

# **Projekt stanovení hodnoty vybraného podniku s využitím výnosových metod oceňování**

Bc. Žaneta Baxová

---

Diplomová práce  
2018



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky

---

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně

Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví

akademický rok: 2017/2018

## ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Žaneta Baxová**

Osobní číslo: **M15254**

Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**

Studijní obor: **Finance**

Forma studia: **prezenční**

Téma práce: **Projekt stanovení hodnoty vybraného podniku s využitím výnosových metod oceňování**

Zásady pro vypracování:

### Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

#### I. Teoretická část

- Zpracujte základní teoretické poznatky týkající se metod a postupů využívaných pro stanovení hodnoty podniku se zaměřením na výnosové metody.

#### II. Praktická část

- Analyzujte vnitřní a vnější podmínky hospodaření vybraného podniku.
- Na základě vypracované předchozí analýzy zpracujte strategický finanční plán podniku.
- S využitím vybraných výnosových metod vypracujte projekt ocenění podniku.

### Závěr

Rozsah diplomové práce: cca 70 stran  
Rozsah příloh:  
Forma zpracování diplomové práce: tištěná/elektronická

Seznam odborné literatury:

**DAMODARAN, Aswath.** The little book of valuation: how to value a company, pick a stock and profit. 1st ed. Hoboken, N. J.: John Wiley, c2011. 230 p. ISBN 978-111-8004-777.

**JAKUBEC, Miroslav a Peter KARDOŠ.** Riadenie hodnoty podniku. Bratislava: Wolters Kluwer, 2016, 281 s. ISBN 978-80-8168-460-9.

**KISLINGEROVÁ, Eva.** Oceňování podniku. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-717-9529-1.

**KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS.** Valuation: measuring and managine the value of companies. 6th ed. Hoboken: Wiley, 2015, 825 s. ISBN 978-1-118-87370-0.

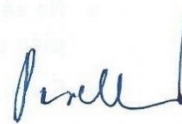
**MAŘÍK, Miloš.** Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

Vedoucí diplomové práce: Ing. Přemysl Pálka, Ph.D.  
Ústav financí a účetnictví  
Datum zadání diplomové práce: 15. prosince 2017  
Termín odevzdání diplomové práce: 17. dubna 2018

Ve Zlíně dne 15. prosince 2017



doc. Ing. David Tuček, Ph.D.  
děkan



prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková  
ředitelka ústavu

## PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

### Prohlašuji, že

- beru na vědomí, že odevzdáním diplomové/bakalářské práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby;
- beru na vědomí, že diplomová/bakalářská práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k prezenčnímu nahlédnutí, že jeden výtisk diplomové/bakalářské práce bude uložen na elektronickém nosiči v příruční knihovně Fakulty managementu a ekonomiky Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně;
- byl/a jsem seznámen/a s tím, že na moji diplomovou/bakalářskou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 2 a 3 autorského zákona mohu užít své dílo – diplomovou/bakalářskou práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen připouští-li tak licenční smlouva uzavřená mezi mnou a Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně s tím, že vyrovnání případného přiměřeného příspěvku na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše) bude rovněž předmětem této licenční smlouvy;
- beru na vědomí, že pokud bylo k vypracování diplomové/bakalářské práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tedy pouze k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové/bakalářské práce využít ke komerčním účelům;
- beru na vědomí, že pokud je výstupem diplomové/bakalářské práce jakýkoliv softwarový produkt, považují se za součást práce rovněž i zdrojové kódy, popř. soubory, ze kterých se projekt skládá. Neodevzdání této součásti může být důvodem k neobhájení práce.

### Prohlašuji,

1. že jsem na diplomové/bakalářské práci pracoval samostatně a použitou literaturu jsem citoval. V případě publikace výsledků budu uveden jako spoluautor.
2. že odevzdaná verze diplomové/bakalářské práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně 16.4.2018

Jméno a příjmení: Ženeta Baxová

.....  
Baxová  
.....  
podpis diplomanta



## **ABSTRAKT**

Cílem této diplomové práce je stanovit hodnotu podniku pomocí vybraných výnosových metod oceňování, jako jsou diskontované cash flow, ekonomická přidaná hodnota a kapitalizované čisté výnosy. Práce je rozdělena do tří částí. V teoretické části je provedena literární rešerše, která je zaměřená na problematiku týkající se oceňování podniku a zejména charakteristiku jednotlivých výnosových metod ocenění. Praktická část je složená ze dvou částí, a to analytické a praktické. V rámci analytické části je nejdříve představena samotná společnost. Dále je provedena strategická a finanční analýza, které pro samotné ocenění představují nezbytný krok. V projektové části je sestaven strategický finanční plán společnosti. Jsou zde vymezeny generátory hodnoty, vyčíslena provozně nutná aktiva a stanoveny náklady na kapitál. Závěr projektové části obsahuje již samotné ocenění společnosti za použití zvolených metod.

**Klíčová slova:** oceňování, hodnota podniku, strategická analýza, finanční analýza, strategický finanční plán, výnosové metody oceňování

## **ABSTRACT**

The aim of this master thesis is to determine a value of a company using selected yield methods such as discounted cash flow, economic value added and capitalized net income. The thesis is divided into three parts. In the theoretical part a literature review is conducted, which is focused on issues related to the valuation of the company and, in particular, characteristics of the individual valuation methods. The practical part consists of two parts, an analytical and a practical. Within the analytical part at first there is an introduction of the company. In addition, a strategic and financial analysis is carried out, which, for the valuation itself, is a necessary step. The company's strategic financial plan is compiled in the project section. There are defined value generators, an enumeration of essential operating assets and set determining costs of the capital. The conclusion of the project part includes the company's own valuation using the chosen methods.

**Keywords:** valuation, value of the company, strategic analysis, financial analysis, strategic financial plan, yield valuation methods

Zde bych ráda poděkovala Ing. Přemyslu Pálkovi, Ph.D. za odborné vedení této práce. Dále bych také chtěla poděkovat vybrané společnosti za ochotu a poskytnutí potřebných podkladů a informací, které byly nezbytné pro vypracování práce.

# OBSAH

<b>ÚVOD</b> .....	<b>11</b>
<b>CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE</b> .....	<b>13</b>
<b>I TEORETICKÁ ČÁST</b> .....	<b>15</b>
<b>1 OCEŇOVÁNÍ PODNIKU</b> .....	<b>16</b>
1.1    DEFINICE PODNIKU .....	16
1.2    HODNOTA PODNIKU.....	17
1.2.1    Hladiny hodnoty podniku.....	18
1.2.2    Kategorie hodnoty .....	18
1.2.2.1    Tržní hodnota .....	19
1.2.2.2    Subjektivní (investiční) hodnota .....	19
1.2.2.3    Objektivizovaná hodnota .....	20
1.2.2.4    Kolínská škola.....	20
1.3    DŮVODY OCENĚNÍ.....	21
<b>2 FAKTOR ČASU A RIZIKA</b> .....	<b>22</b>
2.1    FAKTOR ČASU.....	22
2.2    FAKTOR RIZIKA .....	22
2.2.1    Obchodní a finanční riziko.....	23
2.2.2    Riziko systematické a nesystematické .....	24
2.3    DISKONTNÍ MÍRA .....	24
2.3.1    Diskontní míra a riziko.....	24
2.3.2    Diskontní míra a účel ocenění.....	25
<b>3 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ</b> .....	<b>26</b>
3.1    SBĚR VSTUPNÍCH DAT.....	26
3.2    STRATEGICKÁ ANALÝZA .....	27
3.2.1    Analýza a prognóza relevantního trhu .....	28
3.2.2    Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku.....	29
3.2.3    Prognóza tržeb oceňovaného podniku .....	30
3.3    FINANČNÍ ANALÝZA .....	30
3.3.1    Absolutní ukazatele.....	31
3.3.2    Poměrové ukazatele .....	31
3.4    ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A NENUTNÁ.....	32
3.5    ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY .....	32
3.6    SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU .....	33
<b>4 VÝNOSOVÉ METODY OCEŇOVÁNÍ</b> .....	<b>34</b>
4.1    METODY DISKONTOVANÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ .....	35
4.1.1    Metoda DCF entity.....	35
4.1.1.1    Korigovaný provozní výsledek hospodaření .....	36
4.1.1.2    Stanovení první fáze podniku .....	36
4.1.1.3    Pokračující hodnota .....	37
4.1.1.4    Výsledná hodnota podniku .....	38
4.1.2    Metody DCF equity.....	38
4.1.2.1    Diskontní míra .....	39
4.1.2.2    Vážené průměrné náklady na kapitál.....	39

