. a KOLEKTIV: *Metody oceňování podniku*, 2011, str. 56

Při sestavování strategické analýzy je důležité postupovat po jednotlivých krocích:

- 1. krok: Vymezení relevantního trhu = analýza vnějšího potenciálu**
- 2. krok: Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku**
- 3. krok: Prognóza tržeb oceňovaného podniku (tento krok je výsledkem dvou předchozích kroků)**

2.9.1.1 RELEVANTNÍ TRH A ANALÝZA VNĚJŠÍHO POTENCIÁLU

Vnější potenciál lze charakterizovat jako šance a rizika, které nabízí podnikatelské prostředí (odvětví, relevantní trh), ve kterém se pohybuje oceňovaný podnik. Vnější potenciál je závislý na charakteru okolního prostředí. Podle odborných zdrojů⁴⁹ lze toto okolní prostředí rozlišit na makroprostředí a mikroprostředí podniku.

⁴⁸ SEDLÁČKOVÁ, H., BUCHTA, K. *Strategická analýza: 2. přepracované a rozšířené vydání*. Praha: C. H. BECK, 2006, s. 9. ISBN 80-7179-367-1.

⁴⁹ POŠVÁŘ, Z., ERBES, J. *Management I*. Brno: MZLU v Brně, 2002. ISBN 80-7157-633-6.

Vymezení vnějšího potenciálu znamená v podstatě analýzu obou těchto prostředí. Z hlediska makroekonomického lze specifikovat určité konkrétní vlivy, které podnik do jisté míry ovlivňují. Jedná se zejména o vlivy politické, ekonomické, sociální, technologické a ekologické.

Z hlediska velikosti vlivu nejvíce ovlivňují ekonomické faktory. Jedná se o vývoj ekonomiky daného státu měřený hrubým domácím produktem, ale také fiskální politika státu mající vliv na daňové zatížení je faktorem, který může jak pozitivně, tak negativně působit na vývoj podniku. Mezi další důležité faktory můžeme zařadit např. vývoj nabídky peněz a s ní související vývoj úrokových sazeb, které mají přímý dopad na vývoj kurzů akcií společností, ale také na inflaci.

Z hlediska mikroekonomického se jedná o analýzu trhu a odvětví, ve kterém se daný podnik nalézá.

Volba relevantního trhu by měla být taková, aby umožnila získat základní data o tomto trhu a posoudit jeho atraktivitu tak, aby bylo možné následně zpracovat prognózu jeho dalšího vývoje.⁵⁰

Základní data o trhu

Mezi základní data o trhu lze zahrnout:⁵¹

- odhad velikosti relevantního trhu vyjádřený v hmotných a hodnotových jednotkách;
- vývoj trhu v čase (čím je časová řada delší, tím lépe);
- případná segmentace trhu.

Velikost relevantního trhu je určena především velikostí poptávky, tj. na základě celkového prodeje a spotřeby. Data o relevantním trhu jsou velmi důležitá, neboť poskytují vůbec první informaci o vývojových tendencích. Dosavadní tempo rozvoje trhu je výchozí základnou pro odhad temp budoucích, a tím i tržeb oceňovaného podniku.

Analýza atraktivity trhu

Tato analýza se zabývá podrobnějším hodnocením daného trhu, které přispívá k lepšímu poznání rizik, šancí na daném trhu a poskytuje podklady pro stanovení případné

⁵⁰MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku: 3. upravené a rozšířené vydání*. Praha: Ekopress, 2011, s. 59. ISBN 978-80-86929-67-5.

⁵¹MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku: 3. upravené a rozšířené vydání*. Praha: Ekopress, 2011, s. 59. ISBN 978-80-86929-67-5.

rizikové přírážky pro diskontní míru. Jedná se zejména o analýzu trhu z hlediska jeho poptávky a možností prodeje. Kritéria hodnocení mohou představovat především:

- růst trhu;
- velikost trhu;
- intenzitu a velikost přímé konkurence;
- průměrnou rentabilitu, substituci, bariéry vstupu;
- citlivost trhu na změny v hospodářských cyklech;
- strukturu poptávky, zákazníků.

Atraktivita trhu by měla být nejen ozdobou podnikového ocenění, ale měla by také aktivně fungovat jako faktor pro hodnocení perspektivnosti, možnosti dosahovat určitého růstu tržeb.

Prognóza vývoje trhu

Pro sestavení prognózy vývoje trhu je důležitá kompatibilita s typem ocenění, proto je třeba postup do určité míry pozměnit právě podle typu voleného ocenění.

Pro vlastní analýzu budoucího vývoje trhu je třeba využít např. následujících statistických metod:⁵²

- **Analýza časových řad a jejich extrapolace** – analýza časové řady dosavadního vývoje tržeb na trhu.

- **Jednoduché i vícenásobné regresní analýzy** – modelace vztahu mezi velikostí poptávky a různými faktory, které tuto poptávku ovlivňují.

- **Odhady budoucího vývoje na základě porovnávání se zahraničím** – například odhady na základě rozdílu ve spotřebě (případně produkci) připadající na obyvatele v ČR a ve vyspělých zemích.

Ve výsledné prognóze by se oceňovatel neměl zaměřovat čistě jen na informace plynoucí z výsledků regresních či jiných mechanických aplikací. Je důležité spojit tyto informace s dalšími poznatky, udávající např. informace o minulém vývoji podniku, nebo i s vlastními názory a úpravami oceňovatele. Výsledná prognóza by tedy měla být jednoznačně podložena určitou technikou a zároveň rozumně posouzena samotným odhadcem.

⁵² MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku: 3. upravené a rozšířené vydání*. Praha: Ekopress, 2011, s. 69. ISBN 978-80-86929-67-5.

2.9.1.2 ANALÝZA KONKURENČNÍ SÍLY PODNIKU

Analýza konkurenční síly podniku je další významnou částí strategické analýzy podniku. Cílem této analýzy je především stanovit (resp. odhadnout) vývoj tržního podílu oceňovaného podniku do budoucna. Postup celkové analýzy jde shrnout do několika následujících kroků:⁵³

- stanovení tržních podílů oceňovaného podniku;
- identifikace konkurence;
- analýza vnitřního potenciálu a hlavních faktorů jeho konkurenční síly;
- prognóza vývoje tržních podílů.

Stanovení tržního podílu

Při sestavování tržního podílu je žádoucí sestavit postupnou vývojovou řadu tržních podílů v posledních letech. V podstatě se tržní podíl v každém roce sestaví jako poměr tržeb k odhadnuté velikosti relevantního trhu.

V praxi se však můžeme setkat s případy, kdy určit velikost trhu je téměř nemožné. V těchto případech pak lze využít metody kvalifikovaných odhadů, a to např. odhadu (resp. znalosti) produkce hlavních tržních konkurentů, ze kterého můžeme následně odvodit tržní podíl oceňovaného podniku.

Identifikace konkurentů

Důležitým krokem je identifikace hlavních konkurentů na našem relevantním trhu. K identifikaci je třeba nashromáždit velké množství relevantních informací zejména o jejich hospodaření, které mají zásadní význam pro hodnocení konkurenční síly. Sem patří jednak údaje o finančním hospodaření a jednak informace všeho druhu. Pokud je to možné a informace jsou dostupné (např. z odborného tisku, internetu, konzultacemi s odborníky na problematiku oceňování) je vhodné sestavit také tržní podíly konkurence a dát je do interakce s tržními podíly našeho oceňovaného podniku.

Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku

Vnitřní potenciál podniku lze charakterizovat jako souhrn silných a slabých stránek podniku.

Analýza vnitřního potenciálu se zabývá zejména dvěma hlavními úkoly, a to:

⁵³ MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku: 3. upravené a rozšířené vydání*. Praha: Ekopress, 2011, s. 74. ISBN 978-80-86929-67-5.

- stanovením silných a slabých stránek oceňovaného podniku;
- stanovením konkurenční výhody podniku.

V rámci analýzy silných a slabých stránek podniku uvádějí odborné zdroje postup:⁵⁴

- analýzu minulých úspěchů a neúspěchů;
- analýzu příčin minulých úspěchů a neúspěchů;
- stanovení silných a slabých stránek, které budou zaměřeny na budoucnost a budou sloužit jako základna pro budoucí strategie.

Analýza konkurenční síly podniku by měla zabezpečit takové informace, které by vedly k udržení nebo zvýšení tržního podílu. Měla by identifikovat zejména to, do jaké míry je oceňovaný podnik silný v těch stránkách své činnosti, které jsou rozhodující při tzv. tržním rozdělení.

Základní metodou pro sestavení analýzy konkurenční síly by měla být fundamentální analýza založená na určení hlavních faktorů, které značně ovlivňují právě tržní rozdělení na jednotlivé tržní podíly.⁵⁵ Jednotlivé faktory mohou být pro lepší identifikaci rozčleněny na dvě skupiny, a to na faktory přímé a faktory nepřímé.

Nepřímé faktory můžeme označit za analýzu takových prvků, které nejsou zákazníkem přímo viditelné a spíše vytvářejí zázemí podniku. Hlavním nepřímým faktorem je kvalita managementu, který je řídicí složkou celého podniku. Mezi další nepřímé faktory můžeme zahrnout výkonnost personálu, míru inovací v podniku, ale také investiční politiku do dlouhodobého majetku.

Analýza přímých faktorů zahrnuje prvky, které jsou přímo vnímané zákazníkem. Jedná se o složky marketingového mixu, resp. analýzy čtyř P, která vychází ze stanovení ceny, produktu, vhodných míst prodeje a celkové image firmy-reklamy.

Výsledkem této analýzy by mělo být vytvoření diagramu konkurenční síly podniku, který obsahuje celkové shrnutí a je důležitý zejména jako podklad pro prognózu tržeb.

⁵⁴ POŠVÁŘ, Z., ERBES, J. *Management I*. Brno: MZLU v Brně, 2002, str. 41. ISBN 978-80-7375-231-6.

⁵⁵ MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku: 3. upravené a rozšířené vydání*. Praha: Ekopress, 2011, s. 79. ISBN 978-80-86929-67-5.

2.9.1.3 PROGNOZA TRŽEB OCEŇOVANÉHO PODNIKU

Prognóza tržeb oceňovaného podniku by měla navazovat na dvě předešlé kapitoly. Skládá se ze dvou dílčích částí:

- hodnocení perspektivnosti podniku;
- vlastní prognóza růstu tržeb.

Hodnocení perspektivnosti podniku

Při hodnocení perspektivnosti podniku vycházíme z analýzy atraktivnosti trhu a z jeho konkurenční síly. Jako metodu hodnocení perspektivnosti je vhodné využít tzv. přepracovanou „bostonskou“ matici.

Vlastní prognóza růstu tržeb

Když růst trhu získaný z analýzy a prognózy trhu vynásobíme růstem tržního podílu získaným z analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku, získáme **výchozí odhad tempa růstu tržeb**. Zároveň bychom však měli provést analýzu dosavadního růstu tržeb, zjistit jejich průměrný růst za jednotlivé předchozí roky a časovou extrapolaci tohoto růstu.⁵⁶

Pokud výsledky analýzy nebudou do jisté míry podobné, tj. když tempo růstu tržeb bude zcela odlišné od dosavadního vývoje tržeb, je třeba tuto změnu dostatečně vysvětlit změnou faktorů analyzovaných v rámci vývoje trhu, vnitřního potenciálu a konkurenční síly, nebo musíme udělat korekci původního učiněného odhadu.

2.9.2 POTŘEBA FINANČNÍ ANALÝZY

Finanční analýza je jedním z nejdůležitějších nástrojů finančního řízení, a proto se bez ní neobejdeme ani při ocenění podniku. Je podkladem pro finanční ocenění firmy. Pro oceňování je důležité, zda je podnik finančně zdravý a jeví dostatečný potenciál.

Finanční analýza při oceňování podniku:

- prověřuje minulá data, ze kterých se pak ocenění počítá;
- doplní vypočítané hodnoty o informace o celkovém finančním stavu firmy;
- slouží jako východisko pro sestavování finančního plánu (u oceňovacích metod, které to vyžadují - výnosové metody).

⁵⁶ MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku: 3. upravené a rozšířené vydání*. Praha: Ekopress, 2011, s. 94. ISBN 978-80-86929-67-5.

Zdroje informací o oceňované firmě jsou totožné se zdroji pro finanční analýzu:⁵⁷

- rozvaha;
- výkaz zisku a ztrát;
- výkaz cash flow;
- příloha účetní závěrky.

Někdy je nutné hledat informace pro finanční analýzu ještě hlouběji (např. – přímo v jednotlivých účtech nebo případně v účetní analytice).

Rozvaha

Rozvaha zachycuje informace k určitému okamžiku. Při analýze je třeba brát v úvahu položky, které mohou být příčinou různých problémů jako například vztah mezi účetní hodnotou aktiv a jejich aktuálním oceněním, metody odpisování, výše tichých rezerv nebo změny úrovně zásob v čase, příčiny jejich změn, atd.

Výkaz zisků a ztrát.

Hlediska a položky výkazu zisků a ztrát významné pro oceňování podniků jsou:

- velikost hrubé marže;
- provozní zisk před zdaněním a úroky (výhoda – není zkreslený finanční politikou firmy a daněmi);
- je třeba věnovat zvýšenou pozornost vylepšení zisku metodou FIFO při oceňování zásob (zvýšení obrátkovosti skladu – tj. zboží by se nemělo dlouho skladovat ⇒ čím kratší dobu je zboží ve skladu, tím větší máme zisk);
- odpisy – výběr odpisové metody ovlivňuje jednak zisk, ale také výše stálých aktiv v rozvaze.

Výkaz Cash flow

Posláním tohoto výkazu je zachytit, kde peněžní prostředky vznikly a jak byly podnikem použity. Účelem výkazu je popsat vývoj finanční situace za sledované období a identifikovat příčiny změn ve finanční pozici podniku. Cash flow se může použít při vyhodnocování kvality zisků (čím je tento rozdíl menší, tím je kvalita vyšší). Při analýze je důležité brát v úvahu hlavní složky činnosti firmy (provoz, investice, dlouhodobé financování) a jejich strukturu.

⁵⁷ RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza - metody ukazatele a využití v praxi*. Praha: Grada Publishing, 2008, s. 26. ISBN 978-80-247-2481-2.

Příloha k účetní závěrce

Příloha vysvětluje a doplňuje informace obsažené v rozvaze a výkazu zisku a ztráty. Vysvětlení zaslouží každá taková položka, kde je to podstatné pro analýzu a pro hodnocení výkonnosti a finanční pozice, pokud taková informace nevyplývá přímo z výkazu.⁵⁸

Úkolem finanční analýzy by mělo být nejen zobrazení uplynulého vývoje finančního hospodaření, finanční situace a určení příčin, ale také by měla přispět k výběru nejvhodnějších směrů dalšího vývoje hospodaření podniku.

2.9.2.1 METODICKÉ NÁSTROJE FINANČNÍ ANALÝZY

Při realizaci finanční analýzy bychom měli dbát na vhodnou volbu metod analýzy. Volba metody by měla být učiněna s ohledem na:⁵⁹

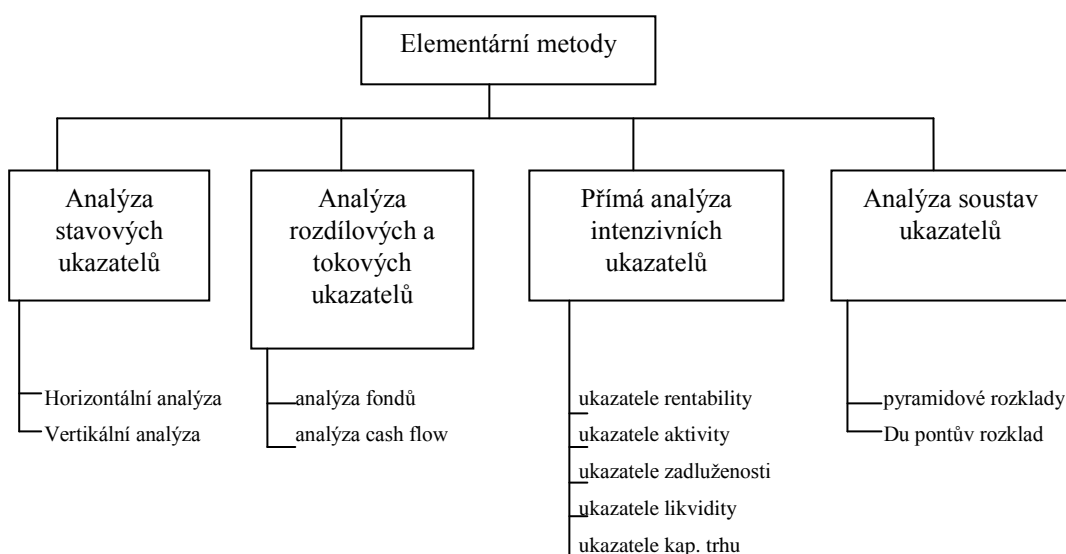
- účelnost – analýza musí odpovídat předem zadanému cíli;
- nákladnost – hloubka a rozsah analýzy musí odpovídat očekávanému ohodnocení rizik spojených s rozhodováním;
- spolehlivost – čím spolehlivější budou vstupní informace, tím spolehlivější by měly být výsledky z analýzy plynoucí.

Základem různých metod finanční analýzy jsou finanční ukazatele, kterými můžeme také rozumět číselnou charakteristiku ekonomické činnosti podniku. Volba typu ukazatele je dána účelem a cílem finanční analýzy. Finanční analýza využívá dvě metody, a to metody elementární a vyšší (v praxi tyto metody nejsou běžně používány, zpravidla se jimi zabývají specializované firmy).

⁵⁸ GRŮNWALD, R., HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Ekopress, 2007, s.47. ISBN 978-80-86929-26-2.

⁵⁹ RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza - metody ukazatele a využití v praxi*. Praha: Grada Publishing, 2008, s. 40. ISBN 978-80-247-2481-2.

Schéma 12: Elementární metody finanční analýzy



Zdroj: RŮČKOVÁ, P.: Finanční analýza, metody, ukazatele, využití v praxi, 2008, str. 44

2.9.2.2 ANALÝZA STAVOVÝCH UKAZATELŮ

Analýza stavových ukazatelů v sobě zahrnuje horizontální a vertikální analýzu. **Horizontální analýza** (analýza trendů) se zabývá časovými změnami absolutních ukazatelů. Vertikální analýza (procentní rozbor) se zabývá vnitřní strukturou absolutních ukazatelů. Aplikace této metody usnadňuje srovnatelnost účetních výkazů s předchozím obdobím a ve své podstatě také usnadňuje komparaci analyzovaného podniku s jinými firmami v tomtéž oboru podnikání.

2.9.2.3 ANALÝZA ROZDÍLOVÝCH A TOKOVÝCH UKAZATELŮ

Analýza rozdílových a tokových ukazatelů se zabývá analýzou zejména výkazu zisku a ztráty a výkazu cash flow. **Analýza fondů** je zaměřena především na čistý pracovní kapitál, který slouží k určení optimální výše oběžných aktiv a stanovení jejich celkové přiměřené výše. Záměrem **analýzy cash flow** je schopnost vytvářet z vlastní hospodářské činnosti přebytky použitelné k financování existenčně důležitých potřeb, tj. úhrada závazků, výplata dividend či financování investic.

2.9.2.4 PŘÍMÁ ANALÝZA INTENZIVNÍCH UKAZATELŮ – POMĚROVÉ UKAZATELE

Poměrové ukazatele jsou základním metodickým nástrojem finanční analýzy. Jsou formou číselného vztahu, do kterého jsou uváděny finančně – účetní informace. Konstrukce

a výběr ukazatelů je podřízen hlavně tomu, co chceme změřit, musí být relevantní zkoumanému problému či prováděnému rozhodnutí.

Ukazatele se obvykle sdružují do skupin, přičemž každá skupina se váže k některému aspektu finančního stavu podniku. Zpravidla se uvádí dělení do skupin, podle posuzované vlastnosti objektu, resp. skutečnosti, na kterou se zaměřuje:

- 1) ukazatele likvidity;
- 2) ukazatele zadluženosti (struktury);
- 3) ukazatele kapitálového trhu;
- 4) ukazatele aktivity;
- 5) ukazatele rentability;
- 6) ukazatele provozní (výrobní);
- 7) ukazatele na bázi finančních fondů a cash flow.

1) UKAZATELE LIKVIDITY

K tomu, aby podnik mohl úspěšně působit na trhu, je zapotřebí platební schopnosti. Tu společně s hospodářskou a finanční stabilitou zjišťujeme rozbořem rozvahy pomocí poměrových ukazatelů likvidity.

Důležitou informací, kterou poskytují ukazatele likvidity je, zda podnik bude schopen dostát svým závazkům splatným v blízké době (během následujícího roku) vůči dodavatelům včas. K tomu nám pomáhá rozbor vzájemných vztahů mezi aktivy a pasivy – konkrétně mezi oběžnými aktivy a krátkodobými závazky.

Druhy ukazatelů likvidity:

Běžná likvidita (current ratio) měří pokrytí krátkodobých závazků oběžnými aktivy. Objektivnost ukazatele závisí na stavu zásob a pohledávek. Hodnota ukazatele by měla být vyšší než 1,5.

$$\text{běžná likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

Pohotová likvidita (quick ratio) odstraňuje nedokonalosti ukazatelů běžné likvidity. Vylučuje z OA zásoby, takže do čitatele zahrnuje jen peněžní prostředky, krátkodobé CP a krátkodobé pohledávky očištěné od pochybných a těžko vymahatelných pohledávek. Pohotová likvidita by měla být vyšší než 1.

$$\text{pohotová likvidita} = \frac{\text{obezna aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

Okamžitá likvidita (cash ratio) vyjadřuje schopnost firmy splatit své právě splatné závazky. Hodnota tohoto ukazatele by měla být výšší než 0,2.

$$\text{okamžitá likvidita} = \frac{\text{peneznı prostředky} + \text{ekvivalenty}}{\text{okamžite splatné závazky}}$$

2) UKAZATELE STRUKTURY

Ukazatele struktury hodnotí strukturu vloženého kapitálu z hlediska vlastnictví (zda jde o zdroj vlastní nebo cizí). Obecne vyjadřují poměr celkových závazků a pasiv.

Ukazatele podílu vlastních zdrojů na aktivech je vhodné posuzovat v souvislosti s ukazateli výnosnosti a ukazateli likvidity.

Strukturu vloženého kapitálu z hlediska vlastnictví hodnotí **ukazatel zadluženosti**. Vyjadřuje poměr celkových závazků a celkových pasiv. Mezi uživatele tohoto ukazatele patří i banky, kdyř se rozhodují zda podniku poskytnout uver nebo ne. Celková zadluženost vypovídá o tom, v jakém rozsahu je majetek podniku kryt cizími zdroji.

Druhy ukazatelů struktury:

Celková zadluženost (debt ratio) vyjadřuje finanční závislost firmy. Veritele firmy mají větší jistotu splacení závazku, pokud je hodnota tohoto ukazatele nízká. Pro firmu je ale výhodnější výšší hodnota tohoto ukazatele, protože cizí kapitál je levnější než vlastní.

$$\text{celková zadluženost} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}}$$

Koeficient samofinancovanı vyjadřuje, jakou mírou jsou aktiva financována vlastním kapitálem. Je doplnkovym ukazatelem k celkove zadluženosti. Poměr mezi vlastním a cizím kapitálem závisí na mnoha faktorech. Mezi tyto faktory řadíme např. odvětví, ve kterém podnik pracuje (v průmyslových podnicích převládá většinou vlastní kapitál, u obchodních je poměr zhruba 50:50, u peneznıch převládá vyrazne kapitál cizí), strukturu majetku (čim je výšší podíl dlouhodobého majetku, tím je výšší podíl vlastního, resp. dlouhodobého cizího

kapitálu), dále závisí na subjektivním postoji podnikatele či manažerů, na výnosnosti podniku (vyšší výnosnost dovoluje podniku mít vyšší cizí kapitál a vyšší úrokovou míru), atd.

$$\text{koeficient samofinancování} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{celková aktiva}}$$

Úrokové krytí (interest coverage) vyjadřuje, kolikrát je zisk vyšší než placené úroky. Čím vyšší hodnota ukazatele, tím lépe.

$$\text{úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{úroky}}$$

Doba splácení dluhu vypovídá o schopnosti podniku splatit své dluhy prostřednictvím provozního cash flow. Udává, kolik let potřebuje podnik při stávající výkonnosti na splacení svých úvěrů. Optimální hodnoty se pohybují v rozmezí 3 – 4, jejich výše je však závislá na oboru podnikání.

$$\text{doba splácení dluhu} = \frac{\text{finanční majetek}}{\text{provozní cash flow}}$$

3) UKAZATELE AKTIVITY

Jedná se o dílčí ukazatele vázanosti kapitálu v jednotlivých formách aktiv, neboli ukazatele doby nebo rychlosti obratu zásob (materiálu, nedokončené výroby, hotových výrobků), pohledávek, vázanosti dlouhodobého hmotného majetku.

Rychlost obratu je obecně dána poměrem tržeb a průměrného stavu příslušných aktiv. Rozbor ukazatelů aktivity má pomoci při hledání odpovědi na otázku, jak hospodaří podnik s aktivy, jejich jednotlivými složkami a jaký vliv má hospodaření na výnosnost a likviditu.

Druhy ukazatelů aktivity:

Obrat celkových aktiv (total assets turnover ratio) udává, kolikrát se aktiva za daný časový interval (rok) obrátí

$$\text{obrat celkových aktiv} = \frac{\text{roční tržby}}{\text{aktiva}}$$

Obrat stálých aktiv (fixed assets turnover) se využívá při rozhodování o pořízení nového investičního majetku pro výrobu. Pokud je hodnota ukazatele nižší než oborový průměr, měla by firma zvýšit využití výrobních kapacit a snížit investice do nového majetku.

$$\text{obrat stálých aktiv} = \frac{\text{roční tržby}}{\text{stálá aktiva}}$$

Doba obratu zásob (inventory turnover) udává počet dnů, kdy jsou zásoby vázány ve firmě do doby jejich spotřeby či prodeje.

$$\text{doba obratu zásob} = \frac{\text{průměrná zásoba}}{\text{průměrné denní tržby}}$$

Doba obratu pohledávek (average collection period) - výsledkem je počet dnů, po které je tržba zadržena v pohledávkách. V čitateli počítáme s průměrnou hodnotou pohledávek (průměr stavu na konci běžného a minulého období).

$$\text{doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky z obchodního styku}}{\text{denní tržby na fakturu}}$$

Doba obratu závazků (payables turnover ratio) - jedná se o obdobu ukazatele doby obratu pohledávek. Ukazatel nám říká, jak dlouho trvá firmě zaplacení faktur. Do čitatele dosazujeme průměrnou hodnotu závazků.

$$\text{doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky z obchodního styku}}{\text{denní tržby na fakturu}}$$

4) UKAZATELE RENTABILITY

Ukazatele rentability informují o efektu, jakého bylo dosaženo vloženým kapitálem.⁶⁰

Vložený kapitál se užívá ve 3 podobách:

- úhrnný vložený kapitál;
- vlastní kapitál;

⁶⁰ KISLINGEROVÁ, E. a HNILICA, J. *Finanční analýza – krok za kroky: 2. vydání*. Praha: C. H. Beck, 2008, s. 29. ISBN 978-80-7179-713-5.

- dlouhodobě investovaný kapitál.

Ukazatele rentability vychází ze 2 účetních výkazů – rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Pomocí ukazatelů rentability měříme výnosnost vloženého kapitálu. Výnosnost odráží vliv likvidity, řízení aktiv a dluhů. Při dostatečné rentabilitě firmy jako celku může vyšší míra zadlužení zvýšit rentabilitu vlastního kapitálu. Čím větší je rozdíl mezi úroky z dluhů a rentabilitou aktiv, tím větší vyplývá výhoda ze zadluženosti (tzn. ziskovost aktiv > úroky z dluhů); úroky z dluhů = úroková míra.

Druhy rentability:

ROI (return on investment) - rentabilita vloženého kapitálu vypovídá o tom, s jakou účinností pracuje kapitál vložený do podnikání, a to bez ohledu na to, z jakých zdrojů pochází (vlastní či cizí). Tímto ukazatelem vyjadřujeme míru zisku za nějaké období.

$$ROI = \frac{\text{zisk před zdaněním} + \text{nákladové úroky}}{\text{celkový kapitál}}$$

ROA (return on assets) - rentabilita celkových vložených aktiv poměřuje zisk s celkovými aktivy bez rozlišení zdroje financování aktiv. Tento ukazatel je vhodný při porovnávání firem s rozdílnými podmínkami zdanění a rozdílnou kapitálovou strukturou.

$$ROA = \frac{EAT}{\text{aktiva}}$$

Pokud bychom chtěli, aby ukazatel měřil vložené prostředky nejen se ziskem, ale i s úroky, které vyplácíme věřitelům, dosadíme do čitatele čistý zisk po zdanění zvýšený o zdaněné úroky, tedy:

$$ROA = \frac{\text{čistý zisk} + \text{úroky} (1 - \text{sazba daně})}{\text{aktiva}}$$

Jestliže ponecháme úroky v nákladech, snižujeme tím zisk a tím také základ daně a vypočtenou daň z příjmů. Cena cizího kapitálu je tak nižší než smluvený úrok a to o tuto ušetřenou částku daně.

ROE (return on common equity) - rentabilita vlastního kapitálu, pomocí tohoto ukazatele zjišťují vlastníci (akcionáři, společníci, podílníci a další investoři), jaký přináší jimi investovaný kapitál výnos a zda tento výnos odpovídá investičnímu riziku. Pro investory je důležité, aby výnosnost vlastního kapitálu byla vyšší než úrokové sazby při jiné formě investování (např. obligace, termínované vklady).

$$ROE = \frac{EAT}{\text{vlastní kapitál}}$$

ROCE (return on capital employed) - rentabilita dlouhodobých zdrojů, rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu dává do poměru výnosy investorů (čistý zisk pro akcionáře a úroky pro věřitele) a dlouhodobé zdroje. ROCE slouží k prostorovému srovnání firem, především monopolních společností s přirozeným monopolem jako jsou vodárny, elektrárny apod.

$$ROCE = \frac{\text{čistý zisk} + \text{úroky}}{\text{dlouhodobé závazky} + \text{vlastní kapitál}}$$

ROS (return on sales) - rentabilita tržeb, do čitatele můžeme dosadit např. zisk před zdaněním. Pokud ale chceme ukazatel použít pro srovnání různých firem, je potřeba vyloučit vliv rozdílné kapitálové struktury a použít EBIT.

$$ROS = \frac{\text{zisk}}{\text{tržby}}$$

5) UKAZATELÉ KAPITÁLOVÉHO TRHU

Kromě ukazatelů založených na datech účetnictví existují u veřejných akciových společností také ukazatele, které využívají údaje z finančního trhu. Tyto ukazatele nám ukazují, jak je trhem (investory) hodnocena minulá činnost podniku a co se dá v budoucnosti na trhu očekávat.

Akciová společnost Farmtec, a.s. však není společností, která vyplácí dividendy, a proto se více o těchto ukazatelích zmiňovat nebudu.

2.9.2.5 ANALÝZA SOUSTAV UKAZATELŮ

Analýza soustav ukazatelů představuje metody, které využívají rozborové postupy a vzájemně je kombinují. Podstatou soustavy poměrových ukazatelů finanční analýzy je z formálního hlediska sestavení jednoduchého modelu, jež zobrazuje vzájemné vazby mezi dílčími ukazateli vyššího řádu. Model pak vytváří souhrn ukazatelů, které lze postupně rozkládat na další ukazatele až k detailům. Model, respektive funkční model, má tři základní funkce:⁶¹

- Vysvětlit změny jednoho nebo více ukazatelů na celé hospodaření firmy.
- Ulehčit a zřehlednit analýzu dosavadního vývoje podniku.
- Poskytnout podklady pro výběr rozhodnutí z hlediska firemních či externích cílů.

Mezi nejznámější ukazatele můžeme zařadit **Du Pontův rozklad ukazatele rentability**, který je založen na odvozování ziskové marže a obratu celkových aktiv. Dále jsou to **pyramidové soustavy ukazatelů**, které vystihují postupné rozšiřování počtu dílčích ukazatelů v podrobnějších rozkladech.

Altmanův koeficient Z (finanční predikční model)

Vychází z tzv. diskriminační analýzy provedené v USA u několikset zbankrotovaných a nebankrotovaných podniků.

Koeficient Z zahrnuje 5 finančních ukazatelů (X1, X2, X3, X4, X5), kterým jsou přidělovány různé váhy. Obvykle bývají tyto ukazatele počítány takto:

$X1 = (\text{oběžná aktiva} - \text{kr. cizí zdroje}) / \text{aktiva celkem};$

$X2 = (\text{HV za účetní období} \times \text{koef. období}) / \text{aktiva celkem};$

$X3 = (\text{zisk před zdaněním a úroky} \times \text{koef. období}) / \text{aktiva celkem};$

$X4 = \text{vlastní kapitál} / \text{cizí kapitál};$

$X5 = (\text{tržby za prodej zboží} + \text{tržby za prodej vlastních výrobků a služeb}) \times \text{koef. období} / \Sigma \text{aktiva}.$

Vzhledem k rozdílnému výběru ukazatelů při konstrukci koeficientu Z a při sestavování rychlého testu dochází často i k rozdílnému výslednému hodnocení podniku. Je na uživateli, aby rozhodl, kterému hodnocení bude přikládat větší váhu. Další možností je, že si uživatel sám vybere ukazatele do rychlého testu a stanoví pro ně standardní hodnoty.

⁶¹ RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza - metody ukazatele a využití v praxi*. Praha: Grada Publishing, 2008, s. 45. ISBN 978-80-247-2481-2.

2.9.3 FINANČNÍ PLÁN

Bezprostřední základnou pro ocenění výnosovými metodami je finanční plán, který je součástí podnikového plánu. Podnikový plán by měl vycházet z dlouhodobé koncepce podniku, tj. z jeho vize a jasné strategie. Tento plán je tvořen soustavou vzájemně vyvážených plánů. Patří sem především:⁶²

- **Plány prodeje** v takovém členění, aby umožňovaly odhad budoucích výnosů.
- **Plány produkce** a navazující odhad budoucích nákladů.
- **Plány kapacit**, které navazují na plány produkce. Plány kapacit se promítají do:
 - plánů investic;
 - plánů pracovního kapitálu a jeho jednotlivých složek;
 - plánů údržby a obnovy;
 - plánů odpisů.
- **Plány pracovních sil** s dopadem do osobních nákladů.
- Plán budoucích provozních výnosů a nákladů umožňuje sestavit **plán provozního HV a z toho plynoucích daní a podílů na HV**.
- Plán provozního HV a složek pracovního kapitálu je podkladem pro **plán provozního peněžního toku**.
- Plán provozního peněžního toku a plán investic umožňuje sestavit **celkový peněžní tok**, z něhož plynou informace o případné nutnosti získat další finanční zdroje nebo o potřebě investovat přebytečné finanční prostředky.
- Závěrečným dokumentem je **plánová rozvaha** pro všechny roky zvoleného plánového horizontu.

Při tvorbě finančního plánu musíme nejdříve rozhodnout, v jak agregovaných položkách budeme jednotlivé výkazy sestavovat. Roční finanční plány se obvykle sestavují v obdobném členění jako oficiální účetní výkazy.

Konkrétní struktura plánovaného výkazu zisku a ztráty a rozvahy je záležitostí volby oceňovatele a jeho schopnosti podepřít výběr jednotlivých hodnot přesvědčivými argumenty.

Finanční plán by měl obsahovat i vyhodnocení pomocí nástrojů finanční analýzy. Finanční analýza slouží jako jedno z východisek pro posouzení rizika, zvláště provozního

⁶² MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku: 3. upravené a rozšířené vydání*. Praha: Ekopress, 2011, s. 149. ISBN 978-80-86929-67-5.

a finančního, které hraje podstatnou roli při stanovení diskontní míry v jednotlivých modelech využitelných pro propočet tržní hodnoty podniku.

Ve finančním plánování je třeba přihlídnout i k riziku. Ne všechna budoucí rizika lze promítnout pouze do diskontní míry. Obvykle se doporučuje kalkulovat část rizik (nesystematická rizika – nehrozí riziko ztráty hodnoty portfolia jako výsledek změn tržních cen, kurzů nebo úrokových měr) do finančního plánu (zejména do prognózy peněžních toků). Jednou z forem kalkulace rizika je rozvíjení možných komplexů vnějších podmínek a pravděpodobnějších reakcí firmy, kterou oceňujeme.

2.10 RIZIKO

Při oceňování podniku hraje jednu z podstatných rolí riziko, které je nedílnou součástí podnikání. Riziko představuje stupeň nejistoty spojený s očekávaným výnosem.⁶³ Čím vyšší je míra rizika, tím vyšší musí být očekávaná míra výnosu pro investora. Analýza rizika, jeho určení a měření, má klíčový vliv na výsledné správné ocenění podniku.

Riziko lze klasifikovat z různých hledisek:

- **Riziko úrokové** – vyjadřuje vliv změny úrokových sazeb na výnosové míry investičních instrumentů. Je třeba zdůraznit, že toto riziko působí inverzně, tj. při zvýšení úrokových sazeb klesá cena CP a naopak.
- **Riziko tržní** (systematické) – jedná se o riziko plynoucí z externích, podnikem neovlivnitelných podmínek, (změny tržních cen, tržních kurzů nebo tržních úrokových měr), tzn. vyplývá z celkového vývoje ekonomiky na makroekonomické rovině. Měří se koeficientem beta, který udává citlivost investice vůči trhu.
- **Riziko inflační** – inflace ovlivňuje reálnou výnosovou míru investičních instrumentů.
- **Riziko jedinečné, specifické** – je riziko spojené s fungováním podniku, obvykle se vyjadřuje jako součin rizika provozního a rizika finančního. **Provozní riziko** je spojeno s úrovní fixních nákladů, jedná se tedy o vztah (poměr) fixních a variabilních nákladů. **Finanční riziko** je spojeno s kapitálovou strukturou, tj. odráží míru zapojení cizích zdrojů ve financování podniku.

⁶³ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku: 2. přepracované a doplněné vydání*. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 104. ISBN 80-7179-529-1.

Každý investor by měl ve svém vlastním zájmu usilovat o maximální možnou eliminaci rizika, tj. hledat takové struktury investičních příležitostí, které by vyhovovaly jeho naturelu. Jednou z forem **obrany** investora **před rizikem** je vytváření **portfolia investic**. **Portfolio** lze definovat jako **kombinace aktiv pro investiční účely**. Hlavní zásadou při tvorbě portfolia je jeho diverzifikace, která snižuje riziko investora.

Investor může diverzifikací vyloučit jedinečné riziko, které vyplývá ze skutečností, že mnohá nebezpečí jsou příznačná pouze pro danou společnost, popř. pro její nejbližší konkurenty. Riziko, kterému se investor nemůže vyhnout jakoukoliv diverzifikací, se nazývá tržní, systematické riziko. Riziko pramení z faktu, že existují nebezpečí ovlivňující celou ekonomiku a ohrožují všechny podniky bez rozdílu.

3 CÍL PRÁCE A METODIKA

Tato diplomová práce se zaměřuje na problematiku oceňování podniku. Cílem diplomové práce je pomocí vybrané metody oceňování určit reálnou hodnotu podniku Farmtec, a.s.

Strategická analýza bude zaměřena jen na trh České republiky, a to z důvodů náročnosti získání veškerých informací o relevantních trzích. Finanční analýza a výsledné ocenění bude provedeno k datu 31. 12. 2010. Na základě zpracovaných finančních ukazatelů z výročních zpráv společnosti Farmtec bude v této diplomové práci stanovena hodnota podniku v souvislosti s metodikami a postupy uvedenými v teoretické části práce. Závěr diplomové práce bude věnován celkovému vyhodnocení a stanovení hodnoty podniku.

Diplomová práce se skládá ze dvou částí, z části teoretické, kterou představuje část Literární rešerše, a z části praktické, kterou představuje samostatná část Vlastní práce.

V části teoretické byly představeny základní metodické postupy vedoucí ke konečnému stanovení hodnoty podniku. Na základě odborných literárních a internetových zdrojů byly osvětleny některé důležité pojmy, jako např. hladiny hodnoty podniku, nebo důvody proč daný podnik vůbec oceňovat.

Mezi základní přístupy pro ocenění podniku podle odborných zdrojů uvedených v části Seznam literatury patří: tržní ocenění, subjektivní ocenění, objektivizovaná hodnota a Kolínská škola. Vzhledem k rozsahu této práce se bude praktická část věnovat především subjektivnímu přístupu oceňování podniku.

V teoretické části práce je charakterizován postup použití základních oceňovacích metod. Literární rešerše také popisuje sestavení strategické analýzy, finanční analýzy a uvádí vztahy pro výpočet jednotlivých finančních ukazatelů.

V praktické části diplomové práce se píše o objektu ocenění, resp. jeho charakteristice. Je zde vymezeno datum, ke kterému se ocenění vztahuje a účel ocenění. Další část praktické části se zaměřuje na zpracování a vyhodnocení strategické analýzy. Ke zpracování je použita metoda vnitřních a vnějších potenciálů podniku. V rámci analýzy vnějších potenciálů dojde

k vymezení relevantního trhu. Relevantní trh bude následně blíže charakterizován z hlediska jeho atraktivity a následně prognózy tržního vývoje. Pro stanovení velikosti relevantního trhu budou využity informace zejména z ČSÚ (Český statistický ústav). K analýze vnějšího potenciálu bude využita metoda PESTE. Dalším krokem v rámci strategické analýzy bude charakteristika vnitřního potenciálu podniku. Ta se bude věnovat zejména stanovením tržních podílů v jednotlivých, již uplynulých letech, identifikací možné konkurence na trhu, hodnocením konkurenční síly podniku pomocí srovnávacích metod úspěchu a neúspěchu a silných a slabých stránek. Poslední fáze strategické analýzy se bude zabývat prognózou budoucího vývoje tržeb a hodnocením perspektivnosti podniku.

Finanční analýza navazuje na strategickou analýzu. V rámci finanční analýzy se práce soustředí na určení základních, pro hodnocení finančního zdraví podniku nezbytných, finančních ukazatelů. Finanční analýza bude zpracována na formátu finanční analýzy technické a jako podklad pro její zpracování budou použity podrobné výroční zprávy oceňovaného podniku. V rámci finanční analýzy bude provedeno několik dílčích analýz, mezi něž patří horizontální a vertikální analýza, analýzy poměrových ukazatelů. V konečné fázi finanční analýzy bude proveden predikční model pomocí Altmanova koeficientu.

Poslední fáze praktické části diplomové práce se zaměřuje na stanovení výsledné hodnoty podniku pomocí výnosové metody oceňování. V první části diplomové práce – Literární rešerši – byly popsány různé druhy oceňovacích metod vhodné k použití na různé druhy podniků. Nejvíce zmiňovanou metodou byla metoda diskontovaného cash flow, která bude použita i v praktické části ke stanovení reálné hodnoty podniku.

Závěr práce objasňuje souhrn všech důležitých poznatků a dílčích cílů z jednotlivých částí práce.

4 VLASTNÍ PRÁCE

4.1 ÚČEL OCENĚNÍ

Ocenění je zpracováno na žádost managementu akciové společnosti FARMTEC za účelem zjištění její reálné bonity k datu 31. 12. 2010.

4.2 PŘEDPOKLADY A OMEZUJÍCÍ PODMÍNKY

Veškeré informace o ocenění byly převzaty od zástupců objednavatele. Oceňovatel, tedy společnost AZP CZ, s. r. o., neprováděl žádná další šetření směřující k ověření pravdivosti, správnosti a úplnosti podkladů předložených objednavatelem. Za přesnost údajů a informací, ze kterých oceňovatel při ocenění vycházel, nepřebírá odpovědnost a předpokládá jejich pravdivost a úplnost.

Výsledná hodnota uvedená v tomto ocenění je výsledkem odhadcových osobních, nezáujatých a profesionálních analýz, názorů a závěrů. Výsledná hodnota uvedená v tomto ocenění je použitelná pouze pro výše uvedený účel.

Společnost AZP CZ prohlašuje, že nemá žádné současné ani budoucí zájmy na majetku, který je předmětem ocenění, není majetkově ani personálně propojena s objednavatelem a neexistují žádné důvody, které by mohly zpochybnit nezávislost nebo objektivitu oceňovatele.

Ocenění je platné pouze k vyznačenému datu a pro výše uvedený účel vzhledem k možným odchýlkám v budoucím českém, světovém a politickém vývoji. Za skutečnosti nebo podmínky, které se vyskytnou po datu zpracování tohoto ocenění a změnu v tržním prostředí, nelze převzít odpovědnost.

4.3 VÝBĚR METODY POUŽITÉ PŘI OCEŇOVÁNÍ

Předmětem ocenění je firma FARMTEC, a. s. jako celek. Ocenění bude provedeno metodou diskontovaného cash flow, která je vzhledem k dostupným informacím přístupnější, než metoda čistých kapitálových výnosů. Metoda tržního porovnávání není v našich podmínkách v podstatě realizovatelná. Metody založené na stavových veličinách, (např. metoda hodnoty substance, metoda likvidačních hodnot) nehledě na jejich časovou náročnost, se nejví oceňovateli vhodná a vzhledem k budoucí strategii managementu opodstatněná.

4.4 POPIS PODNIKU

Posláním akciové společnosti FARMTEC, je poskytování komplexních služeb v oblasti investic do zemědělství - především v živočišné výrobě a v obnovitelných zdrojích energie. Dále pak koncepce a projektování investic, generální dodávky včetně financování, montáž, provozní poradenství a servis.

Veškeré jejich úsilí směřuje k tomu, aby byli svým zákazníkům silným a stabilním partnerem a pro své zaměstnance důvěryhodným a motivujícím zaměstnavatelem.

Znamená to, že potencionálním klientům jsou schopni poskytnout poradenské a projekční služby včetně informačního systému EIA (Environmental Impact Assessment)⁶⁴ a rozptylových studií, pomáhat se zajištěním financí, zpracovávat žádosti o dotace, poskytnou dotační management, zajistit dodávky technologií a jejich montáž, generální dodávky na klíč, záruční a pozáruční servis a dodávky krmiv.

4.4.1 ZDROJE POUŽITÝCH INFORMACÍ

Pro vypracování tržního ocenění podniku byly oceňovatelem opatřeny tyto podklady:

- výpis z obchodního rejstříku;
- stanovy akciové společnosti;
- auditované účetní závěrky za roky 2008 – 2010;
- výroční zprávy za roky 2008 – 2010;
- prognóza na roky 2011 – 2013 zpracovaná managementem.

4.4.2 ZÁKLADNÍ INFORMACE O PODNIKU

Obchodní jméno:	FARMTEC, a. s.
Sídlo:	Tisová, Jistebnice 326
Identifikační číslo:	63 90 85 22
DIČ:	CZ 63 90 85 22
Vznik společnosti:	13. Února 1996
Základní kapitál:	1 055 000,- Kč
Nominální hodnota akcie:	1000,- Kč
Počet vydaných akcií:	1005 ks
Právní forma podnikání:	akciová společnost (a. s.)

⁶⁴ EIA: *Environmental Impact Assessment* [online] 2011. Dostupné z: [http://www.cenia.cz/web/www/web-pub2.nsf/\\$pid/MZPMSFGRIBRY](http://www.cenia.cz/web/www/web-pub2.nsf/$pid/MZPMSFGRIBRY)

Předseda představenstva: Ing. Václav Škeřík
Telefon: +420 381 491 111
E-mail: farmtec@farmtec.cz

4.4.3 PŘEDMĚT ČINNOSTI PODLE ZÁPISU DO OBCHODNÍHO REJSTŘÍKU

1. obchodní činnost – nákup zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej;
2. projektová činnost;
3. poradenská činnost v zemědělství;
4. výroba strojů a zařízení pro určitá hospodářská odvětví;
5. opravy pracovních strojů;
6. provádění staveb a jejich změn a odstraňování;
7. zpracování rozptylových studií;
8. montáž, opravy a revize vyhrazených elektrických zařízení;
9. výroba rozvaděčů, baterií, kabelů, vodičů a televizních antén;
10. činnost účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence;
11. služby v oblasti administrativní správy a služby organizačně hospodářské povahy.

4.4.4 MAJETEK A ZÁVAZKY PODNIKU

Jak již bylo zmíněno v předchozí kapitole, hlavním oborem firmy je výroba strojů a zařízení zemědělského charakteru. Výroba je vhodně doplněna montáží a opravou pracovních strojů. Dále se společnost specializuje na poskytování komplexních služeb v oblasti investic a projektovou činnost.

Za sledované období celková aktiva společnosti vzrostla, z nich hlavně aktiva oběžná. Stálá aktiva společnosti Farmtec také vzrostla, díky investicím do samostatných movitých věcí o 12 394 tis.Kč, a to v roce 2010. Mírný růst vlastního kapitálu byl ovlivněn růstem cizích zdrojů, zejména růstem krátkodobých závazků.

Negativní vývoj některých výše uvedených ukazatelů byl ovlivněn hospodářskou recesí, která se projevila i ve strojírenském odvětví.

Tabulka 1: Základní ukazatele společnosti Farmtec, a. s.

Ukazatel (tis. Kč)	2010	2009	2008
Aktiva celkem	425 422	247 724	257 386
Vlastní kapitál	184 648	139 384	126 286
Cizí zdroje	236 440	100 636	130 831

Zdroj: vlastní vypracování na základě účetních výkazů společnosti

Majetkové uspořádání⁶⁵

Společnost vydala akcie v souladu se zákonem 513 Sb./1996. Tyto akcie jsou ve vlastnictví fyzických osob akcionářů. Společnost vlastní podíly v dalších jí založených společnostech.