4.1.2.3	Vymezení nákladů cizího kapitálu.....	40
4.1.2.4	Vymezení nákladů vlastního kapitálu.....	40
4.1.3	Metoda APV.....	42
4.2	METODA KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ .....	42
4.3	METODA ZALOŽENÁ NA KONCEPCI EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY .....	43
4.4	KOMBINOVANÉ VÝNOSOVÉ METODY .....	45
4.4.1	Metoda střední hodnoty.....	45
4.4.2	Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů .....	46
4.5	VÝBĚR SPRÁVNÉ METODY OCENĚNÍ .....	46
<b>II</b>	<b>PRAKTICKÁ ČÁST .....</b>	<b>48</b>
<b>5</b>	<b>ZÁKLADNÍ INFORMACE O SPOLEČNOSTI.....</b>	<b>49</b>
5.1	CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI.....	49
5.2	VLASTNICKÁ STRUKTURA .....	50
5.3	SPŘÍZNĚNÉ STRANY .....	50
5.4	ANALÝZA ODVĚTVÍ .....	51
5.4.1	Vinařská oblast Morava .....	51
5.5	DŮVODY PRO OCENĚNÍ.....	51
<b>6</b>	<b>STRATEGICKÁ ANALÝZA.....</b>	<b>52</b>
6.1	MAKROEKONOMICKÉ PROSTŘEDÍ .....	52
6.1.1	Politické a legislativní faktory .....	52
6.1.2	Ekonomické faktory .....	53
6.1.3	Sociální a demografické faktory .....	55
6.1.4	Technické a technologické faktory .....	56
6.2	RELEVANTNÍ TRH .....	57
6.2.1	Kvalitativní vymezení relevantního trhu.....	57
6.2.2	Kvantitativní vymezení trhu.....	58
6.2.3	Analýza atraktivnosti trhu .....	60
6.3	PROGNÓZA VÝVOJE RELEVANTNÍHO TRHU .....	65
6.4	ANALÝZA KONKURENCE A VNITŘNÍHO POTENCIÁLU PODNIKU .....	66
6.4.1	Stanovení tržního podílu .....	67
6.4.2	Porterův model pěti sil .....	67
6.4.2.1	Vstup nových konkurentů.....	67
6.4.2.2	Tlak ze strany substitutů .....	68
6.4.2.3	Vyjednávací vliv odběratelů .....	68
6.4.2.4	Vyjednávací vliv dodavatelů .....	69
6.4.2.5	Intenzita soupeření mezi stávajícími konkurenty .....	70
6.5	ANALÝZA KONKURENČNÍ POZICE SPOLEČNOSTI .....	71
6.5.1	Přímé faktory.....	72
6.5.2	Nepřímé faktory .....	75
6.6	PROGNÓZA TRŽEB SPOLEČNOSTI .....	79
6.7	SWOT ANALÝZA .....	79
6.7.1	Silné stránky.....	80
6.7.2	Slabé stránky .....	80
6.7.3	Příležitosti .....	81
6.7.4	Hrozby.....	81



6.8	ZHODNOCENÍ VÝSLEDKŮ STRATEGICKÉ ANALÝZY .....	81
<b>7</b>	<b>FINANČNÍ ANALÝZA .....</b>	<b>83</b>
7.1	ANALÝZA ABSOLUTNÍCH UKAZATELŮ .....	83
7.1.1	Analýza majetkové a finanční struktury .....	83
7.1.2	Analýza nákladů a výnosů .....	85
7.1.3	Analýza výsledku hospodaření .....	86
7.2	ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ .....	86
7.2.1	Analýza zadluženosti .....	87
7.2.2	Analýza likvidity .....	88
7.2.3	Analýza rentability .....	89
7.2.4	Analýza aktivity .....	89
7.3	ANALÝZA ROZDÍLOVÝCH UKAZATELŮ .....	91
7.3.1	Čistý pracovní kapitál .....	91
7.4	SOUHRNNÉ UKAZATELE.....	91
7.4.1	Z-skóre (Altmanův model).....	91
7.4.2	Index IN05 .....	92
7.5	ZHODNOCENÍ FINANČNÍ SITUACE PODNIKU .....	92
<b>8</b>	<b>ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A NENUTNÁ.....</b>	<b>96</b>
8.1	DLOUHODOBÝ NEHMOTNÝ MAJETEK.....	96
8.2	DLOUHODOBÝ HMOTNÝ MAJETEK .....	96
8.3	DLOUHODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK.....	96
8.4	OBĚŽNÁ AKTIVA.....	96
8.5	PROVOZNĚ NUTNÝ INVESTOVANÝ KAPITÁL.....	98
8.6	KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ .....	98
<b>9</b>	<b>PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY.....</b>	<b>100</b>
9.1	TRŽBY .....	100
9.2	ZISKOVÁ MARŽE.....	101
9.3	PRACOVNÍ KAPITÁL .....	104
9.4	DLOUHODOBÝ MAJETEK A INVESTICE .....	107
9.4.1	Odpisy .....	110
<b>10</b>	<b>STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN.....</b>	<b>111</b>
10.1.1	Plánovaný výkaz zisku a ztráty .....	111
10.1.2	Plánovaná rozvaha .....	111
10.1.3	Plánovaný výkaz peněžních toků .....	112
10.1.4	Finanční analýza finančního plánu.....	113
<b>11</b>	<b>OCEŇOVÁNÍ PODNIKU VYBRANÝMI VÝNOSOVÝMI METODAMI ....</b>	<b>114</b>
11.1	STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY .....	114
11.1.1	Stanovení nákladů vlastního kapitálu.....	114
11.1.1.1	Metoda CAPM .....	114
11.1.1.2	Stavebnicový model .....	116
11.1.1.3	Alternativní náklady na kapitál v odvětví .....	118
11.1.1.4	Výsledné stanovení nákladů na vlastní kapitál .....	118
11.1.2	Stanovení nákladů na cizí kapitál.....	119
11.1.3	Vážené průměrné náklady na kapitál .....	119

11.2	STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU METODOU DCF ENTITY .....	119
11.3	OCENĚNÍ METODOU EVA.....	124
11.4	STANOVENÍ HODNOTY METODOU ČISTÝCH KAPITALIZOVANÝCH VÝNOSŮ.....	126
11.5	DOPLŇKOVÉ STANOVENÍ HODNOTY SPOLEČNOSTI.....	128
11.6	SHRNUTÍ VÝSLEDKŮ POUŽITÝCH VÝNOSOVÝCH METOD OCEŇOVÁNÍ .....	128
11.7	CITLIVOSTNÍ ANALÝZA ZMĚNY PARAMETRŮ NA HODNOTU VLASTNÍHO KAPITÁLU .....	129
<b>ZÁVĚR .....</b>		<b>131</b>
<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....</b>		<b>133</b>
<b>SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....</b>		<b>138</b>
<b>SEZNAM OBRÁZKŮ .....</b>		<b>142</b>
<b>SEZNAM TABULEK.....</b>		<b>143</b>
<b>SEZNAM PŘÍLOH.....</b>		<b>146</b>

## ÚVOD

Tématem této diplomové práce je projekt stanovení hodnoty vybraného podniku s využitím výnosových metod oceňování. Problematika týkající se oceňování podniku je velmi náročná a postup stanovení hodnoty představuje pro oceňovatele pracný proces, který je závislý na velkém množství ovlivňujících faktorů. Význam této oblasti vzrostl zejména po roce 1990, kdy byly zprivatizovány státní podniky. Určení hodnoty podniku častokrát nechtějí znát pouze vlastníci a manažeři společnosti, ale také ostatní skupiny, tzv. stakeholderi, kteří mají s podnikem určitou souvislost a jsou do jejího chodu zainteresováni.

Oceňování podniku je součástí finančního řízení a jak již bylo řečeno, jedná se o komplikovanou činnost, která může přinést oceňovateli spoustu překážek. Klíčovými faktory pro správné stanovení hodnoty je především získání kvalitních informací, prostřednictvím kterých je samotné ocenění provedeno, jisté praktické zkušenosti a zvolené metody oceňování. Aby byla hodnota společnosti stanovena správným a co nejlépe vypovídajícím způsobem, je každému kroku v tomto procesu nutné věnovat velkou pozornost, protože sebemenší změna v hlavních parametrech výpočtu může velmi ovlivnit konečnou hodnotu.

Diplomová práce je rozdělena na dvě části – teoretickou a praktickou. Teoretická část práce je zpracována na základě literární rešerše české a zahraniční literatury týkající se problematiky oceňování podniků a slouží jako podklad pro zpracování části praktické. V první části jsou stručně vymezeny obecné teoretické základy, které jsou pro porozumění podstaty stanovení hodnoty podniku zásadní. Další kapitola je věnována působení faktorů rizika a času při samotném procesu oceňování v podobě diskontní míry. Nejvýznamnější část je zaměřena na postup provedení oceňování, který obsahuje popis jednotlivých analýz a všech kroků, které jsou před samotným stanovením hodnoty podstatné. Závěr teoretické části obsahuje definici a charakteristiku již jednotlivých metod, které jsou založeny na analýze výnosů.

Úvodem analytické části, která je součástí praktické části, jsou základní informace týkající se vybrané společnosti. Významná část je věnována vypracování strategické analýzy, na základě které je analyzováno makroprostředí podniku prostřednictvím využití PEST analýzy. Důležitou součástí je také prognóza budoucích tržeb podniku pomocí analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly. V závěru analytické části je provedena finanční

analýza, jejíž hlavní funkce spočívá v posouzení finančního zdraví společnosti. V rámci této části je také zjištěno, zdali společnost splňuje předpoklad budoucího pokračování ve svých podnikatelských činnostech.

Projektová část je již zaměřena na samotný proces stanovení hodnoty společnosti CHÂTEU VALTICE – Vinné sklepy Valtice, a.s. Na začátku této kapitoly jsou rozdělena aktiva na provozně nutná a nenutná, vymezen korigovaný provozní výsledek hospodaření a analyzovány jednotlivé generátory hodnoty. Prostřednictvím poznatků získaných z teoretické a praktické části je vytvořen strategický finanční plán na období roků 2017 – 2019. Tento plán představuje výchozí bod pro oceňování podniku pomocí výnosových metod. Následně jsou v této části vymezeny náklady na kapitál prostřednictvím několika metod a odhadnuto budoucí tempo růstu, tzv. g. Hodnota podniku je stanovena na základě výnosových metod. Konkrétně se jedná o metodu diskontovaného cash flow, ekonomické přidané hodnoty a paušální metodu čistých kapitalizovaných výnosů. Závěr této části je věnován shrnutí jednotlivých výsledků použitých metod a je zde provedena citlivostní analýza.

## CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE

Cílem této diplomové práce je stanovení hodnoty společnosti CHÂTEAU VALTICE – Vinné sklepy Valtice, a.s., která je zaměřena na oblast vinařství a výrobu vína, k datu 1. 1. 2017, pomocí vybraných výnosových metod oceňování.

Teoretická část práce je zpracována formou literární rešerše, která představuje významný podklad pro kvalitní zpracování teoretických poznatků týkajících se oblasti oceňování. Literární rešerše je zpracována především prostřednictvím knižních zdrojů, jak české tak zahraniční literatury. K doplnění jsou také využity informace z oblasti legislativy. Jsou zde využity metody popisné a srovnávací, kdy je možné porovnat různé pohledy jednotlivých autorů na tuto problematiku. Tyto získané poznatky o dané oblasti jsou následně východiskem pro zpracování praktické části diplomové práce.

Úvod praktické části je věnován obecné charakteristice dané společnosti, strategické a finanční analýze, kdy je využito několik postupů a metod. Cílem strategické analýzy je prozkoumat vlivy, které působí na danou společnost prostřednictvím analýzy makroprostředí a mikroprostředí. Strategická analýza obsahuje poznatky z PEST analýzy. Při analýze relevantního trhu je využita funkce jednoduché regresní analýzy v programu Excel, čímž jsou získány hodnoty budoucích tržeb trhu. V závěru strategické analýzy je vypracována SWOT analýza, ve které jsou uvedeny nejpodstatnější silné a slabé stránky, příležitosti a hrozby oceňované společnosti. Na strategickou analýzu dále navazuje analýza finanční. Jejím úkolem je především zhodnotit finanční zdraví společnosti a posoudit její budoucí perspektivnost. Finanční analýza je vypracována na základě horizontální a vertikální analýzy výkazů společnosti, analýzy poměrových, rozdílových a souhrnných ukazatelů. Kromě samotné analýzy jsou v této části práce využity také metody jako indukce, dedukce nebo syntéza, čímž je možné vytvořit souvislost mezi jednotlivými hodnotami položek a zejména jejich meziroční srovnání.

Pro vytvoření strategického finančního plánu, který slouží jako podklad pro zpracování projektové části diplomové práce, jsou využity poznatky, které vycházejí z výsledků strategické a finanční analýzy. Tento plán je sestavený na základě prognózy generátorů hodnoty a dalších finančních ukazatelů. Jsou zde také využity různé matematické nástroje, jako jsou procentuální průměry a poměry. Pro stanovení hodnoty podniku je nutné vyčíslit významné parametry. Jedná se o vymezení provozně nutných a nenutných aktiv, výpočet vážených průměrných nákladů na kapitál a odhad tempa růstu tržeb. Při zjištění hodnoty

nákladů na kapitál je využit vážený průměr. Následně je hodnota podniku určena na základě vybraných výnosových metod, kterými jsou metoda diskontovaných peněžních toků, metoda založená na ekonomické přidané hodnotě a paušální metoda čistých kapitalizovaných výnosů. Postupy ocenění jsou nakonec doplněny o provedenou citlivostní analýzu, která zkoumá dopad změny diskontní míry a hodnoty tempa růstu na hodnotu vlastního kapitálu společnosti.

Všechny informace, které jsou pro stanovení hodnoty využity, pocházejí zejména z interních materiálů společnosti, popřípadě z ostatních veřejně dostupných zdrojů.

.

## **I. TEORETICKÁ ČÁST**



## 1 OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Problematika stanovení hodnoty podniku se v poslední době stává aktuálnější a vyhledávanější. Zmiňovaného většího významu nabyla zejména díky přechodu na tržní ekonomiku. Stanovení hodnoty podniku patří k velmi rozsáhlým a významným ekonomickým disciplínám a v průběhu jeho existence může sehrát velkou roli. Oblasti oceňování se věnuje nepřehledné množství knižních, internetových a dalších zdrojů, které se snaží tuto problematiku vysvětlit. Následující kapitoly jsou věnovány právě objasnění základních pojmů a celého konceptu stanovování hodnoty společnosti.

### 1.1 Definice podniku

Každá literatura vymezuje podnik odlišným způsobem. Nejobecněji ho lze charakterizovat jako subjekt, ve kterém dochází k přeměně jednotlivých vstupů na výstupy. Jedná se o ekonomicky a právně samostatnou jednotku, jejímž účelem existence je podnikání. Vlastníci odpovídají za výsledky svých činností a snaží se dosáhnout co nejlepších výsledků. Je jim umožněno spolupracovat s jinými subjekty. Uzavírají s nimi smlouvy, z nichž plynou nejenom práva, ale také povinnosti, které je nutné dodržovat a řídit se jimi. (Srpová, Řehoř, 2010, s. 35)

Podle Kubíčkové a Jindřichovské (2015, s. 1) je podnik základní jednotkou, která existuje již po dlouhá staletí. Na počátku měl podobu obchodování středověkých kupců, začal se rozšiřovat do podoby manufaktur a v současné době má formu nadnárodních společností. Dochází zde k uskutečňování jednotlivých ekonomických procesů a také k jejich cílenému řízení a regulaci.