Jedná se o tyto společnosti:

FARMTEC Slovakia s.r.o.	-	100 % vlastnictví	- Slovenská republika
FARMTEC Vostok IUPP	-	100 % vlastnictví	- Bělorusko
FARMTEC Servis o.o.o.	-	100 % vlastnictví	- Rusko
FARMTEC Polska	-	100 % vlastnictví	- Polsko
FARMTEC Praha s.r.o.	-	33 % vlastnictví	- Česká republika

4.4.5 HISTORIE PODNIKU⁶⁶

1996 - Založení akciové společnosti zápisem do Obchodního rejstříku v ČR
13. 2. 1996 s tímto předmětem činnosti:

- obchodní činnost - nákup zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej;
- výroba a opravy zemědělských strojů;
- projektová činnost ve výstavbě;
- provádění staveb včetně jejich změn, udržovacích prací na nich a jejich odstraňování;
- poradenská činnost v zemědělství.

⁶⁵ Výroční zpráva Farmtec, a.s. 2010.

⁶⁶ Výroční zpráva Farmtec, a.s. 2010, *Webové stránky společnosti Farmtec, a.s.* [online] 2011. Citováno průběžně. Dostupné z: <http://www.farmtec.cz/>

1997 - Dochází k postupné stabilizaci společnosti na trhu a budování vlastního zázemí pro výrobu a vytváření skladů a skladových rezerv. Budování prodejní sítě v ČR a rozhodnutí o vstupu na zahraniční trhy prostřednictvím dceřinných společností.

1998 - Založení podniku FARMTEC - SLOVAKIA s.r.o. se sídlem v Gajarech na Slovensku a firmy FARMTEC - VÝCHOD se sídlem ve městě Gomel v Bělorusku. Účast na mezinárodních zemědělských výstavách v ČR, Polsku a na Slovensku.

1999 - Získání certifikátu ISO 9000. Získání certifikátu prokazujícího shodu ve všech předmětech činnosti společnosti od DNV (Det Norske Veritas), nezávislá nadace za účelem ochrany života, majetku a životního prostředí⁶⁷, s působností v Evropě a dalších zemích světa.

Společnost začíná rozvíjet svojí činnost v zemích SNS, pokračuje zejména v Bělorusku a nově se snaží o získání trhů v Ruské federaci a na Ukrajině.

2000 - Nákup areálu určeného pro vývojové a logistické zázemí. Rozšíření činnosti společnosti do oblasti financování, uvedení nového finančního produktu společnosti - *FARMTEC leasing* ve spolupráci s OB Leasingem při financování vyráběných technologií. Rozvoj činnosti společnosti v Polsku. Spolupráce s CEI (Central Europe Initiative), jejím hlavním posláním je regionální spolupráce pro evropskou integraci⁶⁸, zaměřená na předávání informací pro podniky z Běloruska. Práce na strukturálních fondech EU, zejména na programu podpory zemědělství SAPARD.

2001 - Další rozšíření výrobního a vývojového zázemí společnosti. Zapojení do programů SOP – Mpo, podpora výroby. Rozhodnutí o zavedení informačního systému a datové propojení všech činností ve společnosti. Založení společnosti FARMTEC - selchoztech v Rusku. Recertifikace společnosti podle normy ISO. Rozšíření sortimentu výrobků o dojení pro ovce a kozy.

Rozvoj elektronických systémů a systému identifikace u jednotlivých výrobků. Pokračuje příprava na zahájení činnosti strukturálních fondů EU - SAPARD. Rozšíření spolupráce s CEI o vzdělávací program pro Ukrajinu.

⁶⁷ DNV: Det Norske Veritas [online] 2011. [cit. 2012-03-20]. Dostupné z: http://www.dnv.com/moreondnv/profile/about_us

⁶⁸ CEI: Central Europe Initiative [online] 2011. [cit. 2012-03-20]. Dostupné z: <http://www.ceinet.org/content/mission-and-objectives>

2002 - Posilování společnosti v sortimentu výroby, kvalitě výrobků. Úprava výrobního areálu tak, aby se zlepšilo využití výrobních a skladovacích prostor k zajištění požadavků vyplývajících z růstu výroby. Implementace Informačního systému na všech úsecích společnosti a jeho spuštění (mimo řízení výroby).

Rozvoj služeb souvisejících se strukturálními fondy EU v ČR, ale i na Slovensku. Pokračuje spolupráce s CEI ve vzdělávacích programech.

2003 - Rozšíření výrobního zázemí společnosti - dostavba výrobního areálu a vytvoření prostoru pro ekonomický úsek a úsek zahraničního obchodu. Zlepšení pracovních podmínek všech, kteří v tomto areálu pracují. Propojení celé společnosti Informačním systémem a zajištění přehlednosti o všech činnostech. Certifikace dle ISO 9001:2001. Realizace projektů připravených SAPARDem a další posílení týmu lidí zajišťujících financování z prostředků strukturálních fondů.

2004 - Velmi významným krokem je spuštění programu OP RVMZ (program na rozvoj venkova a multifunkčního zemědělství), kdy společnost napomáhá zemědělcům k získání dotace na investice do zemědělské prvovýroby z fondů EU. V tomto roce pokračuje další rozvoj firmy, realizuje se přístavba budovy ve výrobním areálu, do které je nyní soustředěno veškeré logistické zázemí, počínaje vlastní přípravou zakázky a expedicí konče a dále veškeré zázemí ekonomického oddělení a kompletní pracoviště zahraničních služeb.

2005 - Pokračuje práce na dotacích z investičního programu pro zemědělství - OP RVMZ, konkrétně na realizaci investičních akcí a tvorbě nových žádostí o dotace pro zemědělské podniky a podnikatele. Společnost zahajuje výstavbu školícího střediska ve výrobním areálu a sídlem společnosti v Jistebnici - Tisové.

Dochází ke změně v osobě generálního ředitele společnosti a předsedy představenstva. Současného předsedu pana Vladimíra Čítka, který v těchto funkcích působil od založení společnosti, vystřídal Ing. Václav Škeřík. Došlo k úpravě stanov a složení orgánů společnosti.

2006 - Společnost dokončuje výstavbu školícího střediska a nových administrativních prostor ve výrobním areálu a sídle společnosti v Jistebnici. Do sídla firmy na Tisové se přesouvá také oblastní ředitelství (OBŘ) Tábor, v polovině roku také spolupracující firma Agrosoft. Do skupiny produktů, které společnost svým partnerům nabízí, přibývá další produkt - zemědělské bioplynové stanice. Do ekonomiky společnosti se výrazně promítla

realizace významných zakázek v Ruské federaci. Dochází k posilování obchodních týmů na některých OBŘ. Pokračují přípravné práce pro nové programovací období 2007 - 2013.

2007 - Významnou událostí je spuštění programu EAFRD (nástroj na podporu rozvoje venkova), který bude zemědělcům k dispozici až do roku 2013. Společnost napomáhá zemědělským podnikům získat dotace z tohoto programu. Dochází k prvním realizacím bioplynových stanic, dokončeny jsou také velké investiční akce v Ruské federaci. Dochází k posilování obchodních a projekčních týmů v rámci celé firmy.

2008 - V průběhu tohoto roku byly uváděny do provozu některé bioplynové stanice, na jaře roku 2008 byla předána do užívání novostavba robotizované farmy pro chov dojníc ve Slatině nad Úpou. Sortiment výrobků byl rozšířen o nabídku kruhových dojíren. Taktéž se pracovalo na přípravě technologie pro ustájení nosnic. V rámci výstavy Techagro v Brně byl zahájen provoz e-shopu. Mimo to firma získala mezinárodní certifikát s názvem Investors in People, což je mezinárodní standard, který stanovuje postupy dobré praxe pro zvyšování výkonnosti organizací prostřednictvím jejich pracovníků.⁶⁹

Pro zaměstnance se uzavřelo penzijní připojištění a životní pojištění s příspěvkem zaměstnavatele. V průběhu tohoto roku se zvýšil počet zaměstnanců o dvacet. Byla dokončena přístavba výrobní haly. Taktéž byly zahájeny projekční práce na rekonstrukci domu pro nové sídlo OBŘ v Litomyšli.

2009 - Pokračuje rozvoj produktů zaměřených na bioenergie, zejména produktu bioplyn, v polovině roku startoval produkt fotovoltaické elektrárny. Došlo ke zprovoznění nového sídla v OBŘ Litomyšl. Společnost přispívá zaměstnancům na penzijní a životní pojištění dle daných pravidel.

Farmtec a. s., zahájila přípravu na implementaci nového informačního systému SAP. Významné ocenění společnost získala na sklonku roku, kdy byla zařazena mezi 100 nejlepších českých firem za rok 2009. Toto ocenění získala za kategorii ZEMĚDĚLSTVÍ A POTRAVINÁŘSTVÍ. Generální ředitel společnosti byl nominován a následně také získal prestižní ocenění Manažer roku 2009 za odvětví SLUŽBY PRO PODNIKATELE V ZEMĚDĚLSTVÍ.

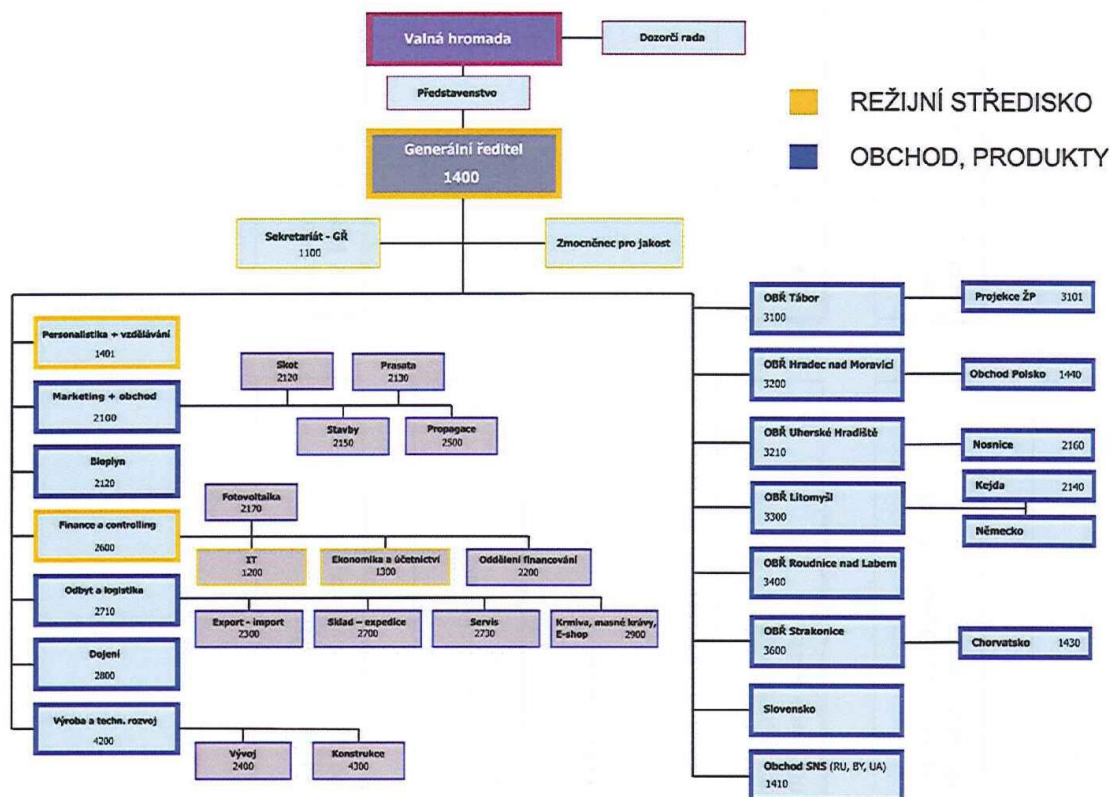
⁶⁹ IIP: Investors In People [online] 2009. [cit. 2012-03-20]. Dostupné z: <http://www.becon.cz/index.php/cs/sluzby/investors-in-people>

2010 – Pro společnost byl tento rok jedním z nejméně úspěšných. Podařilo se jim dosáhnout rekordních hodnot ve všech sledovaných ekonomických ukazatelích. Investovali do výrobního zařízení, pořídili CNC - vypalovací stroj osázený vláknovým laserem pro přesné dělení plochých materiálů. Díky tomu mají možnost sami vyrábět velmi přesné a technicky propracované části jednotlivých výrobků. Další investicí byla implementace informačního systému SAP, jehož činnost se dotýká všech středisek (výroby, logistiky, obchodu a distribuce, skladů, prodeje, fakturace, účetnictví atd.)

Pro firmu FARMTEC jsou zaměstnanci páteří společnosti, jejich dovednosti a zkušenosti mají na hospodářských výsledcích největší podíl. Firma každoročně investuje do jejich rozvoje, hojně využívá dotačních programů a snaží se podpořit všechna střediska. Zajímavou skutečností je, že v roce 2010 přijali 16 nových pracovníků.

4.4.5 ORGANIZAČNÍ STRUKTURA

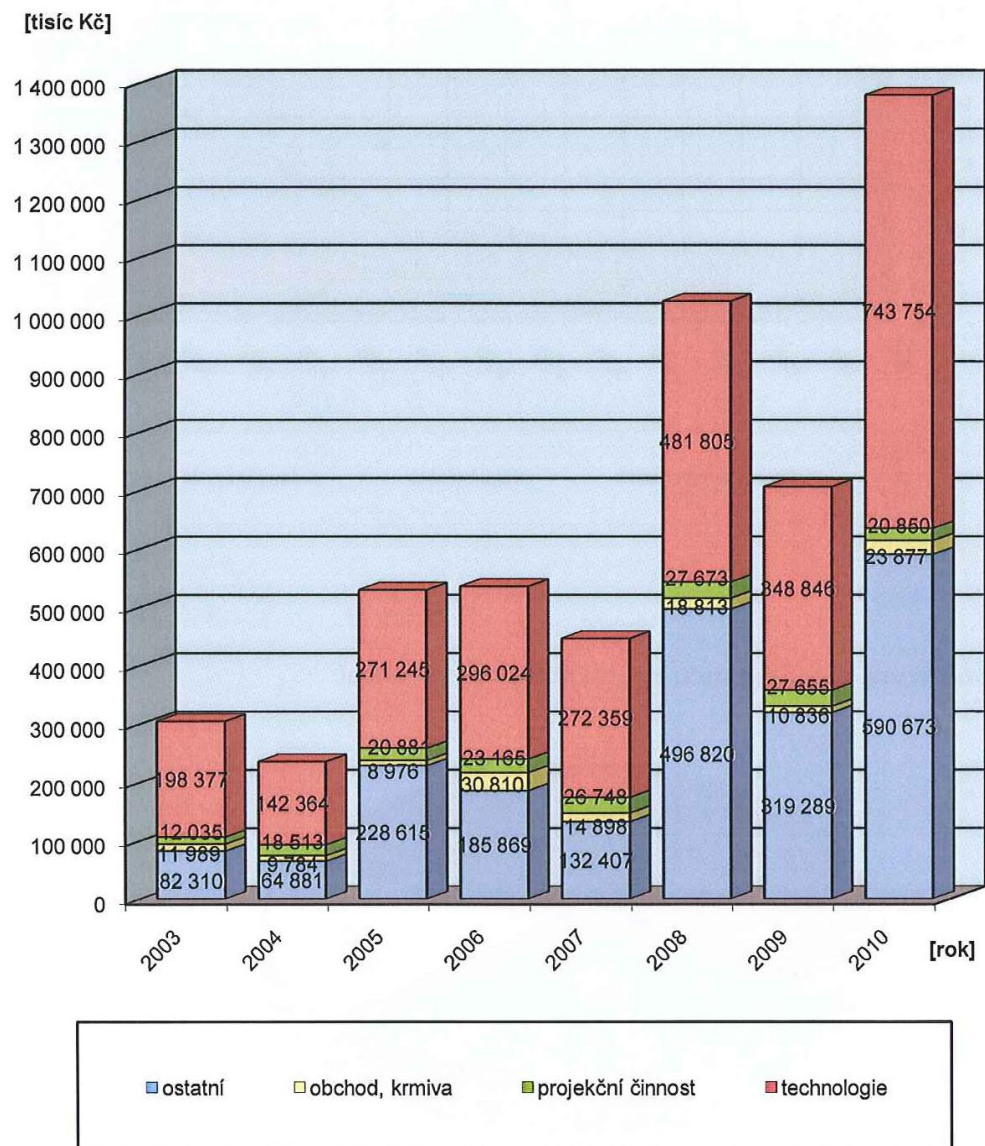
Schéma 13: Organizační struktura akciové společnosti Farmtec



Zdroj: Výroční zpráva Farmtec, a.s. za rok 2010

4.4.6 TRŽBY SPOLEČNOSTI FARMTEC

Schéma 14: Tržby společnosti Farmtec, a.s.



Zdroj: Výroční zpráva Farmtec a.s. za rok 2010

4.5 STRATEGICKÁ ANALÝZA

4.5.1 ANALÝZA VNĚJŠÍHO POTENCIÁLU

Vymezení vnějšího potenciálu znamená v podstatě analýzu vnějšího prostředí podniku. Z hlediska makroekonomického lze specifikovat určité konkrétní vlivy, které podnik, nacházející se v tomto prostředí, do jisté míry ovlivňují. Jedná se zejména o vlivy politické, ekonomické, sociální, technologické a ekologické. Analýza vnějšího potenciálu byla provedena pomocí metody PESTE.

Politické prostředí

Na začátku hodnocení politického prostředí je třeba zdůraznit, že Česká republika je od roku 2004 členem Evropského společenství, a proto do jisté míry podléhá vývoji evropského politického spektra.

Česká republika sice ještě nepřijala euro, avšak vstupem do Evropské unie a podpisem Maastrichtských kritérií v podstatě odsouhlasila v brzké budoucnosti jeho přijetí. Tímto krokem, tj. vstupem do eurozóny, by měly mnoha podnikům v České republice odpadnout problémy týkající se kurzového rizika, přeceňování aktiv, dále pak odpadnout transakční náklady spojené s různými typy účetních systémů. Vstup do eurozóny by měl být přínosem cenové transparentnosti a přínosem pro příliv nových investorů. Rizikem mohou být různá omezení ve formě legislativních nařízení, kvót přicházející z Evropské unie.

Riziko pro jednotlivé společnosti jak na českých, tak na evropských trzích představuje ekonomická krize.

Finanční prostředky a podpory přicházející od roku 2004 do zemědělského sektoru z EU a českých zdrojů učinily zemědělství perspektivnějším a umožnily zemědělským subjektům vymanit se z neúspěšných hospodářských výsledků v období transformace zemědělství. Z tohoto důvodu mohou zemědělské subjekty modernizovat svá zázemí, jak investicemi do budov a zemědělských objektů, tak do zemědělské techniky a zaměstnanců prostřednictvím využití finanční podpory z účelových programů zaměřených na investice, jako byl SAPARD (speciální předvstupní program pro rozvoj zemědělství a venkova), či současný PRV (program rozvoje venkova).

Ekonomické prostředí

Základním faktorem, který ovlivňuje bonitu podniku, je celkový stav ekonomiky, v rámci které oceňovaný podnik působí.

Základní charakteristikou makroekonomického rámce na další roky je zrychlování ekonomického růstu při stabilizaci nezaměstnanosti a mírné zrychlení cenového růstu. Tento vývoj by měl probíhat v prostředí odpovídající kombinace monetární, fiskální a ostatních hospodářských politik, které zajišťují dlouhodobé cíle rozvoje ekonomiky.

Ukazatele, které charakterizují makroprostředí, jsou zpracovávány MF ČR a srovnávány s názory institucí státní zprávy, ČNB, tuzemských bankovních ústavů, poboček zahraničních bank, investičních společností i výzkumných pracovišť.

Pro stanovení vlastní výkonnosti podniku se budeme zabývat vývojem HDP, úrokovými sazbami a směnnými kurzy.

Světové hospodářství postihla v roce 2009 v důsledku dopadu finanční krize rozsáhlá recese. I přesto, že byla přijata opatření a byly vynaloženy prostředky na sanaci jednotlivých ekonomik se postupné oživení promítlo až v roce 2010. Česká ekonomika v roce 2009 výrazně zpomalila.

Očekává se, že reálný HDP se v roce 2011 zvýší o 1,7 %, rok 2012 bude konstantní s rokem 2011, tj. Tempo předpokládaného růstu bude 0,0 % a v roce 2013 se zvýší o 1,9 %.⁷⁰

Tabulka 2: Vývoj a predikce HDP

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
HDP v mild. Kč	3 848,4	3 739,2	3 775,2	3 839,4	3 839,4	3 912,3

Zdroj: Analýza ČNB, vlastní vypracování

Razantní pokles úrokových sazeb na kapitálovém trhu v roce 2009 se zpomalil. V lednu 2010 začaly úrokové sazby postupně stoupat a tento trend se přenesl i do roku 2011.

Vzhledem k exportu firmy Farmtec bude ocenění podniku ovlivňovat i vývoj směnných kurzů, a to zvláště eura a dolaru a vývoj světové ekonomiky.

V nadcházejícím období kurs koruny vůči euru bude víceméně stabilní s mírnou tendencí k nominálnímu oslabování. Vývoj dolaru bude závislý na vývoji eura.

Ukazatele, které charakterizují makroprostředí, jsou dobře kvantifikovatelné a mají přímou vazbu na vlastní výkonnost podniku.

Tabulka 3: Makroekonomické ukazatele vývoje domácí ekonomiky

Makroekonomický ukazatel		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Reálný růst HDP	<i>%, r/r, reálně</i>	4,7	6,8	7,0	5,7	3,1	-4,7	2,7
Míra registrované nezaměstnanosti	<i>%, průměr</i>	9,19	8,96	8,13	6,62	5,44	7,98	9,01
Inflace	<i>růst v %</i>	2,8	1,9	2,5	2,8	6,3	1,0	1,5
Sazba daně z příjmu PO	<i>%</i>	28	26	24	24	21	20	19
Úrokové sazby státních dluhopisů	<i>%, p.a.</i>	3,99	3,60	3,76	4,73	4,07	3,54	3,81
CZK/EUR	<i>Průměr</i>	31,90	29,78	28,34	27,76	24,94	26,45	25,29
CZK/USD	<i>Průměr</i>	25,70	23,95	22,61	20,31	17,03	19,06	19,11

Zdroj: ČSÚ, vlastní vypracování

⁷⁰ ČNB [online] 2011. [cit. 2012-03-20]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/index.html#HDP

Sociální prostředí

V této části analýzy vnějšího prostředí můžeme zdůraznit, že podnik Farmtec si plně uvědomuje, jak je v dnešní době nutné investovat do lidského kapitálu a kvalifikovaných odborníků. Využívá proto možností a pravidelně připravuje projekty, jejichž cílem je zvýšit kvalifikaci zaměstnanců, jejich odbornost a tím i spokojenost zákazníků.

V současné době společnost realizuje dva projekty zaměřené na rozvoj a vzdělávání, které jsou financovány ze strany Evropského sociálního fondu prostřednictvím operačního programu Lidské zdroje a zaměstnanost a státního rozpočtu ČR.

Technologické prostředí

V současném globalizovaném světě se pro firmy staly moderní technologie významným prvkem, který ovlivňuje jejich konkurenceschopnost a prosperitu.

Strategickým cílem v oblasti technologií je neustálá modernizace a politika zaměřená na inovace. K naplnění těchto cílů vede v dnešním technologickém světě zejména modernizace produktů, zdokonalování výrobních procesů a snaha snížit náklady na výrobu. Úspěšné podniky analyzují trhy, rozšiřují portfolia v neobsazených tržních segmentech. Výrobní strategie vyspělých výrobních závodů předpokládá výrobu s minimálními dopady na životní prostředí.

Společnost Farmtec investuje do zařízení produkující energii z přírodních obnovitelných zdrojů. Zemědělství se tak stává producentem elektrické energie, což je komodita, o kterou zdá se bude stále zájem. Investice tohoto typu (výstavba bioplynové stanice nebo jiné OZE) korespondují s potřebou rozložení podnikatelských rizik v zemědělství.

Ekologické prostředí

Stát zodpovídá za dodržování ekologických norem a životního prostředí na území ČR prostřednictvím státní politiky životního prostředí. Jedná se zejména o činnosti, které vedou ke zlepšení kvality životního prostředí, ale také k prosazování principů udržitelného rozvoje. Tyto principy udržitelného rozvoje představují zejména splňování striktních ekologických předpisů a neporušování stanovených hodnot emisí v rámci firem. V oblasti životního prostředí je kladen důraz na omezení negativních dopadů výrobních a jiných činností jednotlivých podniků na životní prostředí.

4.5.1.1 VYMEZENÍ RELEVANTNÍHO TRHU

Volba relevantního trhu by měla být taková, aby umožnila získat základní data o tomto trhu a posoudit jeho atraktivitu tak, aby bylo možné následně zpracovat prognózu.

Pro ocenění podniku Farmtec a. s. posoudíme významné odvětví českého zpracovatelského průmyslu, a to výrobu strojů a zařízení CZ-NACE 28. Toto odvětví zahrnuje velmi širokou paletu zařízení, které mechanicky nebo tepelně působí na materiály nebo na materiálech provádějí výrobní procesy, včetně výroby jejich mechanických komponentů, které produkují. Patří sem také speciálně vyrobené díly na tyto stroje a zařízení. Vývoj, výroba a prodej těchto zařízení je indikátorem stavu a dalšího vývoje českého hospodářství.

Ministerstvo průmyslu a obchodu pravidelně připravuje odvětvově strukturovanou analýzu s názvem PANORAMA ZPRACOVATELSKÉHO PRŮMYSLU ČR 2010⁷¹, z které jsem průběžně čerpala informace pro mou diplomovou práci.

Odvětví výroby strojů a zařízení se dělí na následujících pět oborů:

- 28.1 výroba strojů a zařízení pro všeobecné účely;
- 28.2 výroba ostatních strojů a zařízení pro všeobecné účely;
- 28.3 výroba zemědělských a lesnických strojů;
- 28.4 výroba kovoobráběcích a ostatních obráběcích strojů;
- 28.9 výroba ostatních strojů pro speciální účely.

Společnost Farmtec spadá zejména do oboru 28.3 Výroba zemědělských a lesnických strojů.

Odvětví CZ-NACE 28 Výroba strojů a zařízení zaujímá v rámci zpracovatelského průmyslu (dále ZP), jenž zahrnuje celkem 22 odvětví, významnou pozici. Toto odvětví se v roce 2010 podílelo více než 8 % na tržbách za vlastní výrobky a služby ZP.

⁷¹ Ministerstvo průmyslu a obchodu [online] 2011. [cit. 2012-03-20]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/prumysl-a-stavebnictvi/prumyslova-odvetvi/>

Cenový vývoj

Tabulka 4: Index cen průmyslových výrobců v letech 2008, 2009, 2010

Název	Kód CZ-CPA	Průměr od počátku roku		
		2008	2009	2010
Stroje a zařízení všestranně použitelné	28.1	100,4	100,8	97,6
Ostatní všestranně použitelné stroje	28.2	104,2	102,4	98,4
Zemědělské a lesnické stroje	28.3	100,1	102,4	99,9
Kovoobráběcí a ostatní obráběcí stroje	28.4	101	100,4	100
Ostatní stroje pro speciální účely	28.9	102,8	101,6	98,3
Stroje a zařízení j. n.	28	102,5	101,7	98,5

Zdroj: ČSÚ, vlastní vypracování

Z tabulky je patrné, že dochází ke stagnaci cen. Celé dvětví vykázalo pouze nepatrné snížení indexu cen. Na vývoji cen se projevily vlivy hospodářské krize, která probíhala v letech 2008, 2009.

Základní produkční charakteristiky

V roce 2009 došlo k relativně velmi malému navýšení počtu podniků v odvětví o cca 0,1 %. Námi sledovaný obor tohoto odvětví (CZ-NACE 28.3) vykázal v roce 2009 nárůst počtu podniků o pět, což činí proti roku 2008 nárůst o +0,2 % , viz tab.č. 5. V roce 2010 je vidět dopad krize téměř na všechny obory odvětví CZ-NACE 28.

Pokles počtu zaměstnaných osob jako důsledek recese je od roku 2008 patrný jak u oddílu CZ-NACE 28, tak u celého zpracovatelského průmyslu, viz tabulka č. 6.

V tabulce č. 7 lze sledovat vývoj tržeb za vlastní výrobky a služby za odvětví CZ-NACE 28 v běžných cenách v letech 2005 až do 2010. Vzestupný trend se dařil udržet do roku 2007. V roce 2008 se začal projevovat vliv hospodářské krize. Dramatický pokles je zaznamenán již u všech oborů v průběhu roku 2009. Rok 2010 představuje mírný růst, a to 14 %.

Tabulka 5: Počet podniků v rámci CZ-NACE 28 v letech 2005 – 2010

Název / rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010
CZ-NACE 28.1	475	483	493	492	511	514
CZ-NACE 28.2	3655	3633	3642	3685	3694	3639
CZ-NACE 28.3	412	402	411	413	418	408
CZ-NACE 28.4	356	343	341	362	355	321
CZ-NACE 28.9	1334	1325	1316	1315	1301	1248
CZ-NACE 28	6232	6186	6203	6267	6279	6130

Zdroj: ČSÚ, vlastní vypracování

Tabulka 6: Počet zaměstnaných osob v letech 2005 – 2010

(osob)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
CZ-NACE 28.1	26 767	28 487	30 084	29 863	25 994	23 944
CZ-NACE 28.2	38 840	41 453	43 294	43 774	39 035	39 033
CZ-NACE 28.3	7 288	7 365	7 504	7 782	6 554	5 792
CZ-NACE 28.4	14 234	14 389	14 633	15 002	12 138	10 722
CZ-NACE 28.9	36 418	36 486	38 683	38 526	29 522	25 352
CZ-NACE 28	123 547	128 180	134 198	134 947	113 243	104 843
meziroční index	x	103,7	104,7	100,6	83,9	92,6

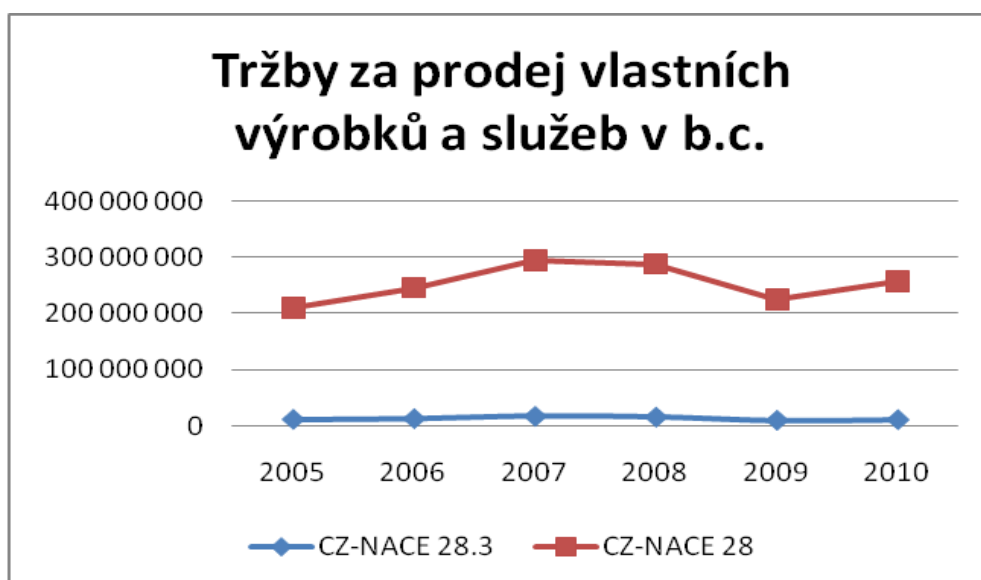
Zdroj: ČSÚ, vlastní vypracování

Tabulka 7: Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb v b.c. v letech 2005 – 2010

(tis. Kč)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
CZ-NACE 28.1	47 549 050	55 560 425	67 584 659	69 294 892	57 943 533	63 006 051
CZ-NACE 28.2	74 282 629	90 372 808	107 240 180	101 720 699	86 657 514	113 284 500
CZ-NACE 28.3	12 114 183	13 397 370	17 602 369	16 200 565	10 510 883	11 647 074
CZ-NACE 28.4	18 841 298	22 385 659	26 162 304	28 644 265	18 942 015	18 757 009
CZ-NACE 28.9	56 821 333	64 273 025	76 551 241	72 810 090	50 890 646	50 737 028
CZ-NACE 28	209 608 493	245 989 287	295 140 753	288 670 511	224 944 592	257 431 000
meziroční index	x	117,4	120	97,8	77,9	114,4

Zdroj: ČSÚ, vlastní vypracování

Vývoj tržeb v období let 2005 až 2010 v odvětví CZ-NACE 28.3 poměrně přesně kopíruje průběh těchto parametrů celého ZP, což je názorně vyjádřeno grafem č.1.

Graf 1: Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb v b.c. v letech 2005 - 2010

Zdroj: ČSÚ, vlastní vypracování

Výkonová spotřeba

Tabulka 8: Výkonová spotřeba v b.c. letech 2005 – 2010

(tis. Kč)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
CZ-NACE 28.1	38 553 189	48 863 903	56 084 363	54 569 884	40 853 453	43 914 113
CZ-NACE 28.2	55 475 224	67 002 163	80 866 448	75 262 499	60 463 851	77 543 139
CZ-NACE 28.3	9 526 397	10 361 049	14 224 314	13 244 282	7 938 360	8 869 576
CZ-NACE 28.4	14 191 454	16 044 623	18 958 527	21 343 010	12 770 770	12 703 732
CZ-NACE 28.9	42 219 071	46 365 503	59 079 391	56 767 439	35 443 723	37 614 196
CZ-NACE 28	159 965 335	188 637 241	229 213 043	221 187 114	157 470 156	180 644 000
meziroční index	x	117,9	121,5	96,5	71,2	114,7

Zdroj: ČSÚ, vlastní vypracování

Shrnutí a perspektivy odvětví

Na základě trendů, které jednotlivé obory tohoto odvětví vykazují a z celkového vývoje dodávek pro investiční akce, jejímiž dodavateli jsou právě v převážné míře obory CZ-NACE 28, lze konstatovat, že všeobecné strojírenství - jak bývá toto odvětví nazýváno - se konsoliduje a vykazuje růstovou dynamiku. Po létech poklesu významnosti tohoto odvětví lze pozorovat trend příznivého vývoje realizace produkce, jak v jednotlivých oborech, tak i směrech odbytu. Příznivým jevem je znovuzískávání tradičních vývozních teritorií, což svědčí o přínosu proexportní politiky pro tuzemské exportéry. Zároveň však jsou léta 2008 a 2009 roky, kdy evropské státy zasáhla globální hospodářská krize, která velmi tvrdě prověřuje životaschopnost a konkurenceschopnost všech podnikatelských subjektů, podniky CZ-NACE 28 nevyjímaje.

4.5.1.2 ANALÝZA ATRAKTIVITY TRHU

Dalším krokem je kvalitativní hodnocení daného trhu. Jednu možnost představuje analýza atraktivity trhu.

Výsledkem níže uvedené tabulky, dle jednotlivě zvolených kritérií a jejich ohodnocení z hlediska negativního či pozitivního působení těchto faktorů na atraktivitu trhu bylo zjištěno, že trh je průměrně atraktivní.

Mezi faktory, které snižují atraktivnost trhu, patří zejména: faktor intenzity konkurence, bariéry vstupu a možnosti substituce. Faktor intenzity konkurence představuje negativní hodnocení zejména proto, že relevantní trh je konkurencí téměř nasycen a lze ho označit za trh vysoce konkurenční. Bariéry vstupu do odvětví v závislosti na silně konkurenčním trhu jsou velmi vysoké. Nové firmy vstupující na trh se musejí vyrovnat technologickému a vývojovému standardu trhu, aby dokázaly na trhu uspět. Vstup na trh

proto předpokládá významné finanční prostředky a potřebu nemalých investic. Možnosti substituce, které byly negativně ohodnoceny, na trhu prakticky nejsou.

Tabulka 9: Analýza atraktivity trhu v odvětví výroby strojů a zařízení pro zemědělství

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váha × Body
		Negativní		Průměr			Pozitivní			
		0	1	2	3	4	5	6		
Růst trhu	3				x				3	9
Velikost trhu	2					x			4	8
Intenzita konkurence	3		x						1	3
Průměrná rentabilita	2						x		5	10
Bariéry vstupu	1			x					2	2
Možnosti substituce	1		x						1	1
Citlivost na konjunkturu	1					x			4	4
Struktura zákazníků	2				x				3	6
Vlivy prostředí	1						x		5	5
Celkem	16								28	48

Maximální počet bodů:	96
Dosažený počet bodů:	48
Hodnocení:	50%

Zdroj: M. Mařík: Metody oceňování podniku, str.66, vlastní vypracování

4.5.1.3 PROGNOZA VÝVOJE TRHU

Analýza prognózy vývoje trhu je dalším krokem navazujícím na analýzu atraktivity trhu. Při sestavení prognózy trhu budeme vycházet z predikce ukazatele HDP v b.c. a z tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb.

Po plynulém růstu v pokrízovém roce 2010 česká ekonomika ve 2. čtvrtletí 2011 zpomalila svůj růst, a to jak v meziročním, tak mezikvartálním srovnání. Příčiny byly vnější i vnitřní – jednak počínající globální zpomalení růstu, které se projevilo v nižším tempu zahraniční poptávky po českém zboží, jež zejména v 1. čtvrtletí podmiňovala rozhodující měrou ekonomický růst ČR a díky níž se klíčovým motorem růstu HDP stal čistý export. Jako vnitřní příčina oslabující růst ekonomiky působil prohloubený pokles spotřeby domácností a v důsledku rozpočtových restrikcí další pokles spotřeby vládního sektoru. Všechny zmíněné faktory působily v komplexu a vedly ke snížení tempa růstu HDP oproti 1. čtvrtletí 2011

i ve srovnání se stejným obdobím roku 2010. HDP stoupl ve 2. čtvrtletí meziročně o 2,2 % oproti 2,8 % z 1. čtvrtletí. Mezikvartálně se zvýšil o 0,1 % po přírůstku 0,9 % v 1. čtvrtletí. Došlo tak k přerušení trendu zrychlujícího růstu, který začal v roce 2010. Za pololetí stoupl HDP meziročně o 2,5 %. V letech 2012 i 2013 se předpokládá růst a to přibližně o 2%.

Průmyslová produkce se vyvíjí obdobně jako HDP, tj. po roce 2008 a 2009 nastal mírný růst, který se předpokládá i v následujících letech.

4.5.2 ANALÝZA VNITŘNÍHO PROSTŘEDÍ

Další významnou částí strategické analýzy podniku je analýza jeho konkurenční síly. Cílem této analýzy je především odhadnout vývoj tržního podílu oceňovaného podniku do budoucnosti.

4.5.2.1 ANALÝZA KONKURENCE

V oblasti prodeje krmící techniky panuje na českém trhu značná konkurence. Systémy mokrého krmení nabízí dealeri zahraničních firem jako Schauer, Big Dutchman, Bauer atd. V oblasti kašových automatů firmy Funki, Egebjerg, Echberg.

V oblasti techniky a potřeb pro živočišnou výrobu jsou konkurenty firmy Farmtec a.s. na českém trhu společnosti Agrico, s.r.o., Agromont Vimperk, s.r.o., Agrosoft Tábor, s.r.o. nebo např. V. Racek-zemědělské technologie, s.r.o.

Společnost FARMTEC a.s. je však na "boj" s konkurencí dobře připravena. Farmtec je významným výrobcem, velkoobchodem a zároveň distributorem chovatelských potřeb pro zvířata. Jejím cílem je poskytování komplexních služeb při investicích v živočišné výrobě. Znamená to, že firma je schopna poskytovat poradenské a projekční služby, dodávat moderní technologie a zajišťovat jejich montáž, včetně dodávky krmiv. Díky týmu odborníků a specialistů, kteří zde působí, je společnost připravena poskytnout nejen dodání potřebného materiálu, ale navíc poradit s managementem chovu a spolu s ekonomy a projektanty navrhnout optimální řešení pro klienty. Výrobky a služby společnosti se neustále vyvíjí dle požadavků zákazníků, vlastních inovačních postupů, moderních trendů a v neposlední řadě s ohledem na správné zacházení se zvířaty.

Po celou dobu působení v odvětví hledá Farmtec cesty jak zemědělství posunout dopředu, a tak i v současné době připravují další možnosti a způsoby, jak ještě více využít kapacity a produkční potenciál zemědělských podniků. Jak zefektivnit jejich výrobu a jak

rozumnými a smysluplnými investicemi tuto výrobu zachovat i do budoucna, třeba s využitím OZE (obnovitelné zdroje energie).

4.5.2.2 SOUHRNNÁ KONKURENČNÍ SÍLA PODNIKU

Metoda pro sestavení analýzy konkurenční síly by měla být založená na určení hlavních přímých a nepřímých faktorů, které ovlivňují tržní rozdělení na jednotlivé tržní podíly. Kritéria a jejich váhy pro určení konkurenční síly podniku uvádí tabulka č.10.

Jestliže zvolíme vyhodnocení konkurenční síly ve formě procenta jako splnění určitého ideálního stavu, pak je třeba učinit poměr skutečně získaných bodů z tabulky k jejich maximálnímu počtu. Pokud se výsledná hodnota bude nacházet v intervalu mezi 40 – 60 %, lze předpokládat, že firma udrží svůj podíl na trhu. Bude-li hodnocení nižší než 40 % nebo naopak vyšší jak 60 %, bude tržní pozici ztrácet, respektive navyšovat.

Souhrnná konkurenční síla společnosti Farmtec je na úrovni 73,89 %. Výsledek můžeme okomentovat jako nadprůměrný. Jako konkurenční výhodu lze spatřovat dlouhodobou tradici na českém trhu a postavení díky image firmy. Další konkurenční výhodou je kvalita managementu, který je velmi schopný a dokáže volit a realizovat strategie, pomocí kterých se mu daří udržet si postavení na českém trhu.

Tabulka 10: Profil konkurenční síly oceňovaného průmyslového podniku

	Kritérium	Váha	Souhrnná konkurenční síla								Body	Váha x body
			Konkurence má převahu		Průměr			Podnik má převahu				
			0	1	2	3	4	5	6			
Přímé faktory	1	Kvalita výrobků	3					X				12
	2	Technická úroveň výrobků	3				X					9
	3	Cenová úroveň	3			X						6
	4	Intenzita reklamy	1						X			5
	5	Šíře sortimentu	2					X				8
	6	Dostupnost	1							X		6
	7	Výhody distribuce	2						X			10
	8	Image firmy	3							X		18
	9	Servis a služby	3							X		18
Nepřímé faktory	10	Kvalita managementu	3						X			15
	11	Výkonný personál	2						X			10
	12	Majetek a investice	2						X			10
	13	Finanční situace	2				X					6
	Celkem	30									133	

Zdroj: M. Mařík: *Metody oceňování podniku*, str. 89, vlastní vypracování

Maximální počet bodů:	180
Dosažený počet bodů:	133
Hodnocení:	73,89%

4.5.2.3 ANALÝZA TRŽNÍHO PODÍLU

Při sestavování tržního podílu je třeba sestavit postupnou vývojovou řadu jednotlivých tržních podílů v posledních letech. V každém roce se staví tržní podíl jako poměr tržeb k odhadnuté velikosti relevantního trhu. Následující tabulka a graf znázorňují analýzu tržního podílu, tj. stanovují dosavadní vývoj tržních podílů oceňovaného podniku a predikuje možný budoucí vývoj. Predikce tržního podílu firmy Farmtec byla odvozena na základě souhrnného hodnocení konkurenční síly, tabulka č. 11. Na základě jejího vyhodnocení předpokládáme, že

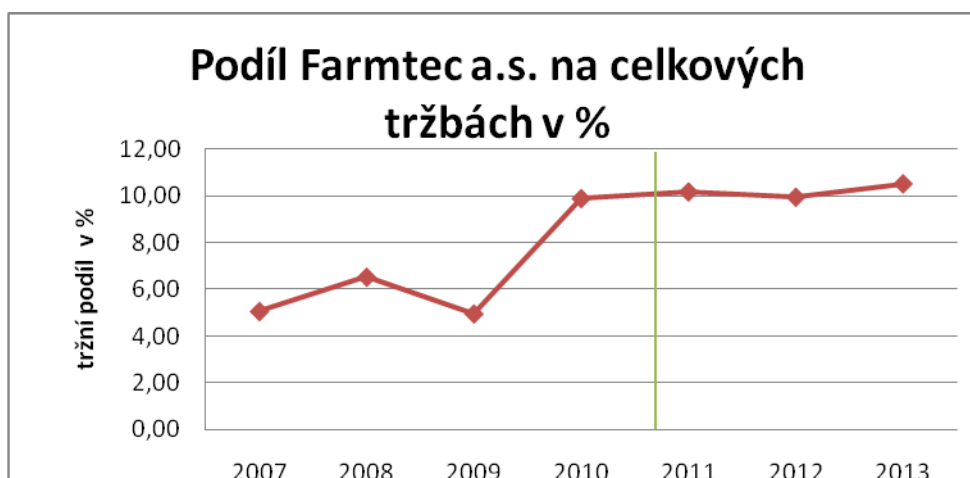
tržní podíl firmy Farmtec během dalších 3 let bude kopírovat tempo růstu trhu, tj. mírně poroste.

Tabulka 11: Analýza tržního podílu společnosti Farmtec, a.s.

Rok	Relevantní trh (mil. Kč.)	Tempo růstu trhu v %	Podíl Farmtec a.s. na celkových tržbách v %	Tržby Farmtec a.s. (mil. Kč)	Tempo růstu tržeb v %	Průměrné tempo růstu tržeb
2007	295141,00	19,98	5,05	14899,00	-51,64	13,14%
2008	288671,00	-2,19	6,52	18813,00	26,27	
2009	219229,00	-24,06	4,94	10836,00	-42,40	
2010	241590,36	10,20	9,88	23877,00	120,35	6,00%
2011	258260,09	6,90	10,17	26264,70	10,00	
2012	253611,41	-1,80	9,94	25214,11	-4,00	
2013	268574,48	5,90	10,51	28239,80	12,00	

Zdroj: ČSÚ, Patria online, vlastní vypracování

Graf 2: Vývoj tržního podílu v jednotlivých letech



Zdroj: ČSÚ, Patria online vlastní vypracování

4.5.2.4 HODNOCENÍ PERSPEKTIVNOSTI PODNIKU

Na základě výsledků získaných z analýzy atraktivity trhu a analýzy konkurenční síly podniku lze pomocí matice perspektivnosti podniku ohodnotit perspektivnost podniku Farmtec. Atraktivita trhu vycházející z tabulky č. 9 činí 50 % a konkurenční síla podniku, kterou určuje tabulka č. 10, činí 73,8 9%. Podnik se tedy nachází v sektoru č. 2 dle níže uvedené matice, tj. představuje podnik s dobrou perspektivou.

Schéma 15: Matice posouzení perspektivnosti podniku Farmtec, a.s.

Konkurenční síla ↑	100%	3.	2.	1.	
		Velká	Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	Podniky s dobrou perspektivou	Podniky s jednoznačnou perspektivou
		50%	Střední	Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	Podniky s přijatelnou perspektivou
	0%	Malá	Podniky téměř bez perspektivy	Podniky s malou perspektivou	Podniky s omezenou perspektivou
	Nízká	Střední	Vysoká		
	0%	50%	100%		
	Atraktivita trhu →				

Zdroj: M. Mařík: *Metody oceňování podniku*, str. 93, vlastní vypracování

4.5.2.5 PROGNOZA VÝVOJE TRŽEB

Následující tabulka znázorňuje vlastní prognózu vývoje tržeb společnosti Farmtec. Tempo růstu tržeb podniku pro budoucí roky je odvozeno z prognózy růstu trhu a změn tržního podílu podniku. Na základě vnitřního a vnějšího potenciálu je možné předpovědět, že i v budoucnu tržní podíl oceňovaného podniku poroste, ale pomalejším tempem.

Tabulka 12: Prognóza vývoje růstu tržeb

Rok	Relevantní trh (mil. Kč.)	Tempo růstu trhu v %	Podíl Farmtec a.s. na celkových tržbách v %	Tržby Farmtec a.s. (mil. Kč)	Tempo růstu tržeb v %	Průměrné tempo růstu tržeb
2011	258260,09	6,90	10,17	26264,70	10,00	6,00%
2012	253611,41	-1,80	9,94	25214,11	-4,00	
2013	268574,48	5,90	10,51	28239,80	12,00	

Zdroj: Patria online, vlastní vypracování

4.5.3. ANALÝZA SWOT

Analýza SWOT zajišťuje na základě strategické analýzy klíčové silné (Strengths) a slabé stránky (Weaknesses), příležitosti (Opportunities) a hrozby (Threats). Strategická analýza nabízí nepřehledné množství dat různého významu a spolehlivosti. Analýza SWOT tato data zpracovává a zdůrazňuje klíčové položky.⁷²

Schéma 16: Analýza SWOT

SWOT-analýza		Interní analýza	
		Silné stránky <ul style="list-style-type: none"> - Tradice v oboru - Finanční stabilita - Technický rozvoj - Moderní technologie - Certifikace - Kvalita výrobků - Odbornost managementu a zaměstnanců - Investiční činnost 	Slabé stránky <ul style="list-style-type: none"> - Nutnost vysokých investic pro udržení špičkové kvality - Relativně vysoká zadluženost
Externí	Příležitosti <ul style="list-style-type: none"> - Možnost získání zakázek v zahraničí - Možnost exportu - Možnost získávat kvalifikovanou pracovní sílu - Orientace na inovace 	<i>S-O-Strategie:</i>	<i>W-O-Strategie:</i>
	Hrozby <ul style="list-style-type: none"> - Platební morálka odběratelů - Vývoj právního prostředí - Zahraniční konkurence - Vývoj cen materiálů 	<i>S-T-Strategie:</i>	<i>W-T-Strategie:</i>

Zdroj: vlastní vypracování

Na základě analýzy SWOT můžeme vidět, že firma inklinuje k *S-O-Strategii*. To znamená k *ofenzivnímu podnikatelskému přístupu* z pozice síly. Má snahu využít všechny příležitosti a silné stránky. Je tu vidět snaha o vedoucí či útočnou pozici.