Nejvhodnější definice, která byla oceňovateli často využívána, však byla uvedena v obchodním zákoníku č. 513/1991 Sb. Podle tohoto zákoníku byl podnik vymezen jako soubor několika složek podnikání, které se dělily na hmotné, osobní a nehmotné. Ke správnému fungování podniku a zabezpečení jeho trvalé existence je zapotřebí také jistých věcí, práv či jiných majetkových hodnot, které přísluší samotnému podnikateli a které mu v provozování činnosti podniku pomáhají. Podnik je označován jako věc hromadná. Lze ji popsat jako soubor jednotlivých věcí, které patří jedné osobě a které jsou považovány za jednotný předmět. (Československo, 1991)

Tento zákoník byl nahrazen novým občanským zákoníkem č. 89/2012 Sb., který vyšel v platnost 1. 1. 2014. Místo dosavadního pojmu podnik, je zaveden nový – obchodní

závod. Jedná se o „organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“ (Česko, 2012).

Mařík (2011, s. 15) ve své knize zdůrazňuje, že podnik může být označován podnikem pouze v případě, kdy plní základní účel založení, tedy dosahování zisku. Podnik představuje jistou kombinaci materiálních a nemateriálních hodnot. Hlavní úlohu zde hraje právě získání již zmíněného zisku, z čehož Mařík vyvozuje prioritu výnosových metod používaných při samotném oceňování podniku, čímž považuje svou definici za výstižnější než definici uvedenou v obchodním zákoníku.

## 1.2 Hodnota podniku

Pro správné pochopení celé problematiky související s oceňováním podniku je nutné od sebe odlišovat pojmy cena a hodnota, protože jsou si blízké, avšak významem velmi rozdílné. Hodnota podniku bývá přirovnávána k tržní hodnotě. Lze ji popsat jako ekonomický pojem vyjadřující určitou cenu zboží nebo služby, na které by se v jistém okamžiku mezi sebou domluvili kupující a prodávající. Nejedná se o skutečnou, ale naopak pravděpodobnou cenu, kterou by měl kupující za zboží či službu v daném časovém okamžiku zaplatit v souladu s danou odpovídající definicí hodnoty. Hodnota je pouze nezávazný, předběžný údaj, plynoucí z objektivní skutečnosti. Bývá spjata vždy s konkrétním datem oceňování, proto je důležité, aby vycházela z aktuálních údajů. (Jakubec, Kardoš, 2016, s. 22)

Koller, Goedhart, Wessels a Copeland (2015, s. 17) uvádějí ve své publikaci, že podniky vytváří hodnotu buď na úrovni vlastníků, nebo všech investorů, kteří jsou spjata s podnikem. Jedná se o investici současných peněžních prostředků s cílem získat větší příjmy v budoucnosti. Tyto příjmy jsou dále převedeny na současnou hodnotu diskontováním. Hodnota, kterou společnost vytváří, je rozdíl mezi příjmy peněz a náklady na uskutečněnou investici, které jsou upravené takovým způsobem, aby odrážely skutečnost, že zítřejší peněžní toky mají nižší hodnotu než dnešní. Je to z důvodu působení časové hodnoty peněz a rizikovosti budoucích peněžních toků.

Mařík (2011, s. 20, 21) dodává, že hodnotu podniku nelze pokládat za objektivní vlastnost. Jedná se o jistý odhad, který je založený na předpovědi budoucího vývoje. Neexistuje tedy jednoznačný postup, jak stanovit hledanou hodnotu. Hodnota je závislá na dvou hlavních

parametrech. Prvním je účel, proč k ocenění dochází, a druhým subjekt, kvůli kterému k ocenění dochází.

Podle profesora Damorana (2011, s. 4, 5) existují dva přístupy ke stanovení hodnoty – vnitřní a relativní. Vnitřní hodnota je určena výší peněžních toků, které se očekávají, že aktivum bude generovat po dobu své životnosti a zejména jejich stabilitou. Aktiva s vysokými a stabilními peněžními toky by měla mít vyšší hodnotu oproti aktivům, u nichž je cash flow nestabilní a volatelní. Většina aktiv je však oceňována na relativním základě, kdy se aktiva hodnotí na základě zjištění ceny podobných aktiv na trhu. Příkladem může být prodej domu. Vnitřní hodnota tedy poskytuje ucelenější obraz o tom, co skutečně řídí a přináší podniku hodnotu. Relativní hodnota představuje naopak pouze realističtější odhad hodnoty.

### 1.2.1 Hladiny hodnoty podniku

Stanovit hodnotu podniku je možné prostřednictvím dvou různých hladin. Zaprvé lze podnik oceňovat jako celek, tedy jak majetek (aktiva), tak i jeho závazky. Hodnota se zjišťuje jak pro vlastníky, tak i pro věřitele. V takovém případě se jedná o hodnotu brutto. V obchodním zákoníku č. 89/2012 Sb. je označována jako obchodní majetek. Je zde definován jako majetek, který je ve vlastnictví podnikatele jakožto fyzické osoby a slouží k jeho podnikání. Naopak pro podnikatele, který je právnickou osobou platí, že obchodním majetkem je jeho veškerý majetek. (Česko, 2012).

Naopak netto hodnota je hodnota pouze na úrovni vlastníků. Lze konstatovat, že dochází k oceňování vlastního kapitálu podniku. Také tady obchodní zákoník č. 89/2012 Sb. nahrazuje tento pojem jiným, a to obchodním jměním. Charakterizuje ho jako: „*soubor obchodního majetku a závazků vzniklých podnikateli, který je fyzickou osobou, v souvislosti s podnikáním. Obchodním jměním podnikatele, který je právnickou osobou, je soubor jeho veškerého majetku a závazků*“ (Česko, 2012).

### 1.2.2 Kategorie hodnoty

Mařík (2011, s. 21) uvádí, že hodnotu podniku lze rozdělit do několika základních kategorií. Samotné rozdělení je spjaté s následujícími otázkami, kterými jsou:

1. Kolik by byl ochotný zaplatit běžný zájemce za podnik? Kolik peněz by bylo možné získat na trhu? Jaké je tedy tržní ocenění podniku?
2. Jakou by měl podnik hodnotu v případě konkrétního kupujícího?

### 3. Jakou hodnotu je možné pokládat za nespornou?

Na základě těchto otázek vznikly čtyři základní přístupy, které souvisí se samotným oceňováním podniku.

#### **1.2.2.1 Tržní hodnota**

Pro stanovení hodnoty je velmi důležité porovnat mezi sebou data získaná z podnikových financí s daty z relevantního trhu. Tržní hodnota neboli market value odpovídá na otázku, kolik by byl ochotný zaplatit běžný zájemce na trhu. (Mařík, 2011, s. 22)

Podle IVSC tržní hodnota znamená: „*odhadnutou částku, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.* (International Valuation Standards 2011, s. 82)

Kislingerová (2001, s. 17) na základě současných přístupů, které se definicí tržní hodnoty zabývají, dodává, že tuto hodnotu lze chápat jako směnu, která probíhá mezi dvěma navzájem informovanými subjekty, kteří jsou obeznámeni se všemi skutečnostmi a jednají mezi sebou dobrovolně.

Tržní hodnotu zjišťujeme v případech, kdy je podnik obchodovaný na burze nebo se stane předmětem prodeje. V daný okamžik však ještě není známý jeho konkrétní kupující a současný vlastník musí cenu, za kterou bude podnik pravděpodobně prodán, pouze odhadnout. (Mařík, 2011, s. 21)

#### **1.2.2.2 Subjektivní (investiční) hodnota**

Každý podnik představuje jedinečné aktivum, které nelze zaměnit s jiným. U aktiv, která jsou oceňována tímto přístupem, je jejich hodnota dána individuálními potřebami konkrétního kupujícího a předpokládanými užitky, které mu z jeho koupě plynou, a současně konkrétním prodávajícím, který očekává jistý výnos z prodeje tohoto aktiva. V tomto případě se tedy vychází z dat poskytnutých podnikem či investorem, nikoliv obecně trhem. (Vochozka, Mulač, 2012, s. 119)

Investiční hodnota spojuje specifické majetky s investory, kteří mají předem stanovené cíle a kritéria na požadované aktivum, dohromady. Investiční hodnota aktiva může nabývat

vyšších i nižších hodnot, než je jeho hodnota tržní. (International Valuation Standards, 2011, str. 21)

Tato hodnota se využívá v případech koupě nebo prodeje podniku, kdy investor potřebuje zjistit, zda je pro něj daná transakce výhodná. Další možností, kdy se investiční hodnota používá je likvidace nebo sanace podniku, kdy vlastník hodnotí situaci a porovnává, zda pro něj nebude lepší restrukturalizace. (Mařík, 2011, s. 23)

### **1.2.2.3 Objektivizovaná hodnota**

Přístup ocenění v podobě objektivizované hodnoty má svůj původ v Německu. Podle něj hodnota podniku nepředstavuje existující vlastnost. Jedná se o víru v hodnotu, která plyne do budoucnosti. Pro samotné stanovení hodnoty je významné, aby byla postavena na všeobecně uznávaných datech. Při výpočtu musí být zachovány určité postupy, vše musí splňovat veškeré náležitosti a požadavky, které jsou pro ni zásadní. (Vochozka, Mulač, 2012, s. 119)

### **1.2.2.4 Kolínská škola**

Kolínská škola vznikla jako reakce na to, že evropské země nebyly schopny určit skutečnou tržní hodnotu. Ve srovnání s americkým trhem ten evropský má značné omezení, kdy není tak velký a chybí mu určitá transparentnost. Kolínská škola čerpá základy z předešlých uvedených tří hodnot, ze kterých si vybírá ty nejdůležitější poznatky. Kolínská škola taktéž vymezuje několik základních funkcí oceňování. Tyto funkce slouží zejména k vymezení subjektivního postoje a funkcí samotného oceňovatele. (Krabec, 2009, s. 132)

Mezi tyto funkce patří:

1. funkce poradenská – Poskytuje informace o tom, jakou maximální cenu může ještě kupující zaplatit, a na druhé straně o minimální ceně, kterou může prodávající za aktivum přijmout.
2. funkce rozhodčí – Rozhodčí funkce představuje výkon tzv. nezávislého oceňovatele, jeho úkolem je odhadnout hraniční hodnoty účastníků, kteří mají o transakci zájem, a stanovit určitou spravedlivou hodnotu.
3. funkce argumentační – Argumentační funkce prezentuje činnost, kdy se oceňovatel snaží najít argumenty, které mají za úkol zlepšit pozici jedné ze stran.

4. funkce komunikační – V rámci této funkce dochází ke komunikaci s širokou veřejností, investory nebo bankami.
5. funkce daňová – Úkolem této funkce je zajistit podklady pro daňové účely. (Mařík, 2011, s. 31)

### 1.3 Důvody ocenění

Je nutné, aby při každém stanovení hodnoty podniku byly splněny jisté předpoklady, které mají spojitost s určením podnětů, na základě kterých k oceňování došlo. Podnětů, jež mají na oceňování vliv, existuje velké množství a lze mezi ně zařadit například koupi či prodej podniku nebo zvýšení základního kapitálu. (Mařík, 2011, s. 35)

Vochozka a Mulač (2012, s. 122) dodávají, že dále musí být přesně vymezeno, s jakou kategorií hodnoty se bude pracovat, jaké úrovně se má dosáhnout a jakého data se daná hodnota týká.

Důvody pro ocenění lze rozdělit do dvou kategorií. První skupina zahrnuje ocenění, které souvisí s vlastnickými změnami. Jako příklad lze uvést koupi nebo prodej podniku prostřednictvím smlouvy o jeho prodeji, ocenění, které souvisí s fúzí nebo rozdělením společnosti apod. V druhém případě se naopak oceňují případy, kdy k vlastnickým změnám v podniku nedochází. Patří sem stanovení hodnoty podniku, u kterého se mění právní forma, oceňování spojené se sanací podniku nebo s žádostí o poskytnutí úvěru. (Váchal, Vochozka, 2013, s. 137)

## 2 FAKTOR ČASU A RIZIKA

Při finančním řízení a stanovení hodnoty podniku je nutné nezapomenout na dva důležité faktory, kterými jsou čas a riziko. Tyto dva faktory představují v rámci oceňování podniku významnou roli a promítají se do něj prostřednictvím diskontní míry, která má na výslednou hodnotu podniku velký vliv. Je důležité jim věnovat zvýšenou pozornost, protože je na nich založena podstatná část postupů týkajících se oceňování podniku a protože pomáhají objasnit ocenění aktiv, vliv času a různých nejistot. (Nývtová, Marinič, 2010, s. 43)

### 2.1 Faktor času

Faktor času je pokládán za všeobecný princip, který je využíván ve finančním řízení a rozhodování. Lze jej využít zejména v oblastech týkajících se rozhodování o investicích, při posuzování výhodnosti, které plynou z jednotlivých forem financování a zejména při samotném oceňování. (Dluhošová, 2010, s. 29)

Mařík (2011, s. 39) ve své knize uvádí, že hodnota aktiva se stanovuje jako současná hodnota čistých příjmů, které lze v budoucnu z tohoto aktiva získat. Aby bylo vůbec možné tuto současnou hodnotu budoucích čistých výnosů určit, je v první řadě nezbytné vymezit diskontní míru, na základě které se jednotlivé příjmy budou diskontovat. Diskontní sazbu lze považovat za složku očekávané reálné návratnosti (odráží v sobě preferenci spotřeby), očekávané inflace (zachycuje kupní sílu peněžního toku) a prémie za nejistotu, jež je spojená s obdržetím očekávané částky v budoucnosti. (Damodaran, 2011, s. 14, 15)

Podle profesora Damodarana (2011, s. 14) význam diskontování spočívá v tom, že peníze, které získáme nyní, mají pro nás větší hodnotu než ty, které bychom obdrželi v budoucnu. Takové peníze lze ihned použít a investovat, což nám přinese jistý výnos například ve formě úroků nebo dividend. V takovém případě hovoříme o tzv. časové hodnotě peněz.

### 2.2 Faktor rizika

Druhým významným faktorem, který musí být zohledněn v diskontní míře, je riziko. Analýza rizika má na stanovení hodnoty podniku velký vliv. Hlavním faktem v oblasti rizika je, že čím vyšší je jeho míra, tím vyšší hodnotu musí představovat míra rizika pro samotného investora. (Kislingerová, 2001, s. 104)



Samotný pojem riziko představuje jistý stupeň nejistoty, který souvisí s předpokládaným výnosem. Tato skutečnost pro investora znamená, že by mohlo dojít k situaci, kdy se skutečné výsledky podniku budou výrazně lišit od těch předpokládaných. Mezi základní zdroje rizika patří v podniku celá jeho organizační struktura a kvalita managementu, síla konkurence na trhu, stupeň diverzifikace, velikost provozní páky atd. (Veber, Srpová, 2012, s. 141)

Riziko dále Mařík (2011, s. 41) dělí do dvou základních kategorií, a to na riziko obchodní a finanční, a na riziko systematické a nesystematické.

### **2.2.1 Obchodní a finanční riziko**

Obchodní riziko je spjata s proměnlivostí čistých výnosů a znázorňuje situaci, kdy očekávané budoucí příjmy, které plynou z podnikání, dosahují vyšší hodnoty než ty skutečné. Tato kolísavost výnosů je způsobena zejména změnami týkajícími se oblasti prodeje a jeho nestálostí, kdy podnik nedosáhne očekávaného zisku kvůli vývoji a stavu trhu. V takovém případě se jedná o prodejní riziko. Obchodní riziko je dále ovlivněno úrovní fixních provozních nákladů. Jedná se o provozní riziko spojené s tzv. provozní pákou. Čím větší je podíl fixního majetku v podniku, tím více se zvyšují fixní provozní náklady, a dochází tak k vyšší citlivosti zisku, který reaguje na změnu týkající se velikosti výroby a celého odbytu podniku. (Mařík, 2011, s. 42)

Co se týká finančního rizika, jeho velikost závisí na stupni zapojení úročených cizích zdrojů financování v podniku. Úrok jako náklad cizího kapitálu pro firmu představuje fixní náklad jako jednu z položek, která svou velikostí ovlivňuje hospodářský výsledek a tedy i celý základ, který se využívá pro výpočet daně z příjmů. To je příklad, kdy lze hovořit o tzv. úrokovém daňovém štítu, který vzniká právě využíváním cizích zdrojů. Díky působení tohoto štítu se zvyšuje výnos, jenž plyne pro akcionáře. Na druhé straně využívání cizích zdrojů a zvyšování jejich podílu na financování podniku zvyšuje i úroveň finančního rizika. (Kislingerová, 2001, s. 123)