⁷² KOTLER, P. *Moderní marketing*. Praha: Grada Publishing, 2007, s. 97. ISBN 978-80-247-1545-2.

4.6 FINANČNÍ ANALÝZA

4.6.1 HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA

4.6.1.1 ANALÝZA AKTIV

Tabulka 13: Horizontální analýza aktiv 2010 – 2006 (v tis. Kč)

AKTIVA	2010/2009		2009/2008		2008/2007		2007/2006	
	%	v tis. Kč.	%	v tis. Kč.	%	v tis. Kč.	%	v tis. Kč.
aktiva celkem	71,73	177 698	-3,75	- 9 662	52,13	88 196	6,77	10 730
dl. majetek	47,80	24 079	13,18	5 864	19,13	7 148	9,86	3 354
DNM	524,54	12 589	315,94	1 823	-23,58	- 178	-3,82	- 30
DHM	27,35	11 554	10,42	3 986	19,57	6 263	10,12	2 942
DFM	-1,12	- 64	0,97	55	23,10	1 063	10,63	442
obežná aktiva	76,91	151350	-7,36	- 15 643	61,34	80 770	5,95	7 393
Zásoby	63,07	28 561	9,71	4 008	24,66	8 165	-16,54	- 6 562
dl.pohledávky	-100,00	- 174	0,00	174	0,00	-	0,00	-
kr.pohledávky	160,56	139 747	-30,97	- 39 045	95,95	61 740	-5,59	- 3 807
finanční majetek	-26,10	-16 784	42,63	19 220	31,75	10 865	107,95	17 762
ostatní aktiva	408,83	2 269	26,71	117	173,75	278	-9,60	- 17

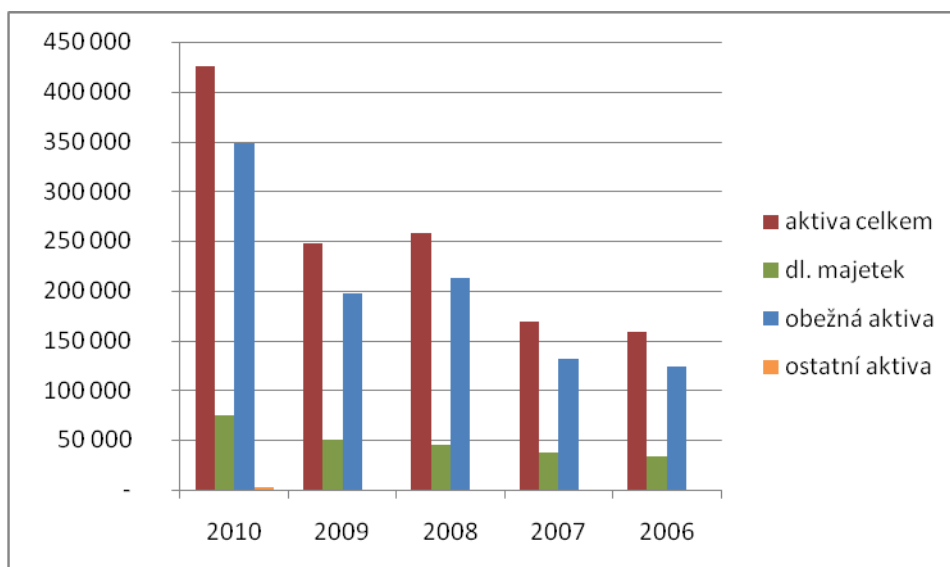
Zdroj: Vlastní vypracování na základě účetních výkazů společnosti

Z tabulky č. 13 lze vyčíst, že se celková bilanční suma během sledovaného období od roku 2006 až do roku 2010 zvyšovala, mimo roku 2009, což bylo způsobeno globální krizí. Výrazné zvýšení této položky lze sledovat především v roce 2010 oproti roku 2009, a to přibližně o 72 % (o 177 698 tis. Kč). Na růst měla vliv dlouhodobá nehmotná aktiva, která vzrostla o 524 % (o 125 890 tis. Kč), obežná aktiva, která vzrostla o cca 77 % a částečně také DHM a zásoby. Růst celkových aktiv byl korigován snížením finančního majetku o 16 784 tis. Kč.

Ve struktuře obežných aktiv sledujeme v roce 2010 viditelný růst, způsobený zvýšením zásob a krátkodobých pohledávek, což není příliš pozitivní jev, jelikož naznačuje zvýšení množství peněz vázaných v zásobách. V roce 2009 je jedním z důvodů poklesu aktiv zvýšení dlouhodobých pohledávek.

Výraznou změnu u dlouhodobého finančního majetku můžeme sledovat v roce 2007 oproti 2006, kdy došlo k nárůstu o téměř 110 % (o 17 762 tis. Kč). Podstatné zvyšování krátkodobých pohledávek v roce 2010 oproti roku 2009 (téměř o 161 %) je pro firmu nežádoucí hlavně kvůli riziku spojenému s cash flow.

Graf 3: Horizontální analýza aktiv 2010 – 2006 (v tis. Kč)



Zdroj: Vlastní vypracování

4.6.1.2 ANALÝZA PASIV

Tabulka 14: Horizontální analýza pasiv 2010 – 2006 (v tis. Kč)

PASIVA	2010/2009		2009/2008		2008/2007		2007/2006	
	%	v tis. Kč.	%	v tis. Kč.	%	v tis. Kč.	%	v tis. Kč.
pasiva celkem	71,73	177 698	-3,75	- 9 662	52,13	88 196	6,77	10 730
vlastní kapitál	32,47	45 264	10,37	13 098	44,80	39 071	17,28	12 850
základní kapitál	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-
kapitálové fondy	15,00	276	5,50	96	7,06	115	-38,85	- 1 035
zákonný RF	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-
VH minulých let	17,48	20 288	37,53	31 670	0,00	-	61,62	32 171
VH běž. období	121,75	24 700	-47,92	- 18 668	100,00	38 956	-100,00	- 18 286
cizí zdroje	134,95	135 804	-23,08	- 30 195	60,01	49 069	-1,94	- 1 614
Rezervy	0,00	-	-100,00	- 8 628	-49,94	- 8 608	-3,17	- 564
dl.závazky	-20,39	- 1 053	234,52	3 621	21,38	272	24,46	250
kr.závazky	218,28	149 176	-38,07	- 42 007	114,00	58 785	-0,01	- 4
bankovní úvěry	-45,41	- 12 319	163,13	16 819	-11,80	- 1 380	-9,98	- 1 296
ostatní pasiva	-43,74	- 3 370	2763,94	7 435	26,29	56	-70,38	- 506

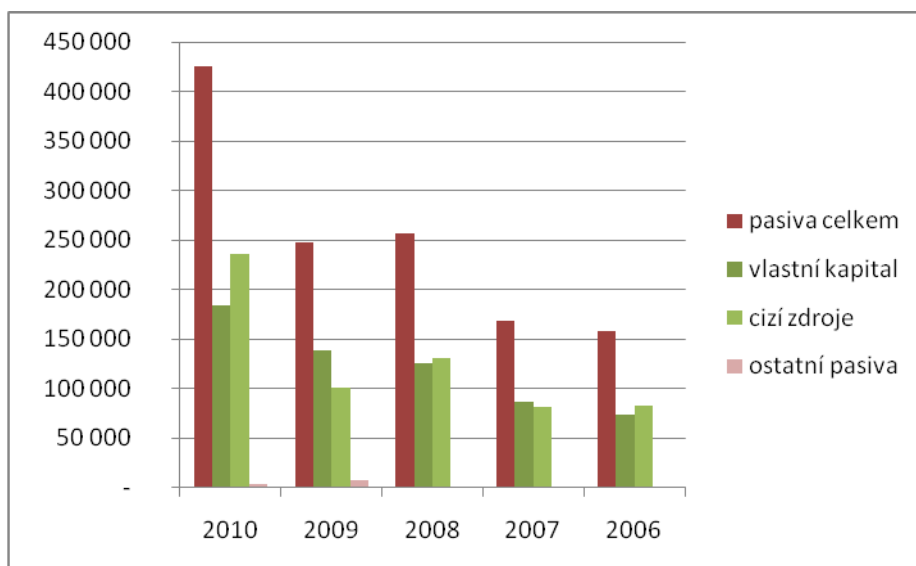
Zdroj: Vlastní vypracování na základě účetních výkazů společnosti

Z tabulky č. 14 je patrné, že se vlastní kapitál podniku každým rokem zvyšoval, mimo roku 2009, kdy byly vyplaceny podíly vlastníkům společnosti. Výraznou změnu této položky vykazuje rok 2008 oproti roku 2007, kdy došlo k cca 45% nárůstu. Při analýze vlastního kapitálu lze konstatovat, že příčinou růstu je především zvýšení výsledku hospodaření běžného účetního období, částečně pak také výsledku hospodaření minulých let a kapitálových fondů. Výsledek hospodaření běžného účetního období v roce 2010 dosáhl výše 44 988 tis. Kč, což je nárůst o cca 122 % oproti roku 2009. Příčinou této velké změny

bylo ukončení krizového období ovlivněného globální krizí. Cizí zdroje v roce 2010 vzrostly o 134 % oproti roku 2009 v důsledku zavádění nových softwarů.

Ostatní pasiva se v roce 2010 oproti roku 2009 snížila zhruba o 44 %.

Graf 4: Horizontální analýza pasiv 2010 – 2006 (v tis. Kč)



Zdroj: Vlastní vypracování

4.6.1.3 ANALÝZA VÝKAZU ZISKU A ZTRÁTY

Tabulka 15: Horizontální analýza VZZ 2010 – 2006 (v tis. Kč)

	2010/2009		2009/2008		2008/2007		2007/2006	
	%	v tis. Kč.	%	v tis. Kč.	%	v tis. Kč.	%	v tis. Kč.
VZZ								
tržby za prodej zboží	120,35	13 041	-42,40	- 7 977	26,27	3 914	-51,64	- 15 911
náklady na prodané zboží	319,10	16 759	-40,05	- 3 508	-33,88	- 4 489	-19,71	- 3 252
obchodní marže	-66,58	- 3 718	-44,45	- 4 469	509,27	8 403	-88,47	- 12 659
Výkony	97,53	681 872	-31,10	- 315 560	135,07	583 035	-14,36	- 72 390
T.za prodej vl.výrobnků a sl.								
T.za prodej vl.výrobnků a sl.	94,78	659 487	-30,86	- 310 509	133,20	574 786	-14,56	- 73 545
výkonová spotřeba	104,81	628 872	-32,56	- 289 742	162,55	550 853	-18,23	- 75 553
přidaná hodnota	47,07	49 282	-22,44	- 30 287	100,00	40 585	-9,14	- 9 496
osobní náklady	16,69	14 183	-7,35	- 6 741	23,55	17 480	5,69	3 995
provozní VH	0,00	31 509	-43,28	- 22 680	156,86	32 003	-19,82	- 5 042
finanční VH	27,56	- 1 175	51,87	- 1 456	22,31	-512	75,46	- 987
VH za účetní období								
VH za účetní období	121,75	24 700	-47,92	- 18 668	180,54	25 070	-24,06	- 4 400
VH po zdanění								
VH po zdanění	119,13	30 334	-48,66	- 24 136	173,92	31 491	-24,98	- 6 029

Zdroj: Vlastní vypracování na základě účetních výkazů společnosti

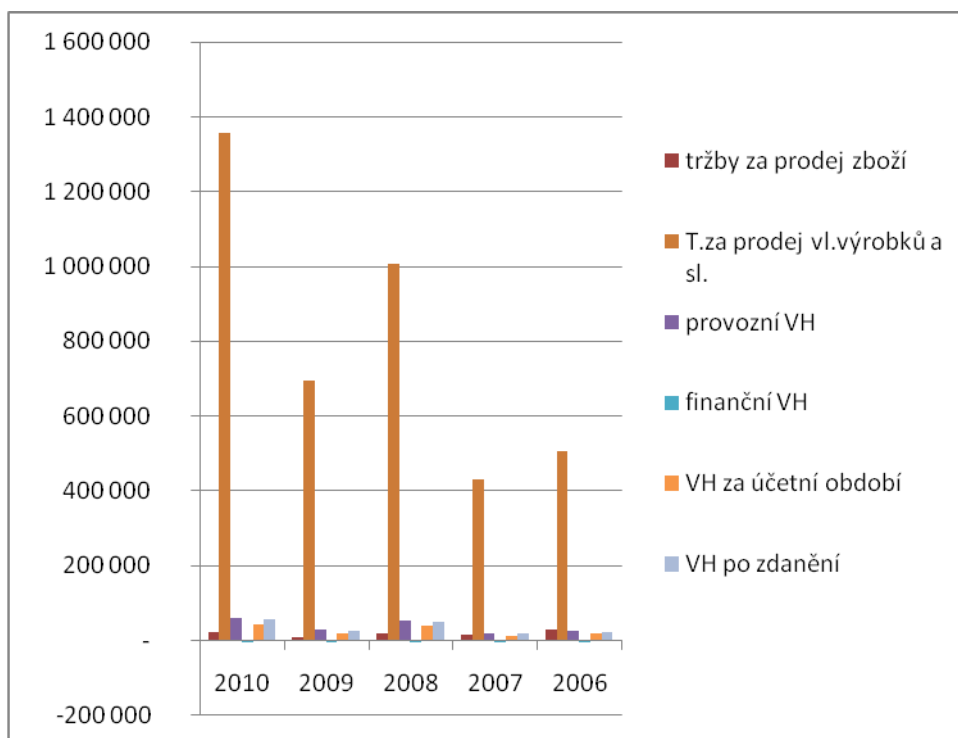
Z horizontální analýzy výkazu zisku a ztráty vyplývá, že společnost FARMTEC je společností jak obchodní (to naznačují tržby za prodej zboží), tak výrobní (tržby za prodej vlastních výrobků a služeb). Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb jsou rozhodující a lze

pozorovat každoroční nárůst této položky. V roce 2010 dosáhly tržby za prodej zboží hodnoty 1 355 277 tis. Kč s nárůstem 94,78 % oproti předešlému roku.

Jak ukazuje tabulka č. 15, výkonová spotřeba má ve sledovaném období rostoucí tendenci. Stejně tak vzrostly i výkony, které se v roce 2010 oproti roku 2009 zvýšily téměř tak výrazně jako výkonová spotřeba, což naznačuje hospodárnost podnikových výkonů. Negativním jevem je, že obchodní marže je nižší, než tržby za prodej zboží ve sledovaném období.

Osobní náklady jsou položkou, která nám ukazuje, že společnost Farmtec si zakládá na zaměstnancích, a že k dobrým výkonům je třeba spokojený a vzdělaný pracovník. Ostatní sledované položky v roce 2010 vykazují nárůst, což je pozitivní jev.

Graf 5: Horizontální VZZ 2010 – 2006 (v tis. Kč)



Zdroj: Vlastní vypracování

4.6.1.4 HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA VÝKAZU CASH FLOW

Z výkazu cash flow je zřejmé, že v roce 2010 došlo ke změně stavu peněžních prostředků na konci účetního období, z důvodu investic společnosti Farmtec, o - 26,10 procent. Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti se v roce 2010 změnil o 226, 76 %. V roce 2009 došlo k výrazné změně oproti roku 2008 u čistého peněžního toku vztahující se k finanční činnosti, z důvodu vyplacení podílů na zisku společníkům, a to o -1047, 25 %.

Celkově můžeme říci, že podnik není ohrožen potenciální platební neschopností některých svých klientů, neboť jeho příjmy z obchodního styku převyšují výdaje spojené s úhradou dodavatelům.

Tabulka 16: Horizontální analýza výkazu cash flow 2010 – 2006 (v tis. Kč)

	2010/2009		2009/2008		2008/2007		2007/2006	
	%	v tis. Kč.	%	v tis. Kč.	%	v tis. Kč.	%	v tis. Kč.
Přehled o peněžních tocích								
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku účetního období	42,63	19 220	31,75	10 865	107,95	17 762	47,57	5304
Čistý peněžní tok z prov. činnosti před zdaněním, změnami prac. kapitálu a mim.položkami	205,64	40 373	-57,57	-26 635	123,73	25 588	-41,78	-14 840
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a mimořádnými položkami	76,34	15254	-42,79	-14945	14,30	4 369	14,67	3 909
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	64,46	9128	-41,38	-9996	-7,83	-2 052	26,76	5 533
Peněžní toky z investiční činnosti		0		0		0		0
Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	226,76	-18 168	-32,73	3 899	66,59	-4761	-31,04	3 219
Peněžní toky z finanční činnosti		0		0		0		0
Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	-206,27	-26 964	047,25	14 452	6,48	-84	-74,09	3 706
Čisté zvýšení resp. snížení peněžních prostředků	-187,33	-36004	76,90	8 355	-38,83	-6 897	234,88	12 458
Stav peněžních prostředků a pen. ekvivalentů na konci účetního období	-26,10	-16784	42,63	19 220	31,75	10 865	107,95	17 762

Zdroj: Vlastní vypracování na základě účetních výkazů společnosti

4.6.2 VERTIKÁLNÍ ANALÝZA

4.6.2.1 ANALÝZA AKTIV

Tabulka 17: Vertikální analýza aktiv 2010 – 2006 (v tis. Kč)

AKTIVA	2010	%	2009	%	2008	%	2007	%	2006	%
aktiva celkem	425 422	100	247 724	100	257 386	100	169 190	100	158 460	100,00
dl. majetek	74 449	17,50	50 370	20,33	44 506	17,29	37 358	22,08	34 004	21,46
DNM	14 989	3,52	2 400	0,97	577	0,22	755	0,45	785	0,50
DHM	53 804	12,65	42 250	17,06	38 264	14,87	32 001	18,91	29 059	18,34
DFM	5 656	1,33	5 720	2,31	5 665	2,20	4 602	2,72	4 160	2,63
obežná aktiva	348 149	81,84	196 799	79,44	212 442	82,54	131 672	77,82	124 279	78,43
Zásoby	73 847	17,36	45 286	18,28	41 278	16,04	33 113	19,57	39 675	25,04
dl.pohledávky	-	0,00	174	0,07	-	0,00	-	0,00	-	0,00
kr.pohledávky	226 785	53,31	87 038	35,14	126 083	48,99	64 343	38,03	68 150	43,01
finanční majetek	47 517	11,17	64 301	25,96	45 081	17,51	34 216	20,22	16 454	10,38
ostatní aktiva	2 824	0,66	555	0,22	438	0,17	160	0,25	177	0,11

Zdroj: Vlastní vypracování na základě účetních výkazů společnosti

Ve všech letech sledovaného období převyšují obežná aktiva několikanásobně dlouhodobý majetek. Lze tedy konstatovat, že se jedná o kapitálově lehkou společnost.

Největší podíl na celkových aktivech mají oběžná aktiva v roce 2010, a to více než 81 %. Rozhodující položkou u dlouhodobého majetku je dlouhodobý hmotný majetek, konkrétně pak položka stavby.

Převážná část oběžných aktiv je tvořena zásobami a krátkodobými pohledávkami. Zásoby tvořili nejvyšší část v roce 2010, kdy dosahovali více než 17% podílu na celkových aktivech.

4.6.2.2 ANALÝZA PASIV

Tabulka 18: Vertikální analýza pasiv 2010 – 2006 (v tis. Kč)

PASIVA	2010	%	2009	%	2008	%	2007	%	2006	%
pasiva celkem	425 422	100	247 724	100	257 386	100	169 190	100	158 460	100,00
vlastní kapital	184 648	43,40	139 384	56,27	126 286	49,06	87 215	51,55	74 365	46,93
základní kapitál	1 005	0,24	1 005	0,41	1 005	0,39	1 005	0,59	1 005	0,63
kapitálové fondy	2 116	0,50	1 840	0,74	1 744	0,68	1 629	0,96	2 664	1,68
zákonný RF	201	0,05	201	0,08	201	0,08	201	0,12	201	0,13
VH minulých let	136 338	32,05	116 050	46,85	84 380	32,78	84 380	49,87	52 209	32,95
VH běž. Období	44 988	33,00	20 288	8,19	38 956	15,14	-	0,00	18 286	11,54
cizí zdroje	236 440	55,58	100 636	40,62	130 831	50,83	81 762	48,33	83 376	52,62
Rezervy		0,00		0,00	8 628	3,35	17 236	10,19	17 800	11,23
dl.závazky	4 112	0,97	5 165	2,08	1 544	0,60	1 272	0,75	1 022	0,64
kr.závazky	217 518	51,13	68 342	27,59	110 349	42,87	51 564	30,48	51 568	32,54
bankovní úvěry	14 810	3,48	27 129	10,95	10 310	4,01	11 690	6,91	12 986	8,20
ostatní pasiva	4 334	1,02	7 704	3,11	269	0,10	213	0,13	719	0,45

Zdroj: Vlastní vypracování na základě účetních výkazů společnosti

Z tabulky č. 18 je patrné, že společnost Farmtec a.s., je financována z větší části cizí formou kapitálu. Obecně jsou cizí zdroje levnější formou financování, ovšem také rizikovější. Cizí zdroje tvoří téměř padesátiprocentní podíl na celkových pasivech.

Výsledek hospodaření běžného období tvořil v roce 2010 více než 30 % z celkových pasiv. Základní kapitál společnosti zůstává nezměněn po celé sledované období ve výši 1005 tis. Kč. Kapitálový fond je součástí vlastního kapitálu v celém sledovaném období a tvoří cca 1 % z celkových pasiv.

Co se týče cizích zdrojů, tvoří velmi podstatnou část ve všech sledovaných letech. Jedná se o dlouhodobé závazky, krátkodobé závazky a bankovní úvěry a výpomoci.

4.6.3 ANALÝZA ROZDÍLOVÝCH UKAZATELŮ

4.6.3.1 ČISTÝ PRACOVNÍ KAPITÁL

Čistý pracovní kapitál představuje část volných prostředků, které zůstanou po úhradě všech běžných krátkodobých závazků (jedná se o přebytek oběžného majetku nad krátkodobým cizím kapitálem). Tento ukazatel informuje o platební schopnosti podniku.

Tabulka 19: Čistý pracovní kapitál 2010 – 2006 (v tis. Kč)

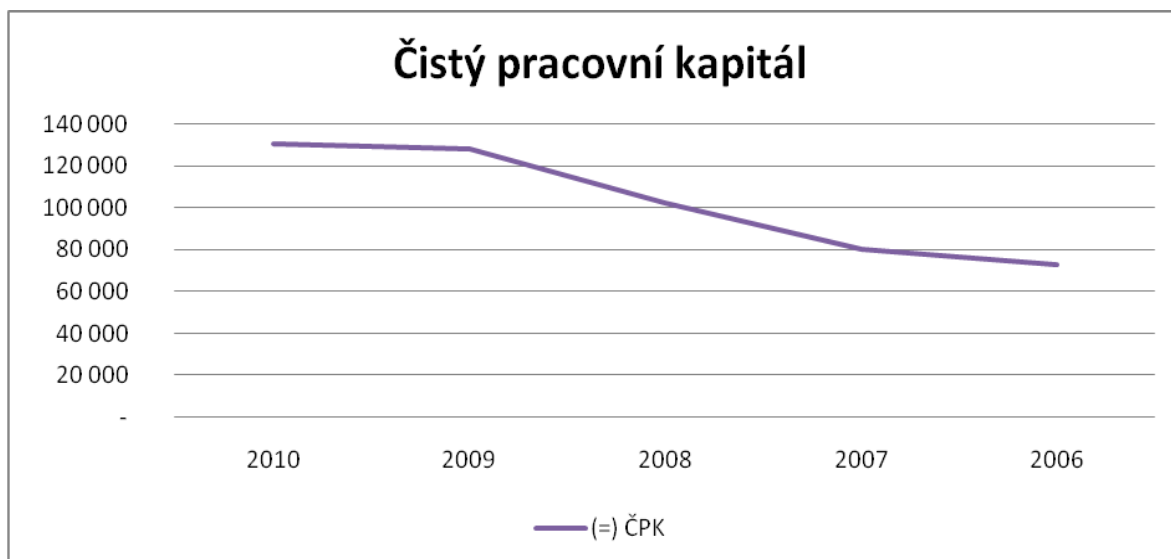
položka/rok	2010	2009	2008	2007	2006
Zásoby	73 847	45 286	41 278	33 113	39 675
krátkodobé pohledávky	226 785	87 038	126 083	64 343	68 150
krátkodobý fin. Majetek	47 517	64 301	45 081	34 216	16 454
krátkodobé závazky	217 518	68 342	110 349	51 564	51 568
(=) ČPK	130 631	128 283	102 093	80 108	72 711

Zdroj: Vlastní vypracování na základě účetních výkazů společnosti

Z tabulky č. 19 je patrné, že hodnoty čistého pracovního kapitálu nabývaly od roku 2006-2010 vysokých hodnot, což je pozitivní z hlediska platební schopnosti podniku.