Finanční riziko je možné kvantifikovat dvěma způsoby. První možností je prostřednictvím finanční páky jako podíl procentní změny výsledku hospodaření plynoucího z běžné činnosti podniku a procentní změny provozního výsledku hospodaření. Místo výsledku hospodaření je možné použít také EBIT, který představuje zisk před daněmi a úroky. Velikost finančního rizika je možné také určit pomocí různých ukazatelů, kteří v sobě zachycují buď zadluženost, nebo likviditu. Použít lze také ukazatel výše pracovního

kapitálu. Jeho nízká nebo dokonce záporná hodnota poukazuje na zvýšené finanční riziko v podniku. (Mařík, 2011, s. 44)

### 2.2.2 Riziko systematické a nesystematické

Mimo rozdělení rizika na obchodní a finanční existuje ještě riziko systematické a nesystematické. Ross, Westerfield, Jaffe a Jordan (2018, s. 335) uvádí, že systematické riziko je takové, které bez rozdílu ovlivňuje celý trh a nejen konkrétního jedince. Působí tedy na všechny, není možné se mu vyhnout a jeho velikost se nedá snížit ani úplně vyloučit pomocí diverzifikace. Systematické riziko bývá také někdy označováno jako tržní. Mezi faktory tohoto rizika lze zařadit například stupeň vývoje hrubého domácího produktu nebo cenové hladiny.

Kislingerová (2001, s. 105) dodává, že toto riziko má souvislost s výkonem podniku v rámci vnějšího ekonomického prostředí. Není možné, aby jej podnik určitým způsobem eliminoval. Je nutné, aby na ni podnik neustále reagoval, protože jen tak je možné, aby obstál v měnících se podmínkách na trhu.

Systematické riziko je opakem a bývá označováno také jako specifické nebo jedinečné. Toto riziko vyvolávají příčiny, které mají spojitost právě s konkrétním podnikem a jeho činností. Míru tohoto rizika již lze snížit diverzifikací. (Mařík, 2011, s. 46)

## 2.3 Diskontní míra

Diskontní míra neboli také kalkulovaná úroková míra představuje nástroj, prostřednictvím kterého lze do hodnoty podniku promítnout oba faktory, a to jak času, tak rizika. Jedná se buď o míru výnosnosti využívanou, pokud potřebujeme zjistit současnou hodnotu budoucích peněžních toků, nebo míru, kterou očekává samotný investor. (International Valuation Standards, 2011, s. 103)

### 2.3.1 Diskontní míra a riziko

Pořízení podniku je investice, která s sebou přináší velké množství rizik, se kterými je potřeba počítat a snažit se je eliminovat. Je důležité určitým způsobem toto riziko ocenit. Existují dva způsoby, jak toto riziko ocenit. Prvním z nich je práce s rizikovou přírůžkou. Princip ocenění vychází z bezrizikové úrokové míry. Následně je upravena o určitou úroveň, která by měla přesně vymežit míru rizika. Příjmy, které jsou v podniku očekávány, jsou tak zatíženy rizikem, jemuž odpovídá i právě stanovená výše úrokové míry. Druhou

možností je použití jistotního ekvivalentu výnosů. Očekávaná výnosová míra se omezí pouze na její bezrizikovou část. Je nutné nezapomenout vyloučit riziko z očekávaných příjmů. Předpokládané výnosy jsou poté zastoupeny právě jistotním ekvivalentem. Je velmi důležité, aby byl dodržený princip ekvivalence, který je přesněji označován jako jistotní ekvivalence úrokové míry. Znamená to, že by mělo dojít k zatížení kalkulované úrokové míry stejným rizikem, jež odpovídá výši rizika u příjmů, které byly využity pro stanovení hodnoty. (Mařík, 2011, s. 49, 50)

### 2.3.2 Diskontní míra a účel ocenění

Diskontní míra, která se využívá při oceňování podniku, musí být vymezena v souladu s kategorií hledané hodnoty.

- Tržní hodnota – Pokud se při oceňování využívá tržní hodnota, je nutné, aby informace obsažené v kalkulaci byly podloženy o tržní data a metody jim náležící. Tento přístup se využívá nejčastěji. Diskontní míra stanoví buď prostřednictvím metody CAPM, nebo z trhu s podniky.
- Investiční hodnota – V rámci investiční hodnoty se bere v úvahu konkrétní situace investora a zejména jeho individuální možnost využití kapitálu.
- Objektivizovaná hodnota – Při oceňování objektivizovanou hodnotou je nezbytné mít co nejlepší odhad diskontní míry. Je nutné, aby byl tento odhad co nejvíce podložen daty, která jsou běžně přístupná. Ve většině případů se navrhuje, aby investor vycházel z tržní úrokové míry, která představuje výnosnost desetiletých státních dluhopisů a k nim přidané rizikové přírážky. (Mařík, 2011, s. 51)

Diskontní míra by měla dále odpovídat typu potenciálního investora:

- Veřejné společnosti – Akcie této společnosti jsou obchodovány na kapitálovém trhu. Investoři představují akcionáře, kteří mohou z cenných papírů vytvořit konkrétní portfolio. Tato situace znázorňuje pouze systematické riziko.
- Soukromé společnosti – U soukromých společnostech nedochází k obchodování akcií na kapitálových trzích, nejedná se totiž o akciové společnosti. Omezení investorů spočívá v tom, že zde není možnost snížit si své riziko pomocí diverzifikace. V rámci rizikové přírážky je tedy nezbytné počítat nejenom s rizikem systematickým, ale také specifickým. (Mařík, 2011, s. 51)

### 3 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ

Postup oceňování se může lišit podle konkrétních podmínek podniku. Správné stanovení hodnoty je pro podnik velmi náročný úkol a k jeho dosažení je zapotřebí provést několik kroků, které jsou pro ocenění nezbytné. Neexistuje jediný správný postup, jak určit tuto hodnotu, ale i navzdory tomu lze využít jisté doporučené metody a postupy. (Kislingerová, 2001, s. 25-27).

Mařík (2011, s. 53) ve své knize definuje přesný postup využívaný pro oceňování podniku. Doporučuje dodržet následující postup.

1. Sběr vstupních dat
2. Analýza dat
  - Strategická analýza
  - Analýza finančního zdraví podniku
  - Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná
  - Analýza a prognóza generátorů hodnoty
  - Orientační ocenění na základě generátorů hodnoty
3. Sestavení finančního plánu
4. Ocenění
  - Volba metody
  - Ocenění podle zvolených metod
  - Souhrnné ocenění

#### 3.1 Sběr vstupních dat

Získání správných informací představuje základní předpoklad pro správné a kvalitní stanovení hodnoty podniku. Tato data Mařík (2011, str. 54, 55) rozděluje do několika základních skupin, kterými jsou:

- **Základní data o podniku** – data, s jejichž pomocí lze identifikovat podnik. Patří sem informace týkající se názvu a právní formy podniku, předmětu činnosti jeho podnikání, způsobu rozdělení majetkových podílů apod.
- **Ekonomická data** – Využívají se informace obsažené v účetních výkazech za poslední tři až pět let, poté výroční zprávy, zprávy auditorů a pokud podnik vytváří plány, využívají se i ty.