Oběžná aktiva rostla vyšším tempem než krátkodobé závazky a z toho důvodu se zvyšovala také hodnota ukazatele ČPK, což lze pozorovat v grafu č. 6.

Graf 6: Vývoj čistého pracovního kapitálu 2010 – 2006 (v tis. Kč)



Zdroj: Vlastní vypracování

4.6.4 ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ

4.6.4.1 UKAZATELE RENTABILITY

Pro analýzu ukazatelů rentability byly použity tyto vzorce:

ROI = EBIT / celkový kapitál

ROA = EAT / celková aktiva

ROE = EAT / vlastní kapitál

ROS = EBIT / tržby

ROCE = (EAT + nákladové úroky) / (dlouhodobé závazky + vlastní kapitál)

Tabulka 20: Vývoj ukazatelů rentability 2010 – 2006 (v tis. Kč)

UKAZATEL/ROK	2010	2009	2008	2007	2006
ROI	13,43	10,60	19,39	10,95	15,63
ROA	10,57	8,19	15,14	8,21	11,54
ROE	24,36	14,56	30,85	15,92	24,59
ROS	4,14	3,72	4,87	4,15	4,62
ROCE	24,53	14,59	30,72	16,17	25,08

Zdroj: Vlastní vypracování na základě účetních výkazů společnosti

Rentabilita ROI patří k nejdůležitějším ukazatelům. Rentabilita vloženého kapitálu vypovídá o efektivnosti celkového vloženého kapitálu do podnikání, nezávisle na zdroji financování. Obecně se uvádí, že dobrý podnik má hodnoty tohoto ukazatele v rozmezí 12 – 15 %.

Z tabulky č. 20 je patrné, že **ukazatel ROI** má kolísavou tendenci ve všech sledovaných letech, což nemůžeme označit za pozitivní jev, ale rentabilita ROI se drží v rozmezí, kdy jsou její hodnoty považovány za dobré.

Rentabilita ROA, obecně se uvádí, že dobrou situaci podniku naznačují hodnoty přes 10 %. Tento ukazatel vykazuje nejlepší hodnoty, a to přes 10 % v roce 2006, 2008, 2010.

Rentabilita ROE hodnotí efektivnost vlastního kapitálu. Z tabulky č. 20 je patrné, že tento ukazatel dosahuje jednu z nejvyšších hodnot.

Rentabilita ROS, v dobrém podniku by se měly hodnoty ukazatele pohybovat mezi 2 – 6 % . Všechny námi sledované roky se hodnota tohoto ukazatele pohybovala výše 3 %, tudíž z pohledu ziskovosti tržeb je společnost Farmtec úspěšná.

Rentabilita ROCE, tento ukazatel měří výnosnost dlouhodobého kapitálu zapojeného do fungování společnosti. Trend tohoto ukazatele je podobný jako u předešlých ukazatelů, tzn. kolísavý, se značným navýšením v roce 2008 a 2010 oproti předešlým obdobím. Za touto změnou stojí výrazné zvýšení čistého zisku a nákladových úroků.

4.6.4.2 UKAZATELE AKTIVITY

Při analýze ukazatelů aktivity byly využity následující vztahy:

Doba obratu zásob	= zásoby / denní tržby
Doba obratu pohledávek	= krátkodobé pohledávky / denní tržby
Doba obratu závazků	= krátkodobé závazky / denní tržby
Obrat celkových aktiv	= roční tržba / celková aktiva
Obrat stálých aktiv	= roční tržba / stálá aktiva

Tabulka 21: Vývoj ukazatelů aktivity 2010 – 2006 (v tis. Kč)

UKAZATEL/ROK	2010	2009	2008	2007	2006
DO zásob (dny)	19,28	23,07	14,50	26,70	26,65
DO pohledávek (dny)	59,20	44,34	44,28	51,89	45,78
DO závazků (dny)	56,78	34,82	38,75	41,58	34,64
Obrat celkových aktiv (%)	3,24	2,85	3,98	2,64	3,38
Obrat stálých aktiv (%)	18,52	14,03	23,03	11,95	15,76

Zdroj: Vlastní vypracování na základě účetních výkazů společnosti

Doba obratu zásob

Ukazatel doby obratu zásob umožňuje posoudit jak účinně podnik využívá svůj majetek. Udává průměrný počet dnů, po něž jsou zásoby vázány v podnikání do doby jejich spotřeby, nebo do doby jejich prodeje. Žádoucí je co nejnižší hodnota. Doba obratu zásob má ve společnosti Farmtec klesající charakter, což se jeví jako pozitivní znak.

Doba obratu pohledávek

Ukazatel vyjadřuje dobu od okamžiku prodeje, po kterou musí podnik čekat, než obdrží platby od svých odběratelů, tj. na jak dlouhou dobu poskytuje podnik obchodní úvěr. Ukazatel je vhodné srovnat s běžnou splatností faktur. Obecně platí, že čím je hodnota ukazatele nižší, tím je příznivější.

Hodnota ukazatele doby obratu pohledávek je ve sledovaném období poměrně vysoká, jelikož má firma vysoké zastoupení krátkodobých pohledávek v celkových aktivech. V roce

2010 tvořili krátkodobé pohledávky téměř 54 % z celkových aktiv. Ve srovnání s běžnou splatností faktur zjistíme, že ukazatel je ve sledovaném období podstatně delší.

Doba obratu závazků

Ukazatel doby obratu závazků stanovuje dobu, která v průměru uplyne mezi nákupem zásob a externích výkonů a jejich úhradou. Nákup na obchodní úvěr představuje peněžní prostředky, které podnik po určitou dobu zadržuje a využívá k uspokojování vlastních potřeb.

Pokud je doba obratu pohledávek nižší než ukazatel doby obratu závazků, je firma ve výhodě, protože poskytuje obchodní úvěr kratší, než sama čerpá provozní úvěr od svých dodavatelů. Z výše uvedené tabulky však vyplývá, že firma Farmtec není dle tohoto tvrzení ve výhodě, jelikož DO pohledávek je vyšší než DO závazků.

Obrat celkových aktiv

Ukazatel vyjadřuje, kolik jednotek tržeb připadá na jednotku celkových aktiv. Doporučené hodnoty tohoto ukazatele jsou od 1,6 – 3 %. Hodnoty ukazatele obrat celkových aktiv se v jednotlivých letech 2010, 2008 a 2006 nacházely mírně nad hranicí doporučených hodnot. Ideální hodnoty dosahoval ukazatel v roce 2007, a to 2,64 %.

Obrat stálých aktiv

Ukazatel vyjadřuje, kolik jednotek tržeb připadá na jednotku stálých aktiv v zůstatkové ceně. Dále také vypovídá o efektivnosti využívání budov, strojů, zařízení a jiných stálých aktiv. Hodnoty ukazatele obratu celkových aktiv mají kolísavý trend. Nejnížší hodnoty dosahuje ukazatel, vůči ostatním rokům, v roce 2007 (11,95 %), nejvyšší pak v roce 2008 (23,03 %).

4.6.4.3 UKAZATELE ZADLUŽENOSTI

Při analýze ukazatelů zadluženosti bylo využito následujících vztahů:

Celková zadluženost	= Cizí kapitál / Celková aktiva
Koeficient financování	= Vlastní kapitál / Celková aktiva
Ukazatel úrokového krytí	= EBIT / Nákladové úroky
Doba splácení dluhu	= (Cizí zdroje – Finanční majetek) / Provozní cash flow

Tabulka 22: Vývoj ukazatelů zadluženosti 2010 – 2006 (v tis. Kč)

UKAZATEL/ROK	2010	2009	2008	2007	2006
celková zadluženost	55,58	40,62	50,83	48,33	52,62
koeficient samofinancování	43,40	56,27	49,06	51,55	46,93
ukazatel úrokového krytí	43,17	33,03	160,48	44,32	39,68
doba splácení dluhu (dny)	8,11	2,57	3,55	2,46	3,35

Zdroj: Vlastní vypracování na základě účetních výkazů společnosti

Celková zadluženost

Ukazatel se často nazývá „ukazatel věřitelského rizika“, neboť v případě likvidace firmy roste riziko věřitelů úměrně růstu její zadluženosti. Věřitelé proto preferují nízký ukazatel zadluženosti. Vlastníci zase naopak potřebují větší finanční páku, aby znásobili svoje zisky. Výsledky ukazatele celkové zadluženosti napovídají, že podnik využívá jak vlastních, tak cizích zdrojů k financování.

V časové řadě sledovaného období je nejvyšší hodnota ukazatele v roce 2010 (55, 58 %) a nejnižší v roce 2009 (40, 62 %).

Koeficient samofinancování

Z tabulky č. 22 vyplývá, že nejvyšší hodnota ukazatele koeficientu samofinancování je v roce 2009, téměř 56, 5 % a nejnižší v roce 2010 43, 4 %.

Ukazatel úrokového krytí

Ukazatel úrokového krytí informuje podnik o tom, kolikrát zisk převyšuje placené úroky. U finančně zdravých společností se hodnoty pohybují v rozmezí 6 – 8. Pokud je ukazatel roven 1, znamená to, že firma hraří celkovou výši úroků ziskem.

Podnikové hodnoty tohoto ukazatele jsou ve všech letech vysoko nad danou hranicí, maxima bylo dosaženo v roce 2008, a to 160, 48 %.

Doba splácení dluhu

Tento ukazatel zadluženosti vypovídá o schopnosti podniku splatit své dluhy prostřednictvím provozního cash flow. Udává, kolik let potřebuje podnik při stávající výkonnosti na splácení svých úvěrů. Optimální hodnoty se pohybují v rozmezí 3 – 4, jejich výše je však závislá na oboru podnikání.

V prvním roce sledovaného období je hodnota ukazatele doby splácení dluhu ideální. V ostatních letech se pohybuje kolem hranice 3 let. V roce 2010 se hodnota tohoto ukazatele

zvýšila na 8,11 let, což značí, že výše úvěrů společnosti je vyšší než hodnota vytvořených peněžních prostředků.

4.6.4.4 UKAZATELE LIKVIDITY

Při analýze ukazatelů likvidity bylo využito následujících vztahů:

Běžná likvidita = $\text{Oběžná aktiva} / \text{Krátkodobé závazky}$

Pohotová likvidita = $(\text{Oběžná aktiva} - \text{Zásoby}) / \text{Krátkodobé závazky}$

Okamžitá likvidita = $\text{Finanční majetek} / \text{Krátkodobé závazky}$

Tabulka 23: Vývoj ukazatelů likvidity 2010 – 2006 (v tis. Kč)

UKAZATEL/ROK	2010	2009	2008	2007	2006
běžná likvidita	1,60	2,88	1,93	2,55	2,41
pohotová likvidita	1,26	2,22	1,55	1,91	1,64
okamžitá likvidita	0,22	0,94	0,41	0,66	0,32

Zdroj: Vlastní vypracování na základě účetních výkazů společnosti

Běžná likvidita

Analýza ukazatele běžné likvidity ukazuje, kolikrát jsou schopna pokrýt oběžná aktiva krátkodobé závazky. Je citlivá zejména na strukturu zásob. Hodnota zdravých společností se pohybuje v rozmezí 2,0 – 3,0.

Jak můžeme vidět z tabulky č. 23, podnik si do roku 2009 udržoval hodnoty mezi 2-3, tzn. společnost se díky tomuto ukazateli jevila jako finančně zdravá. V roce 2010 ukazatel běžná likvidita, klesl na 1,60, což bylo způsobeno růstem krátkodobých pohledávek.

Pohotová likvidita

Pro určení pohotové likvidity odebereme položku zásob z běžné likvidity. Pro zachování likvidity firmy by neměla hodnota ukazatele klesnout pod 1. Pokud je hodnota pohotové likvidity výrazně nižší než hodnota běžné likvidity, má firma nadměrnou hodnotu zásob v rozvaze společnosti. Ideální doporučené hodnoty u likvidity 2. stupně jsou uváděny v rozmezí 1,0 – 1,5.

Hodnota likvidity 2. stupně se nachází těsně nad rozmezím doporučených hodnot pouze v roce 2009 dosahovala hodnoty 2,22. V roce 2010 se však vrátila do normálu, a to na hodnotu 1,26.

Okamžitá likvidita

Měří schopnost podniku hradit právě splatné závazky. Likvidita je zaručena při hodnotě 0,2.

V roce 2010 byla firma okamžitě likvidní, protože dosahovala hodnoty 0,22, tj. ideálního stavu. Nejhůře na tom byla firma v roce 2009, kdy hodnota byla 0,94.

4.6.5 ANALÝZA SOUSTAV UKAZATELŮ

4.6.5.1 ALTMANŮV INDEX FINANČNÍHO ZDRAVÍ PODNIKU

Altmanova analýza představuje jednu z možností, jak souhrnně vyhodnotit finanční zdraví firmy. Analýza je stanovena pomocí jediného čísla, tzv. Z – skóre, které se skládá z pěti ukazatelů a zahrnuje v sobě rentabilitu, zadluženost, likviditu, aktivitu a strukturu kapitálu. Na základě rozsáhlých empirických průzkumů je pak přiřazena jednotlivým ukazatelům jejich váha.

Vzorec Altmanova indexu má následující podobu:

$$Z = 0,717 * X1 + 0,847 * X2 + 3,107 * X3 + 0,420 * X4 + 0,998 * X5$$

Význam jednotlivých symbolů:

X1 = čistý pracovní kapitál / celková aktiva	ukazatel likvidity
X2 = výsledek hospodaření z minulých let / celková aktiva	ukazatel dl. rentability
X3 = EBIT / celková aktiva	ukazatel rentability
X4 = vlastní kapitál / cizí zdroje	ukazatel zadluženosti
X5 = celkové tržby / celková aktiva	ukazatel aktivity

Tabulka 24: Altmanův index 2010 – 2006 (v tis. Kč)

UKAZATEL/ROK	ALTMANŮV INDEX FINANČNÍHO ZDRAVÍ				
	2010	2009	2008	2007	2006
0,717 * X1	0,22	0,37	0,28	0,34	0,33
0,847 * X2	0,27	0,40	0,28	0,42	0,28
3,107 * X3	0,42	0,33	0,60	0,34	0,49
0,420 * X4	0,33	0,58	0,41	0,45	0,37
0,998 * X5	3,24	2,85	3,97	2,63	3,37
Z-SCORE	3,96	4,52	5,54	4,18	4,84

Zdroj: Vlastní vypracování na základě účetních výkazů společnosti

Vyšší hodnota indexu značí lepší finanční zdraví podniku.

Hodnocení Altmanova indexu:

$Z > 2,9$	finančně silný podnik
$1,2 < Z < 2,9$	podnik s určitými finančními problémy
$Z < 1,2$	kandidáti bankrotu

Na základě tabulky č. 24, která popisuje Altmanův index finančního zdraví podniku, je patrné, že se společnost Farmtec je finančně silná. Jednoznačně největší podíl na indexu nese ukazatel aktivity (ukazatel X_5), a to vlivem vysokých tržeb podniku.

4.6.6 UKAZATELE PŘIDANÉ HODNOTY

4.6.6.1 EVA – EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA

Ukazatel EVA vytváří ucelený systém řízení, jehož hlavním úkolem je analyzovat faktory, které přispívají k tvorbě hodnoty, a které vedou ke zvyšování hodnoty pro akcionáře a ke zvětšování prospěchu pro všechny, kteří jsou s existencí podniku spjati. EVA vede manažery k tomu, aby se chovali jako vlastníci tím, že jejich odměny váže na výši a změnu tohoto ukazatele. Podněcuje také i ostatní zaměstnance k vyšším výkonům a stimuluje jejich kreativitu a vynalézavost tím, že z nich činí podílníky na nově vytvořené hodnotě.⁷³

Je-li: $EVA > 0$ investor je úspěšný;

$EVA < 0$ investor je neúspěšný, dochází ke zmenšování majetku;

$EVA =$ efektivnost investovaného kapitálu je rovna průměrným nákladům na kapitál.

Tabulka 25: Ukazatel ekonomické přidané hodnoty 2010 – 2006 (v tis. Kč)

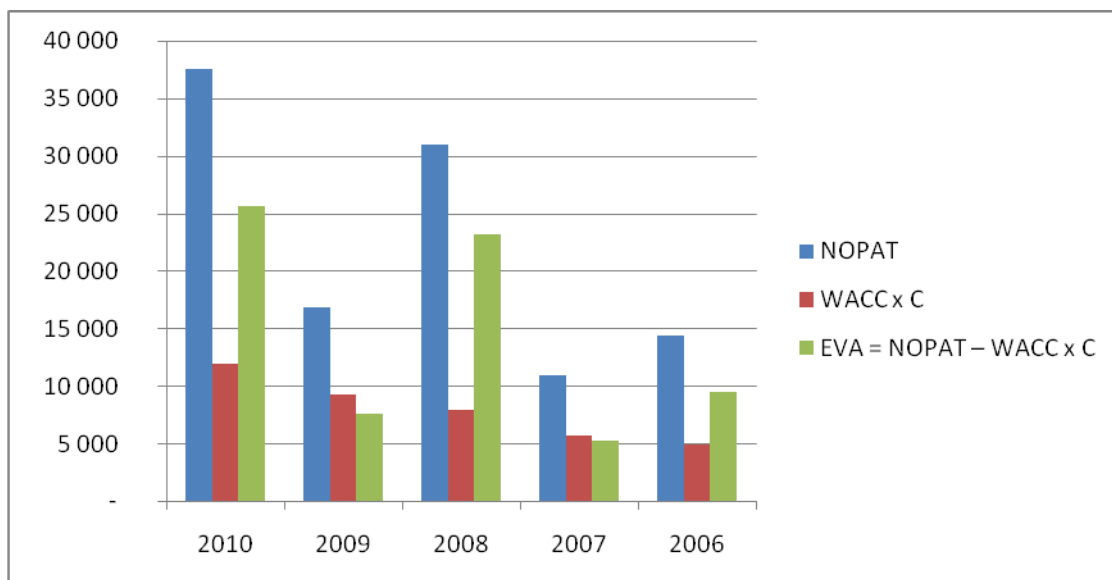
UKAZATEL EVA/ROK	2010	2009	2008	2007	2006
NOPAT	37 512	16 866	31 021	10 871	14 372
EBT	44 988	20 288	38 956	13 886	18 286
NÁKLADOVÉ ÚROKY	1 323	795	311	418	624
C	199 458	166 513	136 596	98 905	87 351
WACC	5,95	5,58	5,78	5,73	5,57
r_d	6,3	4,2	2,8	3,3	4,02
$(1 - t)$	0,81	0,80	0,79	0,76	0,76
D / C	7,43	16,29	7,55	11,82	14,87
r_e	6,02	6,01	6,07	6,16	6,01
r_f	3,75	3,68	4,09	4,65	3,68
β	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84
$(r_m - r_f)$	2,70	2,77	2,36	1,80	2,77
E/C	92,57	83,71	92,45	88,18	85,13
WACC x C	11867,87	9284,05	7896,65	5667,37	4863,71
EVA = NOPAT – WACC x C	25 644	7 582	23 124	5 204	9 508

Zdroj: Webové stránky profesora Damodarana, ČNB: ARAD – systém časových řad, MARÍK M.: Metody oceňování podniku, str.227, účetní výkazy Farmtec, a. s., vlastní vypracování

⁷³ SYNEK, M. a KOLEKTIV Manažerská ekonomika. Praha: Grada Publishing, 2011, s. 365. ISBN 978-80-247-3494-1.

V tabulce č. 25 můžeme vidět, že ukazatel EVA má vzrůstající tendenci, a to v roce 2010 s hodnotou 25 644 tis. Kč, kdy došlo k překonání krize po roku 2009, kdy hodnota byla nejnižší v průběhu celého sledování ukazatele ekonomické přidané hodnoty, a to 7 582 tis. Kč. Celkově můžeme říci, že společnost Farmtec, a tím i akcionáři, si vede velmi dobře, jelikož hodnoty EVA nepřekračují nulovou hodnotu.

Graf 7: Vývoj ukazatele ekonomické přidané hodnoty 2010 – 2006 (v tis. Kč)



Zdroj: Vlastní vypracování

4.6.7 SYNTÉZA VÝSLEDKŮ FINANČNÍ ANALÝZY

Komplexní finanční analýza byla provedena za roky 2006, 2007, 2008, 2009 a 2010. Na základě výpočtů lze konstatovat následující skutečnosti.

Společnost FARMTEC, a. s. lze z hlediska finanční stability a výnosové situace hodnotit pozitivně i přesto, že v roce 2009 je vidět propad námi sledovaných ukazatelů. Na ekonomickou situaci firmy dopadla celosvětová hospodářská krize, která by v roce 2011 neměla mít již takový vliv na výsledky finančních ukazatelů.

Výsledky finančních ukazatelů lze považovat za velmi dobré. Podnik tvoří ve všech letech kladný výsledek hospodaření a nemá výraznější finanční problémy. Společnost se tedy jeví jako stabilní a zdravá s potenciálem vytvářet hodnoty pro vlastníky.

4.7 FINANČNÍ PLÁN

4.7.1 PŘEDPOKLADY PRO SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU

Na předchozí kroky navazuje analýza finančního plánu, která slouží jako základ pro ocenění metodou DCF. Jelikož společnost Farmtec provádí dlouhodobé plánování, byly od ní převzaty veškeré plánované výkazy pro období příštích tří let, které jsou doloženy v příloze mé diplomové práce.

Při tvorbě plánu firma Farmtec zohledňuje celkovou ekonomickou situaci, odbyt, inflaci, daňovou i úvěrovou politiku a navazuje na předchozí data ve výkazech roku 2010.

4.7.2 PLÁNOVÉ VÝKAZY

Plánové období je charakterizováno růstem tržeb, který je doprovázen růstem ostatních nákladů, hlavně osobních. Pokles dlouhodobého majetku společnosti v roce 2012 a 2013 je ovlivněn poklesem DNM a DHM, díky oprávkám. Celková pasiva i přes snížení cizích zdrojů vzrostla, a to díky růstu vlastního kapitálu a výsledku hospodaření minulých let. Pohyb jednotlivých položek můžeme vidět v následujících třech tabulkách.

Tabulka 26: Plánová rozvaha – horizontální analýza aktiv

AKTIVA	2011	2012	2013	2012/2011		2013/2012	
				%	v tis. Kč.	%	v tis. Kč.
aktiva celkem	445 166	451 986	456 345	1,53	6 820	0,96	4 359
dl. majetek	83 266	78 568	70 945	-5,64	- 4 698	-9,70	- 7 623
DNM	24 840	21 840	19 840	-12,08	- 3 000	-9,16	- 2 000
DHM	52 926	51 728	46 105	-2,26	- 1 198	-10,87	- 5 623
DFM	5 500	5 000	5 000	-9,09	- 500	0,00	-
obežná aktiva	359 300	366 800	378 800	2,09	7 500	3,27	12 000
Zásoby	79 000	79 000	79 000	0,00	-	0,00	-
kr.poledávky	237 000	242 000	254 000	2,11	5 000	4,96	12 000
finanční majetek	43 300	45 800	45 800	5,77	2 500	0,00	-
ostatní aktiva	2 600	6 600	6 600	153,85	4 000	0,00	-

Zdroj: Vlastní vypracování na základě účetních výkazů společnosti

Tabulka 27: Plánová rozvaha – horizontální analýza pasiv

PASIVA	2011	2012	2013	2012/2011		2013/2012	
				%	v tis. Kč.	%	v tis. Kč.
pasiva celkem	445 166	451 968	456 345	1,53	6 802	0,97	4 377
vlastní kapital	208 537	232 457	253 879	11,47	23 920	9,22	21 422
základní kapitál	1 005	1 005	1 005	0,00	-	0,00	-
kapitálové fondy	2 025	2 025	2 025	0,00	-	0,00	-
zákonný RF	201	201	201	0,00	-	0,00	-
VH minulých let	181 326	205 306	225 988	13,22	23 980	10,07	20 682
VH běž. období	23 980	23 920	24 660	-0,25	- 60	3,09	740
cizí zdroje	234 429	217 071	202 126	-7,40	- 17 358	-6,88	- 14 945
dl.závazky	2 646	3 126	2 626	18,14	480	-15,99	- 500
kr.závazky	219 783	200 945	195 000	-8,57	- 18 838	-2,96	- 5 945
bankovní úvěry	12 000	13 000	4 500	8,33	1 000	-65,38	- 8 500
ostatní pasiva	2 200	2 440	340	10,91	240	-86,07	- 2 100

Zdroj: Vlastní vypracování na základě účetních výkazů společnosti

Tabulka 28: Plánový výkaz zisku a ztráty

VZZ	2011	2012	2013	2012/2011		2013/2012	
				%	v tis. Kč.	%	v tis. Kč.
tržby za prodej zboží	25 800	26 000	27 000	0,78	200	3,85	1 000
náklady na prodané zboží	24 000	24 200	25 200	0,83	200	4,13	1 000
obchodní marže	1 800	1 800	1 800	0,00	-	0,00	-
výkony	1 575 000	1 625 000	1 653 000	3,17	50 000	1,72	28 000
T.za prodej vl.výrobků a sl.	1 550 000	1 600 000	1 628 000	3,23	50 000	1,75	28 000
výkonová spotřeba	1 450 000	1 500 000	1 525 000	3,45	50 000	1,67	25 000
přidaná hodnota	126 800	126 800	129 800	0,00	-	2,37	3 000
osobní náklady	101 000	101 000	104 500	0,00	-	3,47	3 500
provozní VH	33 800	33 700	33 100	-0,30	- 100	1,78	- 600
finanční VH	- 3 200	- 3 200	- 2 900	0,00	-	9,38	300
VH za účetní období	23 980	23 920	24 660	-0,25	- 60	3,09	740
VH po zdanění	30 600	30 500	30 200	-0,33	- 100	0,98	- 300

Zdroj: Vlastní vypracování na základě účetních výkazů společnosti

4.8 METODOLOGIE, PROPOČTY A VOLBA SOUHRNNÉHO OCENĚNÍ

4.8.1 POUŽITÁ OCEŇOVACÍ METODA

Na základě provedených analýz a jejich výsledků je možné přistoupit k samotnému ocenění společnosti.

Pro ocenění byla použita metoda diskontovaného cash flow ve variantě entity neboli FCFF (free cash flow to firm). Tato varianta stanovuje hodnotu podniku na základě volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele. Získané peněžní toky budou diskontovány pomocí diskontní míry na bázi průměrných nákladů kapitálu. Budoucí období bude rozděleno explicitně (1. fáze, období 2011-2013) a implicitně (2. fáze, která následuje bezprostředně po 1. fázi, a to do nekonečna). Výsledkem bude výnosové ocenění reálné bonity firmy.

4.8.2 STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY

Vzhledem k tomu, že byla vybrána metoda FCFF, musí být diskontní míra stanovena na bázi vážených kapitálových nákladů **WACC**.

1. Nejprve je třeba určit **kapitálovou strukturu**, tzn. poměr vlastního a cizího kapitálu k celkovému investovanému kapitálu, který můžeme vidět v tabulce č. 29.

Tabulka 29: Kapitálová struktura

Název položky	hodnota kapitálu k 31.1.2010	váha
vlastní kapitál = E	184 648	92,57%
cizí kapitál = D	14 810	7,43%
upravená hodnota kapitálu = C	199 458	100,00%

Zdroj: Vlastní vypracování na základě účetních výkazů společnosti

2. **Bezriziková úroková míra (r_f)** byla stanovena na základě výnosu do doby splatnosti desetiletého dluhopisu k 31. 12. 2010 ve výši 3,75 %⁷⁴.
3. **Koeficient beta (β)** byl stanoven na základě knihy profesora Maříka⁷⁵, kdy byl brán aritmetický průměr odvětví ve strojírenství Evropy a rozvíjejících se trhů, a to 0,84.

⁷⁴ ČNB: *Databáze časových řad ARAD* [online] 2011. [cit. 2012-03-13]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADYPKG.VYSTUP?>

⁷⁵ MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku: 3. upravené a rozšířené vydání*. Praha: Ekopress, 2011, s. 227. ISBN 978-80-86929-67-5.

4. **Prémie za tržní riziko (r_m)** země vychází z ratingu daného státu. Na webových stránkách ratingové agentury S & P byl stanoven rating ČR k 31. 12. 2010 AA-⁷⁶, tj. základní prémie je 5,5. Dodatečná prémie za riziko ČR dle profesora Damodarana je 0,95 %⁷⁷.

5. **Určení nákladů na vlastní a cizí kapitál.** Pro propočet nákladů na **vlastní kapitál (r_e)** bude použit model CAMP (Capital Assets Pricing Model – model kapitálových aktiv): podle rovnice $r_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$.

Pro určení **nákladů na cizí kapitál (r_d)** byly použity výkazy společnosti, díky nimž byly propočteny průměrné úrokové sazby. Průměrná úroková sazba byla stanovena 6,3 %.

6. **Jiné přírážky** se přidělují v závislosti na oceňovaném podniku. Jelikož akcie společnosti Farmtec nejsou obchodovatelné na trhu, je nutné připočíst přírážku 0,5 %.

7. **Výsledná diskontní míra.** Průměrné náklady na kapitál **WACC** se v modelu diskontovaného volného peněžního toku používají v roli kalkulované diskontní míry, jejímž prostřednictvím vypočteme současnou hodnotu budoucích peněžních toků k datu ocenění.

Zbývá dosadit **daň z příjmů (t)**, kterou předpokládáme konstantní po celé období prognózy, a to 19 %.

Výpočet průměrných nákladů kapitálu ukazuje následující tabulka.

⁷⁶ *Standard & Poors: ratings services* [online] 2011. [cit. 2012-03-13]. Dostupné z: <http://www.standardandpoors.com/ratings/sovereigns/ratings-list/en/us/?subSectorCode=39>

⁷⁷ *Webové stránky prof. Damodarana online* [online] 2011. [cit. 2012-03-13]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Tabulka 30: Výpočet průměrných nákladů kapitálu WACC

Položka	Jednotka	Hodnota
WACC	%	6,45
Náklady vlastního kapitálu (re)	%	6,02
Bezriziková míra výnosu (rf)	%	3,75
Prémie za riziko (rm)	%	6,45
Beta koeficient (β)	%	0,84
Riziko za neobchodovatelnost	%	0,5
Podíl vlastního kapitálu	%	0,93
Náklady cizího kapitálu (rd)	%	6,3
Podíl cizích zdrojů	%	0,07
Sazba daně z příjmů (t)	%	0,19

Zdroj: Vlastní vypracování

4.8.3 VÝPOČET HODNOTY PODNIKU

Pro výpočet první fáze modelu FCFF byly použity údaje z finančního plánu, který byl zpracován na tři roky firmou Farmtec, a.s., tj. na roky 2011 – 2013. **Druhá fáze**, po roce 2013, byla propočtena podle Gordonova modelu.

Hodnota podniku byla propočtena dle následujícího vzorce, o kterém jsme se zmiňovali v kapitole 2.6.3.2 ZÁKLADNÍ TVARY MODELŮ DCF:

$$\text{Hodnota podniku} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC})^t} + \frac{\text{FCFF}_{n+1}}{(\text{WACC} - g_n)} (1 + \text{WACC})^{-n},$$

celkem

1. fáze propočtu

Peněžní tok z provozní činnosti je upraven o odpisy a změnu provozně nutného kapitálu. Investice do stálých aktiv jsou nulové. Společnost Farmtec neplánuje v budoucích třech letech investovat do stálých aktiv. Výpočet 1. fáze propočtu je shrnut v tabulce č. 31 a jeho hodnota činí 29 525,17 tis. Kč.

Tabulka 31: Výpočet hodnoty první fáze metodou DCF (v tis. Kč)

Položka/rok	2011	2012	2013
Plán zisk před daní	30 600	30 500	30 200
Sazba daně v %	19%	19%	19%
Výpočet daně	5 814	5 795	5 738
Provozní zisk po zdanění	24 786	24 705	24 462
(+) Odpisy	4 000	4 000	4 000
(-) Investice do stálých aktiv	0	0	0
(+/-) Investice do WC	8 886	26 338	17 945
Volný peněžní tok FCFE	19 900	2 367	10 517
(/) Diskontní faktor	0,94	0,88	0,83
(=) Diskontovaný peněžní tok FCFE	18 706	2 090,061	8 729,11
HODNOTA 1. FÁZE	29 525,17		

Zdroj: Vlastní vypracování

2. fáze propočtu

Pro druhou fázi modelu je nutné stanovit parametr tempa růstu g do Gordonova vzorce. Pokud využijeme prognózu MF⁷⁸, která uvádí, že po roce 2013 by ekonomika ČR mohla dosahovat růstu 0,5 – 2,2 %, potom průměrný očekávaný růst bude stanoven hodnotou 1,35 %. Hodnota 2. fáze je 174 716,31 tis. Kč.

Tabulka 32: Výpočet hodnoty druhé fáze metodou DCF (v tis. Kč)

Položka/rok	2014
Volný peněžní tok FCFE v prvním roce 2. Fáze	210 531,11
Diskontní míra pro 2. fázi v %	6,41
Tempo růstu g pro 2. fázi v %	1,35
HODNOTA 2. FÁZE	174 716,31

Zdroj: Vlastní vypracování

Výsledné ocenění podniku FARMTEC, a.s.

Z tabulky č. 33 je patrné, že součtem hodnoty 1. a 2. fáze získáme hodnotu podniku brutto. Po odečtení úročených cizích zdrojů je vypočtena hodnota podniku netto k 31. 12. 2010, neboli reálná bonita společnosti, která činí **189 431,48 tis. Kč**.

⁷⁸ Ministerstvo financí ČR [online] 2011. z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/e_pruzkumy_makro_prognoz_66000.html

[cit. 2012-03-14]. Dostupné

Tabulka 33: Výpočet provozní hodnoty podniku (v tis. Kč)

Položka/rok	
(+) hodnota 1. Fáze	29 525,17
(+) hodnota 2. Fáze	174 716,31
Provozní hodnota podniku celkem BRUTTO	204 241,48
(-) úročené cizí zdroje ke dni ocenění	14 810,00
PROVOZNÍ HODNOTA PODNIKU NETTO	189 431,48

Zdroj: Vlastní vypracování

Vypočtená hodnota podniku ukazuje, že akciová společnost Farmtec má tržní hodnotu přibližně stejnou, jako je hodnota jejího vlastního kapitálu. Tato hodnota je velice dobrá pro investory, nikoli však výhodná pro samotné akcionáře, kteří by se rozhodli prodat své akcie.

Při výpočtu ocenění podniku pomocí metody DCF entity je klíčovým momentem odhad parametrů do budoucna. Při odhadu tempa růstu (g) a nákladů obou složek kapitálu (r_e , r_d) je nutné podrobně analyzovat vlivy, které na podnik působí, a zda jsou hospodářské výsledky podniku závislé na ekonomických výkyvech. Dále je nutné sledovat kapitálový trh, vývoj úrokových měr státních dluhopisů a úrokových měr úvěrů poskytovaných bankami. Při sebemenším odchýlení odhadu oceňovatele od reality se může velmi rychle změnit celá odhadnutá hodnota podniku.

5 ZÁVĚR

Hlavním smyslem této práce bylo podat informace o možnostech a druzích oceňování společností v uceleném souboru textu, kdy větší důraz byl kladen na oceňování podniku formou diskontovaných peněžních toků.

Samotný proces oceňování je velmi složitý děj spjatý s ekonomickými obory a nelze ani předpokládat, že tato práce podá vyčerpávající přehled celé problematiky oceňování podniků. Nicméně věřím, že četba tohoto textu bude přínosem pro budoucí oceňovatele, kteří zvažují možnost tohoto povolání a pro ekonomické pracovníky společností, kteří přijdou do styku s oceňovatelem a budou se účastnit samotného ocenění podniku.

Teoretická část práce může poskytnout čtenáři návod jak se v souladu s účetními, daňovými a ekonomickými předpisy chovat v procesu oceňování a jak se postavit k řešení nejčastějších problémů, kdy tomuto napomáhá uvedená metodika postupů oceňování. Dále pak praktická část uvedeným postupem předkládá způsob jak dojít k celkovému ocenění podniku.

Řešením praktického příkladu, tj. zpracováním ocenění akciové společnosti FARMTEC za účelem zjištění její reálné bonity, se došlo po zvážení celkového ekonomického vývoje a vývoje podniku k hodnotě 189 431,48 tis. Kč.

Vliv na ocenění podniku měla nejen hospodářská krize, ale i znovu nastartování růstu strojírenské výroby v závěru roku 2010 a jeho předpokládaný pozitivní vývoj v dalším období, ale i finanční zdraví podniku a finanční plán.

Tento růst byl způsoben oživením ekonomik vyspělých zemí i zemí s transformující se ekonomikou a dotací od státu. Naopak negativně byl ovlivněn nedostatkem finančních prostředků na provoz podniku v důsledku vysoké zadluženosti.

Finanční zdraví podniku bychom neměli hodnotit pouze z čísel, ale měli bychom brát v úvahu i okolnosti, které ovlivňují činnost firmy a příčiny takových výsledků. Na základě vyvození závěru finančního zdraví podniku z čísel bychom řekli, že akciová společnost

FARMTEC je v dobré finanční situaci, má na trhu dobré jméno a dobrou pozici. Svědčí o tom fakt, že se stále rozšiřuje a získává nové obchodní partnery.

Plánové období je charakterizováno růstem tržeb, který je doprovázen růstem ostatních nákladů, hlavně osobních. Tento růst poukazuje na výsledek strategické analýzy a odpovídá i predikci předpokládaného růstu HDP, stanovenou MF.

Akciová společnost Farmtec již prošla modernizací technologické základny. Má své stabilní pozice jak na tuzemském, tak i zahraničním trhu a má tudíž i reálný předpoklad rozvoje, jako celé strojírenské odvětví, vzhledem k rozšiřování exportu i růstu domácí poptávky.

6 SUMMARY

The topic of my diploma thesis is The FARMTEC joint stock enterprise appreciation as a means of determination of its real solvency. I have chosen this topic because it describes the most modern way of calculating and defining the value of a company. Its mission is to create an objective part of appreciation.

The methods of appreciation can be understood as a basic of communication between a supplier of the appreciation and a client and as a medium of reverse control. The result of the appreciation depends not only on the correct choice of a method but also on the amount and quality of information that are worked out and analyzed in the terms of appreciation before they are used as initial parameters of individual models.

In the Czech republic there are experts and appraisers in practice who specialize in the appreciation of a company. One of them is the AZP CZ Ltd. (Auditors, Experts, Appraisers), whom I cooperated in writing my diploma work with. Thanks to the owner, who owns the concession on appreciation of companies and to the employees of the company I could take part in the appreciation process itself and use my gained information about the possibilities and kinds of appreciations of companies when the greater emphasis was put on the appreciation of the company in the form of discounted cash flow. In the conditions of the Czech Republic, this method is the most convenient with respect to the accessible information.

The diploma work is divided into two parts, the first one is theoretical and the second one is practical. The theoretical part of the work offers instructions how to behave in the appreciation process and how to cope with solving the most frequent problems. The practical part shows a way how to reach the overall appreciation of the company This part was focused on application of theoretical knowledge for appreciation of the selected company. The resulting value of company was defined by DCF „entity“.

By solving a practical part of thesis I have reached the value of 189 431,48 thousand crowns.

Key words

Appreciation, financial and strategic analysis, financial plan, discounted cash flow, the DCF method „entity“.

7 SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

Publikace

- GRŮNWALD, R., HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Ekopress, 2007, 318 s. ISBN 978-80-86929-26-2.

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

- KISLINGEROVÁ, E. a HNILICA, J. *Finanční analýza – krok za krokem: 2. vydání*. Praha: C. H. Beck, 2008, 135 s. ISBN 978-80-7179-713-5.

- KOTLER, P. *Moderní marketing*. Praha: Grada Publishing, 2007, 1041 s. ISBN 978-80-247-1545-2.

- KRABEC, T. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada Publishing, 2009, 264 s. ISBN 978-247-2865-0.

- MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku: 3. upravené a rozšířené vydání*. Praha: Ekopress, 2011, 494. s. ISBN 978-80-86929-67-5.

- POŠVÁŘ, Z., ERBES, J. *Management I*. Brno: MZLU v Brně, 2002, 155 s. ISBN 978-80-7375-231-6.

- RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza - metody ukazatele a využití v praxi*. Praha: Grada Publishing, 2008, 120 s. ISBN 978-80-247-2481-2.

- SEDLÁČKOVÁ, H., BUCHTA, K. *Strategická analýza: 2. přepracované a rozšířené vydání*. Praha: C. H. BECK, 2006, 121 s. ISBN 80-7179-367-1.

- SYNEK, M. a KOLEKTIV. *Manažerská ekonomika*. Praha: Grada Publishing, 2011, 471 s. ISBN 978-80-247-3494-1.

▪ VALACH, J. a kolektiv. *Finanční řízení podniku: 2. Aktualizované a rozšířené vydání*. Praha: Ekopress, 1999, 324 s. ISBN 80-86119-21-1.

▪ *Obchodní zákoník*: zákon č. 513/1991 Sb.

Internetové zdroje

▪ *CEI: Central Europe Initiative* [online] 2011. [cit. 2012-03-20]. Dostupné z: <http://www.ceinet.org/content/mission-and-objectives>

▪ *ČNB* [online] 2011. Citováno průběžně. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/>

▪ *ČSU* [online] 2011. Citováno průběžně. Dostupné z: <http://www.czso.cz/>

▪ *DNV: Det Norske Veritas* [online] 2011. [cit. 2012-03-20]. Dostupné z: http://www.dnv.com/moreondnv/profile/about_us

▪ *IIP: Investors In People* [online] 2009. [cit. 2012-03-20]. Dostupné z: <http://www.becon.cz/index.php/cs/sluzby/investors-in-people>

▪ *IVSC: International valuation standards*. Londýn 2010. [online] 2011. [cit. 2011-10-26]. Dostupné z: http://www.ivsc.org/pubs/exp_drafts/ivs_20100610.pdf

▪ *Ministerstvo financí ČR* [online] 2011. Citováno průběžně. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/>

▪ *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online] 2011. Citováno průběžně. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/>

▪ *Standard & Poors: ratings services* [online] 2011. [cit. 2012-03-13]. Dostupné z: <http://www.standardandpoors.com/ratings/sovereigns/ratings-list/en/us/?subSectorCode=39>

▪ *U.S. DEPARTMENT OF TREASURY* [online] 2009. [cit. 2011-12-25]. Dostupné z: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2009>

- *Patria online* [online] 2011. Citováno průběžně. Dostupné z: <http://www.patria.cz/>

- *Webové stránky prof. Damodarana online* [online] 2011. Citováno průběžně. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

- *Webové stránky společnosti Farmtec, a.s.* [online] 2011. Citováno průběžně. Dostupné z: <http://www.farmtec.cz/>

Ostatní

- *Výroční zpráva Farmtec, a.s.* 2006.
- *Výroční zpráva Farmtec, a.s.* 2007.
- *Výroční zpráva Farmtec, a.s.* 2008.
- *Výroční zpráva Farmtec, a.s.* 2009.
- *Výroční zpráva Farmtec, a.s.* 2010.

8 SEZNAM TABULEK, GRAFŮ, SCHÉMÁT

Seznam tabulek

Tabulka 1: Základní ukazatele společnosti Farmtec, a. s.	61
Tabulka 2: Vývoj a predikce HDP	68
Tabulka 3: Makroekonomické ukazatele vývoje domácí ekonomiky	68
Tabulka 4: Index cen průmyslových výrobců v letech 2008, 2009, 2010.....	71
Tabulka 5: Počet podniků v rámci CZ-NACE 28 v letech 2005 – 2010.....	71
Tabulka 6: Počet zaměstnaných osob v letech 2005 – 2010	72
Tabulka 7: Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb v b.c. v letech 2005 – 2010.....	72
Tabulka 8: Výkonová spotřeba v b.c. letech 2005 – 2010	73
Tabulka 9: Analýza atraktivity trhu v odvětví výroby strojů a zařízení pro zemědělství	74
Tabulka 10: Profil konkurenční síly oceňovaného průmyslového podniku	77
Tabulka 11: Analýza tržního podílu společnosti Farmtec, a.s.....	78
Tabulka 12: Prognóza vývoje růstu tržeb	79
Tabulka 13: Horizontální analýza aktiv 2010 – 2006 (v tis. Kč)	81
Tabulka 14: Horizontální analýza pasiv 2010 – 2006 (v tis. Kč).....	82
Tabulka 15: Horizontální analýza VZZ 2010 – 2006 (v tis. Kč).....	83
Tabulka 16: Horizontální analýza výkazu cash flow 2010 – 2006 (v tis. Kč)	85
Tabulka 17: Vertikální analýza aktiv 2010 – 2006 (v tis. Kč)	85
Tabulka 18: Vertikální analýza pasiv 2010 – 2006 (v tis. Kč).....	86
Tabulka 19: Čistý pracovní kapitál 2010 – 2006 (v tis. Kč).....	87
Tabulka 20: Vývoj ukazatelů rentability 2010 – 2006 (v tis. Kč).....	88
Tabulka 21: Vývoj ukazatelů aktivity 2010 – 2006 (v tis. Kč)	89
Tabulka 22: Vývoj ukazatelů zadluženosti 2010 – 2006 (v tis. Kč)	91
Tabulka 23: Vývoj ukazatelů likvidity 2010 – 2006 (v tis. Kč).....	92
Tabulka 24: Altmanův index 2010 – 2006 (v tis. Kč).....	93
Tabulka 25: Ukazatel ekonomické přidané hodnoty 2010 – 2006 (v tis. Kč).....	94
Tabulka 26: Plánová rozvaha – horizontální analýza aktiv	96
Tabulka 27: Plánová rozvaha – horizontální analýza pasiv	97
Tabulka 28: Plánový výkaz zisku a ztráty	97
Tabulka 29: Kapitálová struktura	98
Tabulka 30: Výpočet průměrných nákladů kapitálu WACC	100
Tabulka 31: Výpočet hodnoty první fáze metodou DCF (v tis. Kč)	101

Tabulka 32: Výpočet hodnoty druhé fáze metodou DCF (v tis. Kč).....	101
Tabulka 33: Výpočet provozní hodnoty podniku (v tis. Kč).....	102

Seznam grafů

Graf 1: Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb v b.c. v letech 2005 - 2010.....	72
Graf 2: Vývoj tržního podílu v jednotlivých letech.....	78
Graf 3: Horizontální analýza aktiv 2010 – 2006 (v tis. Kč)	82
Graf 4: Horizontální analýza pasiv 2010 – 2006 (v tis. Kč).....	83
Graf 5: Horizontální VZZ 2010 – 2006 (v tis. Kč).....	84
Graf 6: Vývoj čistého pracovního kapitálu 2010 – 2006 (v tis. Kč)	87
Graf 7: Vývoj ukazatele ekonomické přidané hodnoty 2010 – 2006 (v tis. Kč).....	95

Seznam schémat

Schéma 1: Přehled základních metod pro oceňování podniku	11
Schéma 2: Stanovení substanční tržní hodnoty	13
Schéma 3: Peněžní tok do firmy - FCFF	17
Schéma 4: Základní tvary modelů	19
Schéma 5: Gordonův model stabilního růstu	19
Schéma 6: Dvoufázový propočet.....	20
Schéma 7: Třífázový propočet.....	20
Schéma 8: Pravidla párování výnosu a diskontní míry	24
Schéma 9: Definice průměrných nákladů na kapitál	25
Schéma 10: Postup při oceňování podniku.....	36
Schéma 11: Analýza vývoje potenciálu podniku	37
Schéma 12: Elementární metody finanční analýzy	45
Schéma 13: Organizační struktura akciové společnosti Farmtec	65
Schéma 14: Tržby společnosti Farmtec, a.s.	66
Schéma 15: Matice posouzení perspektivnosti podniku Farmtec, a.s.	79
Schéma 16: Analýza SWOT.....	80

9 SEZNAM PŘÍLOH

Příloha 1: Rozvaha společnosti Farmtec a. s. v letech 2006 – 2010

Příloha 2: Výkaz zisku a ztráty Farmtec a. s. v letech 2006 – 2010

Příloha 3: Cash flow společnosti Farmtec a. s. v letech 2006 – 2010

Příloha 4: Plánová rozvaha společnosti Farmtec a. s. v letech 2011 – 2013

Příloha 5: Plánový výkaz zisku a ztráty Farmtec a. s. v letech 2011 – 2013

Příloha 6: Plánový cash flow společnosti Farmtec a. s. v letech 2011 – 2013

10 PŘÍLOHY

Příloha 1: Rozvaha společnosti Farmtec a. s. v letech 2006 – 2010

Rozvaha v plném rozsahu		2010	2009	2008	2007	2006
AKTIVA k 31.12. (tis. Kč)		Netto	Netto	Netto	Netto	Netto
	AKTIVA CELKEM	425 422	247 724	257 386	169 190	158 460
A.	POHL. ZA UPSANÝ VK					
B.	DLOUHODOBÝ MAJETEK	74 449	50 370	44 506	37 358	34 004
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	14 989	2 400	577	755	785
1.	Zřizovací výdaje					
2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	-				
3.	Software	110	110	577	755	785
4.	Ocenitelná práva					
5.	Goodwill					
6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	-				
7.	Nedokončený dlouh. nehmotný majetek	14 879	2 210			
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	-				
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	53 804	42 250	38 264	32 001	29 059
1.	Pozemky	517	517	490	432	237
2.	Stavby	34 480	35 302	30 963	24 240	20 950
3.	Samostatné movité věci a soubory mov. věcí	18 737	6 343	6 603	7 218	7 280
4.	Pěstitelské celky trvalých porostů	-				
5.	Základní stádo a tažná zvířata					
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	70	88	105	61	99
7.	Nedokončený dlouh. hmotný majetek	-		103	50	493
8.	Poskytnuté zálohy na DHM					
9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	-				
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	5 656	5 720	5 665	4 602	4 160
1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	3 909	3 430	3 335	3 077	4 160
2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	-				
3.	Ostatní dlouhodobé CP a podíly	-				
4.	Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám	1 692	2 290	2 330	1 525	
	a účetním jednotkám pod podstatným vlivem	-				
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	55				
6.	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	-				
7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	-				
C.	OBĚŽNÁ AKTIVA	348 149	196 799	212 442	131 672	124 279
C.I.	Zásoby	73 847	45 286	41 278	33 113	39 675
1.	Materiál	10 377	11 097	11 098	10 720	133 396
2.	Nedokončená výroba a polotovary	18 723	567	8 111	278	5 742
3.	Výrobky	41 931	32 884	22 015	21 601	16 007