- **Relevantní trh** – V tomto případě se jedná se o informace týkající se jeho vývoje, velikosti tohoto trhu, jeho segmentace nebo faktorů atraktivity.
- **Konkurence** – Je nutné odhalit, kdo jsou hlavní konkurenti podniku a získat o nich co největší množství informací. Dále získat data, která souvisejí se substituty, které ohrožují výrobky nebo produkty oceňovaného podniku. Vymezují se překážky a bariéry, které brání vstupu do odvětví a zjišťuje se poměr sil, které má podnik vůči svým dodavatelům a odběratelům.
- **Odbyt a marketing** – Co se týče odbytu a marketingu představuje veškeré informace, které mají souvislost se strukturou odbytu, informace o hodnocení hlavních produktů a jejich srovnání s konkurencí, jakou má podnik cenovou politiku, vymezení a zhodnocení odbytových cest. Potřebné informace pro podnik jsou i z oblasti jako jsou reklama, výzkum a vývoj.
- **Výroba a dodavatelé** – Oblast výroby a dodavatelů zahrnuje informace spojené s řízením a certifikáty kvality, určení charakteru výroby, úroveň technologie, jakou má podnik kapacitu a jakým způsobem ji využívá. Také sem patří informace, které se vztahují k množství a stavu dlouhodobého majetku.
- **Zaměstnanci** – Informace týkající se struktury pracovníků, jejich kvalifikace a vztahů mezi nimi.

### 3.2 Strategická analýza

Dalším krokem v oceňovacím procesu je strategická analýza. Správná formulace strategie podniku představuje základ pro dosažení konkurenční výhody. Je významné nalézt souvislost mezi podnikem a okolím, které na něj velký vliv. Vytvoření strategie je velmi složitý proces, při němž se vyžaduje analyzovat veškeré vnější faktory, které na podnik působí a srovnat je se zdroji a schopnostmi, s nimiž podnik disponuje. Přípravenost podniku na možné situace, které v průběhu jeho existence mohou nastat, je hlavní úkol strategie. Samotná strategická analýza zahrnuje množství různých technik, které jsou dále aplikovány v rámci identifikace vztahů mezi podnikem a okolím. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 8)

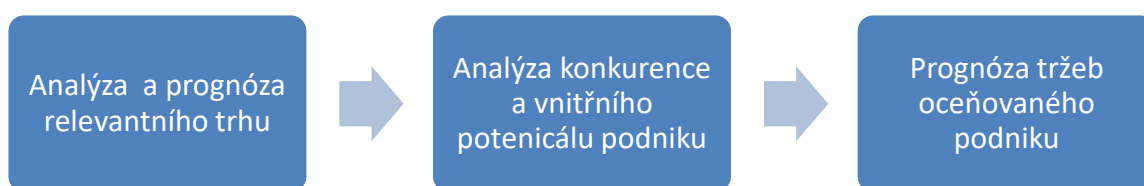
Obecně je strategická analýza jedním z nejvýznamnějších kroků stanovení hodnoty podniku, tzv. klíčová fáze. Hlavní funkcí analýzy je definovat, jak velký má oceňovaný

podnik svůj celkový výnosový potenciál. Tento potenciál má jistou závislost nejenom na vnitřním potenciálu, který má podnik k dispozici, ale také na vnějším. Vnitřní potenciál podniku umožňuje vymežit své silné i slabé stránky a zjistit, do jaké míry je konkurenceschopný. Pomocí něj lze určit způsobilost podniku zaměřenou na využití šance související s vnějším prostředím a snahu čelit rizikům, které podnik ohrožují. Naopak vnější potenciál se zaměřuje na šance a rizika, jež přináší podnikatelské prostředí, ve kterém se firma nachází. (Mařík, 2011, s. 56)

Vochozka a Mulač (2012, s. 128) ve své knize uvádí, že strategická analýza je jedním z klíčových nástrojů využívaných při řízení podniku. Obsahuje informace, které jsou podkladem pro správné formulování cílů na vrcholové úrovni a tvorbu strategie. Je důležité, aby byla vypracována podrobně a v co největším rozsahu. Podle těchto autorů plní strategická analýza jako jeden z kroků v procesu oceňování podniku dva cíle. Jedná se o zhodnocení podniku na základě jeho strategické pozice a odhad jeho budoucího obrátu.

Synek a Kislingerová (2015, s. 170) dodávají, že strategická analýza zahrnuje různé analytické techniky, které pomáhají podniku identifikovat vztahy s vnějším okolím, lze sem zahrnout makroprostředí, odvětví, množství konkurenčních podniků spojené s jejich silou a trh. Představuje základ pro správnou formulaci poslání a cíle strategie a zejména jejich uskutečnění.

Mařík vymezuje postup strategické analýzy na následujícím obrázku.



Obrázek 1 Postup strategické analýzy

Zdroj: Mařík (2011, s. 58-93)

### 3.2.1 Analýza a prognóza relevantního trhu

Za základní krok strategické analýzy je považováno vymezení relevantního trhu, tedy nalezení souvislosti mezi daným oceňovaným podnikem a jeho okolím, protože má velký vliv na jeho současné i budoucí strategické postavení. Je nezbytné posoudit a zhodnotit makroprostředí, v němž podnik funguje. Existují zde velmi rozsáhlé trendy, které

pravděpodobně ovlivňují konkurenční postavení firem a jejich úspěch. (Krabec, 2009, s. 104)

Poté, co je vymezen relevantní trh a jsou zjištěny všechny potřebné informace o něm, je nezbytné posoudit jeho atraktivnost. Správné provedení analýzy atraktivity by mělo vést k lepšímu rozeznání šancí a rizik na daném trhu a také k vymezení podkladů, která jsou spojena se stanovením rizikové přírážky pro diskontní míru. Na trh působí velké množství faktorů – např. jeho velikost, růst, intenzita přímé konkurence, velikost průměrné rentability nebo bariéry vstupu. V dalším kroku by měla být sestavena prognóza vývoje relevantního trhu. Základem pro tuto prognózu je rozbor hlavních faktorů, které mají vliv na vývoj trhu. Jedná se o faktory národohospodářské, jako je HDP, obecné a specifické faktory, které patří ke konkrétním druhům produktu. (Mařík, 2011, s. 68)

V rámci analýzy makrookolí podniku je nutné zhodnotit faktory, jež vznikají mimo podnik. Tyto faktory mají vliv na postavení podniku v rámci trhu, nemohou jím být ovlivněny, avšak lze na ně určitým způsobem reagovat. K jejich analýze se využívá nejčastěji PEST analýza. Tato metoda se zabývá politickými, ekonomickými, sociálními a technologickými vlivy, které na podnik působí. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 10)

### **3.2.2 Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku**

Cílem analýzy konkurenční síly je odhadnout vývoj budoucích tržních podílů oceňovaného podniku. Navazuje na předchozí analýzu, která se věnovala zejména velikosti a kvalitě trhu, na němž se podnik nachází. Postup této analýzy by měl zahrnovat tyto jednotlivé kroky. Prvním z nich je vymezení dosavadních tržních podílů, kterými oceňovaný podnik disponuje. Tento podíl vychází ze znalosti produkce konkurenčních podniků a lze ho stanovit na úrovních peněžních i fyzických jednotek. Dalším významným krokem v rámci strategické analýzy je identifikace konkurentů. Je potřeba získat veškeré údaje týkající se jejich hospodaření, které by mohly mít vliv na hodnocení konkurenční síly. Pokud to lze, určí se také tržní podíly konkurentů. Poté následuje analýza vnitřního potenciálu podniku a hlavních faktorů jeho konkurenční síly. Hlavním úkolem této fáze je odhadnout, jakým způsobem je podnik schopný využít šance, které mu plynou z rozvoje trhu, dále do jaké míry dokáže čelit konkurenci a možným hrozbám. Výsledkem předchozích analýz je vytvoření prognózy tržních podílů a zhodnocení podniku v rámci jeho perspektivnosti. (Mařík, 2011, s. 77)



Ideálním nástrojem, který je vhodné k analýze mikroprostředí použít je Porterův model pěti sil, jenž zkoumá konkurenční prostředí podniku. Tento nástroj v sobě spojuje pět faktorů, které působí nejenom na výnosnost odvětví, ale také na oceňovaný podnik. (Srpková, Řehoř, 2010, s. 132)

### 3.2.3 Prognóza tržeb oceňovaného podniku

Prognózu tržeb oceňovaného podniku lze odvodit na základě předešlých analýz – tedy z analýz a prognóz týkajících se vnějšího a vnitřního prostředí, a také z výsledků analýz, které byly zaměřeny na časové řady tržeb podniku v minulosti. (Mařík, 2011, s. 93)

## 3.3 Finanční analýza

Nedílnou součástí oceňování podniku představuje právě finanční analýza. Je nezbytné, aby jí všechny podniky věnovaly zvýšenou pozornost. Jedná se soubor činností a aktivit, které jsou součástí finančního řízení a jejich hlavním úkolem je souhrnný rozbor celkové finanční situace (zdraví) společnosti. V rámci těchto činností se posuzuje současný stav hospodaření a identifikují se rizika, která by podnik mohla v rámci jeho dalšího fungování v budoucnu značným způsobem ovlivnit. (Synek, 2011, s. 349)

Růčková (2015, s. 9, 10) ve své knize popisuje finanční analýzu jako uspořádaný rozbor dat, která jsou získána z účetních výkazů. Podle ní hlavní smysl finanční analýzy spočívá v připravenosti podkladů, které mají vliv na kvalitní rozhodování a další fungování podniku. Dalším cílem je zajistit finanční stabilitu. Zjišťuje se, zda je podnik schopen dosahovat zisku a dostát tak všech svých závazků, protože v opačném případě by to mělo velký dopad na jeho další vývoji a fungování.