4.	Zvířata					
5.	Zboží	2 816	738	54	514	4 530
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby					
C.II.	Dlouhodobé pohledávky		174			
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	-	174			
2.	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	-				
3.	Pohledávky za úč. jednotkami pod podstatným vlivem	-				
4.	Pohl. za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	-				
5.	Dohadné účty aktivní					
6.	Jiné pohledávky					
7.	Odložená daňová pohledávka					
C.III.	Krátkodobé pohledávky	226 785	87 038	126 083	64 343	68 150
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	176 691	70 503	118 777	62 767	63 963
2.	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	-				
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	15 053	12 475	34		
7.	Ostatní poskytnuté zálohy	34 284	3 000	6 273	804	3 143
8.	Dohadné účty aktivní					27
9.	Jiné pohledávky	757	1 060	999	772	1 017
C.IV.	Finanční majetek	47 517	64 301	45 081	34 216	16 454
1.	Peníze	782	543	525	537	461
2.	Účty v bankách	42 265	63 758	44 565	33 679	15 993
3.	Krátkodobý finanční majetek	4 470				
4.	Pořizovaný krátkodobý majetek	-				
D.	OSTATNÍ AKTIVA - přechodné účty aktiv	-				
D.I.	Časové rozlišení	2 824	555	438	160	177
1.	Náklady příštích období	1 656	404	263	145	161
2.	Komplexní náklady příštích období	-				
3.	Příjmy příštích období	1 168	151	175	15	16

PASIVA k 31.12. (tis. Kč)	2010	2009	2008	2007	2006	
PASIVA CELKEM	425 422	247 724	257 386	169 190	158 460	
A. VLASTNÍ KAPITÁL	184 648	139 384	126 286	87 215	74 365	
A.I. Základní kapitál	1 005	1 005	1 005	1 005	1 005	
1.	Základní kapitál	1 005	1 005	1 005	1 005	
2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	-				
3.	Změny vlastního kapitálu					
A.II. Kapitálové fondy	2 116	1 840	1 744	1 629	2 664	
1.	Emisní ážio					
2.	Ostatní kapitálové fondy					
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	2 116	1 840	1 744	1 629	2 664

4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	-				
A.III.	Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	201	201	201	201	201
1.	Zákonný rezervní fond	201	201	201	201	201
2.	Statutární a ostatní fondy					
A.IV.	Hospodářský výsledek minulých let	136 338	116 050	84 380	84 380	52 209
1.	Nerozdělený zisk minulých let	136 338	116 050	84 380	84 380	52 209
2.	Neuhrazená ztráta minulých let					
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	44 988	20 288	38 956	-	18 286
B.	CIZÍ ZDROJE	236 440	100 636	130 831	81 762	83 376
B.I.	Rezervy			8 628	17 236	17 800
1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	-		8 628	17 236	17 800
2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	-				
3.	Rezerva na daň z příjmů					
4.	Ostatní rezervy					
B.II.	Dlouhodobé závazky	4 112	5 165	1 544	1 272	1 022
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	-	3 539			
5.	Přijaté zálohy					
6.	Vydané dluhopisy					
7.	Směnky k úhradě					
8.	Dohadné účty pasivní					
9.	Jiné závazky	1 966				
10.	Odložený daňový závazek	2 146	1 626	1 544	1 272	1 022
B.III.	Krátkodobé závazky	217 518	68 342	110 349	51 564	51 568
1.	Závazky z obchodních vztahů	135 922	52 991	79 447	23 350	41 258
2.	Závazky k ovládaným a řízeným osobám	-				
3.	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	-				
4.	Závazky ke společ., člen. družstva a k účastníkům sdružení	14	14	14	14	14
5.	Závazky k zaměstnancům	5 583	4 806	5 790	3 975	3 916
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	3 343	2 705	3 174	2 525	2 547
7.	Stát - daňové závazky a dotace	5 808	886	8 163	727	741
8.	Přijaté zálohy	66 571	6 525	13 385	19 355	2 856
9.	Vydané dluhopisy					
10.	Dohadné účty pasivní	277	415	376	1 618	223
11.	Jiné závazky					13
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	14 810	27 129	10 310	11 690	12 986
1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	14 810	8 929	10 310	11 690	12 986
2.	Krátkodobé bankovní úvěry		18 200			

3.	Krátkodobé finanční výpomoci	-				
C.	OSTATNÍ PASIVA - přechodné účty pasiv	-				
C.I.	Časové rozlišení	4 334	7 704	269	213	719
1.	Výdaje příštích období	157	434	220	213	480
2.	Výnosy příštích období	4 177	7 270	49		239

Příloha 2: Výkaz zisku a ztráty Farmtec a. s. v letech 2006 – 2010

Položka		2010	2009	2008	2007	2006
I.	Tržby za prodej zboží	23 877	10 836	18 813	14 899	30 810
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	22 011	5 252	8 760	13 249	16 501
+	OBCHODNÍ MARŽE	1 866	5 584	10 053	1 650	14 309
II.	Výkony	1 380 989	699 117	1 014 677	431 642	504 032
1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	1 355 277	695 790	1 006 299	431 513	505 058
2.	Změna stavu zásob vlastní výroby	25 712	3 327	8 247	129	- 1 026
3.	Aktivace			131		
B.	Výkonová spotřeba	1 228 870	599 998	889 740	338 887	414 440
1.	Spotřeba materiálu a energie	598 432	258 620	323 808	168 750	183 757
2.	Služby	630 438	341 378	565 932	170 137	230 683
+	PŘIDANÁ HODNOTA	153 985	104 703	134 990	94 405	103 901
C.	Osobní náklady	99 157	84 974	91 715	74 235	70 240
1.	Mzdové náklady	71 251	61 174	67 525	54 219	51 451
2.	Odměny členům orgánů spol. a družstva	-				
3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	24 067	20 145	22 654	18 676	17 598
4.	Sociální náklady	3 839	3 655	1 536	1 340	1 191
D.	Daně a poplatky	383	252	213	340	178
E.	Odpisy dl. nehmot. a hmotného majetku	3 071	2 956	2 734	2 403	2 599
III.	Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	9 257	8 932	16 885	11 903	12 108
1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	-			365	
2.	Tržby z prodeje materiálu	9 257	8 932	16 885	11 538	12 108
F.	Zůstatková cena prod. dl. majetku a materiálu	7 159	6 629	14 747	10 860	11 249
1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	-			67	
2.	Prodaný materiál	7 159	6 629	14 747	10 793	11 249
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období		- 8 138	- 5 936		8 908
IV.	Ostatní provozní výnosy	8 305	4 508	5 918	2 935	3 122
H.	Ostatní provozní náklady	543	1 745	1 915	1 003	513
V.	Převod provozních výnosů	-	-	-	-	-
I.	Převod provoz. nákladů	-	-	-	-	-
*	PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	61 234	29 725	52 405	20 402	25 444
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	-	40 000	-	-	-
J.	Prodané cenné papíry a podíly	-	40 000	-	-	-
VII.	Výnosy z dl. finančního majetku	-	-	-	-	-

1.	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	-				
2.	Výnosy z ostatních dl. CP a podílů	-				
3.	Výnosy z ostatního dl. finančního majetku	-				
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	105	70			
K.	Náklady z finančního majetku	-				
IX.	Výnosy z přecenění CP a derivátů	-				
L.	Náklady z přecenění CP derivátů	-				
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	-				
X.	Výnosové úroky	184	148	183	290	501
N.	Nákladové úroky	1 323	795	311	418	624
XI.	Ostatní finanční výnosy	12 016	4 247	3 023	1 307	1 129
O.	Ostatní finanční náklady	16 420	7 933	5 702	3 474	2 314
XII.	Převod finančních výnosů	-				
P.	Převod finančních nákladů	-				
*	FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODÁŘENÍ	- 5 438	- 4 263	- 2 807	- 2 295	- 1 308
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	10 808	5 174	10 642	4 221	5 850
1.	Splatná	10 288	5 092	10 370	3 972	5 761
2.	Odložená	520	82	272	249	89
**	VÝSLEDEK HOSPODÁŘENÍ ZA BĚŽNOU ČINNOST	44 988	20 288	38 956	13 886	18 286
XIII.	Mimořádné výnosy					
R.	Mimořádné náklady					
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	-				
1.	Splatná					
2.	Odložená					
*	MIMOŘÁDNÝ VÝSLEDEK HOSPODÁŘENÍ					
T.	Převod podílů na výsledku hospodaření společníkům	-				
***	Výsledek hospodaření za účetní období	44 988	20 288	38 956	13 886	18 286
	Výsledek hospodaření před zdaněním	55 796	25 462	49 598	18 107	24 136

Příloha 3: Cash flow společnosti Farmtec a. s. v letech 2006 – 2010

			Přehled o peněžních tocích					
P.			2010	2009	2008	2007	2006	
Z.			Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	55796	25462	49598	18107	24136
A.	1		Úpravy o nepeněžní operace	4210	-5829	-3330	2573	11384
A.	1	1	Odpisy stálých aktiv a umořování opravné položky k nabytému majetku	3071	2956	2734	2403	2599
A.	1	2	Změna stavu opravných položek, rezerv	0	-8138	-5936	0	8908
A.	1	3	Zisk z prodeje stálých aktiv	0			298	
A.	1	4	Výnosy z dividend a podílů na zisku	0				
A.	1	5	Vyúčtované nákladové úroky s výjimkou kapitalizovaných a vyúčtované výnosové úroky	1139	-647	-128	-128	-123

A.	1	6	Případné úpravy o ostatní nepeněžní operace	0					
A.	*		Cistý peněžní tok z prov.činnosti před zdaněním, změnami prac. kapitálu a mim.položkami	60006	19633	46268	20680	35520	
A.	2		Změny stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu	-24771	348	-11342	9877	-8872	
A.	2	1	Změna stavu pohledávek z provozní činnosti, přechodných účtů aktiv	-142016	38929	-62018	1469	5602	
A.	2	2	Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti, přechodných účtů pasiv	145806	-34572	58841	1846	-13161	
A.	2	3	Změna stavu zásob	-28561	-4009	-8165	6562	-1313	
A.	2	4	Změna stavu krátkodobého finančního majetku nespádajícího do peněžních prostř. a ekvivalentů	0					
A.	**		Cistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a mimořádnými položkami	35235	19981	34926	30557	26648	
A.	3		Vyplacené úroky s výjimkou kapitalizovaných	-1323	-795	-311	290	-624	
A.	4		Přijaté úroky	184	148	183	-418	501	
A.	5		Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost a doměrky daně za minulá období	-10808	-5174	-10642	-4221	-5850	
A.	6		Příjmy a výdaje spojené s mimořádným hospodářským výsledkem včetně daně z příjmů	0					
A.	7		Přijaté dividendy a podíly na zisku	0					
A.	***		Cistý peněžní tok z provozní činnosti	23288	14160	24156	26208	20675	
			Peněžní toky z investiční činnosti						
B.	1		Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-26180	-8012	-11911	-7150	-10369	
B.	2		Příjmy z prodeje stálých aktiv	0					
B.	3		Půjčky a úvěry spřízněným osobám						
B.	***		Cistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-26180	-8012	-11911	-7150	-10369	
			Peněžní toky z finanční činnosti						
C.	1		Dopady změn dlouhodobých, resp. krátkodobých závazků	-13892	20358	-1380	-1296	-5002	
C.	2		Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky a ekvivalenty	0	-7286	0	0		
C.	2	1	Zvýšení peněžních prostředků z důvodů zvýšení základního kapitálu, emisního ážia atd.	0					
C.	2	2	Vyplacení podílů na vlastním jmění společníkům	0					
C.	2	3	Další vklady peněžních prostředků společníků a akcionářů	0					
C.	2	4	Úhrada ztráty společníky	0					
C.	2	5	Přímé platby na vrub fondů	0					
C.	2	6	Vyplacené dividendy nebo podíly na zisku včetně zaplacené daně	0	-7286				
C.	***		Cistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	-13892	13072	-1380	-1296	-5002	
F.			Čisté zvýšení resp. snížení peněžních prostředků	-16784	19220	10865	17762	5304	
R.			Stav peněžních prostředků a pen. ekvivalentů na konci účetního období	47517	64301	45081	34216	16454	

Příloha 4: Plánová rozvaha společnosti Farmtec a. s. v letech 2011 – 2013

Rozvaha v plném rozsahu – PROGNOZA		2011	2012	2013
AKTIVA k 31.12. (tis. Kč)		Netto	Netto	Netto
	AKTIVA CELKEM	445 166	451 986	456 345
A.	POHL. ZA UPSANÝ VK			
B.	DLOUHODOBÝ MAJETEK	83 266	78 568	70 945
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	24 840	21 840	19 840

1.	Zřizovací výdaje			
2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje			
3.	Software	24 840	21 840	19 840
4.	Ocenitelná práva			
5.	Goodwill			
6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek			
7.	Nedokončený DNM			
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek			
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	52 926	51 728	46 105
1.	Pozemky	517	517	517
2.	Stavby	33 728	33 428	32 428
3.	Samostatné movité věci a soubory mov. věcí	18 628	17 760	13 160
4.	Pěstitelské celky trvalých porostů	-		
5.	Základní stádo a tažná zvířata			
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	53	23	-
7.	Nedokončený dlouh. hmotný majetek	-		-
8.	Poskytnuté zálohy na DHM			
9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	-		
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	5 500	5 000	5 000
1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	4 000	4 000	4 000
2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	-		
3.	Ostatní dlouhodobé CP a podíly	-		
4.	Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám a účetním jednotkám pod podstatným vlivem	1 500	1 000	1 000
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	-		
6.	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	-		
7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	-		
C.	OBĚŽNÁ AKTIVA	359 300	366 800	378 800
C.I.	Zásoby	79 000	79 000	79 000
1.	Materiál	12 000	12 000	12 000
2.	Nedokončená výroba a polotovary	19 000	19 000	19 000
3.	Výrobky	45 000	45 000	45 000
4.	Zvířata			
5.	Zboží	3 000	3 000	3 000
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby			
C.II.	Dlouhodobé pohledávky		-	
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	-		
2.	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	-		
3.	Pohledávky za úč. jednotkami pod podstatným vlivem	-		
4.	Pohl. za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	-		
5.	Dohadné účty aktivní			
6.	Jiné pohledávky			
7.	Odložená daňová pohledávka			
C.III.	Krátkodobé pohledávky	237 000	242 000	254 000
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	187 000	194 000	194 000
2.	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	-		
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	15 000	13 000	15 000
7.	Ostatní poskytnuté zálohy	35 000	35 000	45 000
8.	Dohadné účty aktivní			
9.	Jiné pohledávky	-	-	-
C.IV.	Finanční majetek	43 300	45 800	45 800
1.	Peníze	800	800	800
2.	Účty v bankách	42 500	45 000	45 000
3.	Krátkodobý finanční majetek	-		
4.	Pořizovaný krátkodobý majetek	-		
D.	OSTATNÍ AKTIVA - přechodné účty aktiv	-		
D.I.	Časové rozlišení	2 600	6 600	6 600
1.	Náklady příštích období	1 600	1 600	5 600
2.	Komplexní náklady příštích období	-	-	
3.	Příjmy příštích období	1 000	5 000	1 000

PASIVA k 31.12. (tis. Kč)		2011	2012	2013
	PASIVA CELKEM	445 166	451 968	456 345
A.	VLASTNÍ KAPITÁL	208 537	232 457	253 879
A.I.	Základní kapitál	1 005	1 005	1 005
1.	Základní kapitál	1 005	1 005	1 005
2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	-		
3.	Změny vlastního kapitálu			
A.II.	Kapitálové fondy	2 025	2 025	2 025
1.	Emisní ážio			
2.	Ostatní kapitálové fondy			
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	2 025	2 025	2 025
4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	-		
A.III.	Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	201	201	201
1.	Zákonný rezervní fond	201	201	201
2.	Statutární a ostatní fondy			
A.IV.	Hospodářský výsledek minulých let	181 326	205 306	225 988
1.	Nerozdělený zisk minulých let	181 326	205 306	225 988
2.	Neuhrazená ztráta minulých let			
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	23 980	23 920	24 660
B.	CIZÍ ZDROJE	234 429	217 071	202 126
B.I.	Rezervy			-
1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	-		-
2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	-		
3.	Rezerva na daň z příjmů			
4.	Ostatní rezervy			
B.II.	Dlouhodobé závazky	2 646	3 126	2 626
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	2 646	3 126	2 626
B.III.	Krátkodobé závazky	219 783	200 945	195 000
1.	Závazky z obchodních vztahů	140 300	136 000	144 000
2.	Závazky k ovládaným a řízeným osobám	-		
3.	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	-		
4.	Závazky ke společ., člen. družstva a k účastníkům sdružení	83	85	3 320
5.	Závazky k zaměstnancům	5 600	5 600	5 650
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	3 500	3 500	3 530
7.	Stát - daňové závazky a dotace	3 000	3 000	3 000
8.	Přijaté zálohy	67 000	52 460	35 200
9.	Vydané dluhopisy			
10.	Dohadné účty pasivní	300	300	300
11.	Jiné závazky			
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	12 000	13 000	4 500
1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	12 000	13 000	4 500
2.	Krátkodobé bankovní úvěry		-	
3.	Krátkodobé finanční výpomoci	-		
C.	OSTATNÍ PASIVA - přechodné účty pasiv	-		
C.I.	Časové rozlišení	2 200	2 440	340
1.	Výdaje příštích období	200	200	200
2.	Výnosy příštích období	2 000	2 240	140

Příloha 5: Plánový výkaz zisku a ztráty Farmtec a. s. v letech 2011 – 2013

Položka		2011	2012	2013
I.	Tržby za prodej zboží	25 800	26 000	27 000
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	24 000	24 200	25 200
+	OBCHODNÍ MARŽE	1 800	1 800	1 800
II.	Výkony	1 575 000	1 625 000	1 653 000
1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	1 550 000	1 600 000	1 628 000
2.	Změna stavu zásob vlastní výroby	25 000	25 000	25 000
3.	Aktivace			-
B.	Výkonová spotřeba	1 450 000	1 500 000	1 525 000
1.	Spotřeba materiálu a energie	700 000	740 000	755 000
2.	Služby	750 000	760 000	770 000
+	PŘIDANÁ HODNOTA	126 800	126 800	129 800
C.	Osobní náklady	101 000	101 000	104 500
1.	Mzdové náklady	72 000	72 000	74 000
2.	Odměny členům orgánů spol. a družstva	-		
3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	25 000	25 000	26 000
4.	Sociální náklady	4 000	4 000	4 500
D.	Daně a poplatky	400	400	400
E.	Odpisy dl. nehmot. a hmotného majetku	4 000	4 000	4 000
III.	Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	10 000	10 000	10 000
1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	-	-	

2.	Tržby z prodeje materiálu	10 000	10 000	10 000
F.	Zůstatková cena prod. dl. majetku a materiálu	7 000	7 000	7 000
1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	-	-	
2.	Prodaný materiál	7 000	7 000	7 000
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období			-
IV.	Ostatní provozní výnosy	10 000	10 000	10 000
H.	Ostatní provozní náklady	600	700	800
V.	Převod provozních výnosů	-		
I.	Převod provoz. Nákladů			
*	PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	33 800	33 700	33 100
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	-	-	
J.	Prodané cenné papíry a podíly	-	-	
VII.	Výnosy z dl. finančního majetku	-		
1.	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	-		
2.	Výnosy z ostatních dl. CP a podílů	-		
3.	Výnosy z ostatního dl. finančního majetku	-		
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	100	100	
K.	Náklady z finančního majetku	-		
IX.	Výnosy z přecenění CP a derivátů	-		
L.	Náklady z přecenění CP derivátů	-		
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	-		
X.	Výnosové úroky	200	200	300
N.	Nákladové úroky	1 500	1 500	1 200
XI.	Ostatní finanční výnosy	12 000	12 000	12 000
O.	Ostatní finanční náklady	14 000	14 000	14 000
XII.	Převod finančních výnosů	-	-	
P.	Převod finančních nákladů	-	-	
*	FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	- 3 200	- 3 200	- 2 900
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	6 620	6 580	5 540
1.	Splatná	6 120	6 100	6 040
2.	Odložená	500	480	- 500
**	VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA BĚŽNOU ČINNOST	23 980	23 920	24 660
XIII.	Mimořádné výnosy			
R.	Mimořádné náklady			
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	-		
1.	Splatná			
2.	Odložená			
*	MIMOŘÁDNÝ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ			
T.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům	-		
***	Výsledek hospodaření za účetní období	23 980	23 920	24 660
	Výsledek hospodaření před zdaněním	30 600	30 500	30 200

Příloha 6: Plánový cash flow společnosti Farmtec a. s. v letech 2011 – 2013

			Přehled o peněžních tocích			
			2011	2012	2013	
P.		Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku účetního období	47517	43300	45800	
Z.		Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	30600	30500	30200	
A.	1	Úpravy o nepeněžní operace	-9518	4738	3185	
A.	1	1	Odpisy stálých aktiv a umořování opravné položky k nabytému majetku	4000	4000	4000
A.	1	2	Změna stavu opravných položek, rezerv	0	0	0
A.	1	3	Zisk z prodeje stálých aktiv	0	0	0
A.	1	4	Výnosy z dividend a podílů na zisku	0	0	0
A.	1	5	Vyúčtované nákladové úroky s výjimkou kapitalizovaných a vyúčtované výnosové úroky	1300	1300	900
A.	1	6	Případné úpravy o ostatní nepeněžní operace	-14818	-562	-1715
A.	*	Čistý peněžní tok z prov.činnosti před zdaněním, změnami prac. kapitálu a mim.položkami	21082	35238	33385	
A.	2	Změny stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu	-13103	-26338	-17945	
A.	2	1	Změna stavu pohledávek z provozní činnosti, přechodných účtů aktiv	-10215	-7000	-12000
A.	2	2	Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti, přechodných účtů pasiv	2265	-18838	-5945
A.	2	3	Změna stavu zásob	-5153	0	0
A.	2	4	Změna stavu krátkodobého finančního majetku nespádajícího do peněžních prostř. a ekvivalentů	0	-500	0
A.	**	Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a mimořádnými položkami	7979	8900	15440	
A.	3	Vyplacené úroky s výjimkou kapitalizovaných	-1500	-1500	-1200	
A.	4	Přijaté úroky	200	200	300	
A.	5	Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost a doměrky daně za minulá období	-6620	-6580	-5540	
A.	6	Příjmy a výdaje spojené s mimořádným hospodářským výsledkem včetně daně z příjmů	0	0	0	
A.	7	Přijaté dividendy a podíly na zisku	0	0	0	
A.	***	Čistý peněžní tok z provozní činnosti	59	1020	9000	
		Peněžní toky z investiční činnosti				
B.	1	Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	0	0	0	
B.	2	Příjmy z prodeje stálých aktiv	0	0		
B.	3	Půjčky a úvěry spřízněným osobám				
B.	***	Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	0	0	0	
		Peněžní toky z finanční činnosti				
C.	1	Dopady změn dlouhodobých, resp. krátkodobých závazků	-4276	1480	-9000	
C.	2	Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky a ekvivalenty	0	0	0	
C.	2	1	Zvýšení peněžních prostředků z důvodů zvýšení základního kapitálu, emisního ážia atd.	0	0	0
C.	2	2	Vyplacení podílů na vlastním jmění společníkům	0	0	0
C.	2	3	Další vklady peněžních prostředků společníků a akcionářů	0	0	0
C.	2	4	Úhrada ztráty společníky	0	0	0
C.	2	5	Přímé platby na vrub fondů	0	0	0
C.	2	6	Vyplacené dividendy nebo podíly na zisku včetně zaplacené daně	0	0	0
C.	***	Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	-4276	1480	-9000	
F.		Čisté zvýšení resp. snížení peněžních prostředků	-4217	2500	0	
R.		Stav peněžních prostředků a pen. ekvivalentů na konci účetního období	43300	45800	45800	