Podle Holečkové (2008, s. 9) finanční analýza hodnotí současný, ale především minulý stav hospodaření podniku. Je nezbytné tyto výsledky srovnat s ostatními podniky v odvětví a nalézt doporučení, která by vedla ke zlepšení jeho současného stavu hospodaření v budoucnu. Jedná se o prognózu finanční perspektivnosti podniku. Cílem finanční analýzy je tedy poskytnout informace o finančním zdraví podniku, nalézt slabiny a naopak vymežit silné stránky.

Pro správné zpracování finanční analýzy je nezbytné vycházet z účetních výkazů – rozvaha, výkaz zisku a ztráty, přehled o peněžních tocích a příloha. Dalšími podklady jsou informace od manažerů či výroční zprávy. Je nutné počítat s možnými chybami, které tyto výkazy obsahují a s jejich nepřesností. (Kalouda, 2017, s. 58)

### 3.3.1 Absolutní ukazatele

Absolutní ukazatele slouží k analýze všech položek rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Prostřednictvím těchto ukazatelů je možné zjistit, jaká je struktura těchto výkazů a jak se vyvíjely jejich jednotlivé položky. Jsou zkoumány prostřednictvím horizontální a vertikální analýzy účetních výkazů. (Martinovičová, Kopečný, Vavřina, 2014, s. 167)

V rámci horizontální analýzy tzv. analýzy trendů dochází k porovnávání účetních výkazů a jejich položek v rámci několika let, kdy se sleduje jejich meziroční vývoj. Vertikální analýza, která bývá označována jako strukturální, zkoumá procentní podíl dané veličiny ke zvolené základně, která představuje 100 %. (Mrkvička, Kolář, 2006, s. 54)

### 3.3.2 Poměrové ukazatele

Knápková a Pavelková (2010, s. 15) ve své knize zmiňují, že poměrové ukazatele jsou považovány za jeden z nejdůležitějších nástrojů v rámci celé finanční analýzy. Umožňují podniku získat okamžitou představu o tom, jaký je stav jeho finanční situace.

**Ukazatele rentability** – Rentabilita představuje výnosnost vlastního kapitálu, tedy jakého efektu dosáhl kapitál, který byl vložen do podniku. Pro podnik je podstatné, aby tento ukazatel v průběhu jeho existence rostl. (Kislingerová, Hnilica, 2008, s. 32, 33)

**Ukazatele zadluženosti** – Ukazatele zadluženosti v podniku zobrazují strukturu krytí aktiv. Snaží se zachytit poměr mezi použitím vlastních a cizích zdrojů financování a stanovit velikost rizika, které tato struktura podniku přináší. Podnik se snaží nalézt takový poměr zdrojů financování, který mu přinese co nejmenší náklady na kapitál. (Máče, 2013, s. 436, 437)

**Ukazatele likvidity** – Likvidita představuje pro podnik schopnost dostát všech svých závazků. Stanoví se jako podíl peněz, které mohou být v různých formách, a závazku. Pokud tento ukazatel dosahuje příliš vysokých hodnot, znamená to zbytečné vázání peněz v nelikvidních složkách, což může mít za následek snížení rentability. (Režňáková, 2010, s. 19, 20)

**Ukazatele aktivity** – Ukazatel aktivity se využívá v případech, kdy chce podnik zjistit, zda jsou jeho aktiva využita efektivně. Podnik tak může prostřednictvím tohoto ukazatele určit, jestli jeho dosažené výsledky odpovídají přiměřenému množství aktiv, které má k dispozici a se kterými pracuje. (Vochozka, 2011, s. 24)

### 3.4 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná

Dalším krokem v rámci strategické analýzy je rozdělení majetku podniku na provozně nutné a nenutné. Vochozka a Mulač (2012, s. 137, 138) ve své knize uvádí, že rozdělení aktiv do těchto dvou skupin je závislé na tom, jaký význam má majetek na chodu a celém fungování podniku. Při rozdělení se vychází z předpokladu, že se podnik specializuje pouze na jednu hlavní činnost. Pokud je podnik zaměřený na více aktivit, každá jeho jednotka by se měla oceňovat zvlášť a ne jako celek.

K hlavní činnosti, které se podnik věnuje, je nezbytné jen určité množství aktiv. Právě tato aktiva jsou označována jako potřebná (nutná). Jak již bylo řečeno, aktiva jsou využívána pro hlavní účel podnikání, ke kterému byl podnik založen. Tento majetek je charakteristický svou strukturou, velikostí a s nimi spojenými kapacitními rezervami. Co se týče ostatních aktiv, výnosů a nákladů, které z nich plynou a které nemají přímou souvislost s hlavním zaměřením podniku, mělo by dojít k jejich vyřazení v rámci aktiv nebo výsledku hospodaření. Potřeba vyčlenění je nutná i v případě, pokud z tohoto majetku podnik získává nějaké příjmy či nikoliv. Tato aktiva by měla být oceněna samostatně a k hodnotě podniku připočítána až na závěr. Jedná se tedy o majetek, který není využíván v podniku k hlavní činnosti. Také sem lze zahrnout majetek, který svou velikostí neodpovídá provozním potřebám podniku. (Mařík, 2011, s. 118-120)

Členění aktiv na provozně nutná a nenutná představuje velmi významný krok v procesu strategické analýzy a celého stanovení hodnoty podniku. Pokud by tato aktiva byla chybně rozdělena a poté i oceněna, vedlo by to k nesprávnému ocenění celého podniku. (Krabec, 2009, s. 221)

### 3.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty se řadí mezi základní podnikatelské hospodářské veličiny, prostřednictvím kterých dochází ke stanovení hodnoty podniku. Hlavním principem analýzy a následné prognózy generátorů hodnoty je soustředění pozornosti zejména na takové veličiny, u kterých je pravděpodobné, že budou v budoucnu tvořit volné peněžní toky. Jen takové veličiny jsou schopny se v budoucnu podílet na tvorbě hodnoty společnosti. (Mařík, 2011, s. 126)

Generátory hodnoty bývají nejčastěji spojovány s výnosovými metodami ocenění, a tedy metodou diskontovaných peněžních toků. Prostřednictvím rozboru generátorů hodnoty lze

lépe zhodnotit minulost podniku a zjistit, jestli v podniku byla tvořena hodnota či nikoliv a zároveň, jaké faktory tuto hodnotu nejvíce ovlivňovaly. (Mařík, 2011, s. 126)

Generátory hodnoty představují podklad pro vytvoření finančního plánu. Tyto generátory bývají zobrazeny ve formě poměrových ukazatelů, které jsou oproti finanční analýze upraveny s ohledem na stanovení hodnoty podniku. Je nezbytné, aby se hodnoty majtkových a výsledkových položek, které vstupují dále do generátorů, vztahovaly pouze k hlavnímu provozu společnosti a aby z nich byly vyloučeny všechny vlivy, které mají jednorázový nebo mimořádný charakter. (Marek, 2009, s. 531)

### 3.6 Sestavení finančního plánu

Plánování představuje rozhodovací proces, v rámci kterého dochází k návrhu, hodnocení a výběru cílů, kterých má být dosaženo. Na plánování se je možné dívat dvěma způsoby – z hlediska dlouhodobého, kdy se podnik více specializuje na vymezení cílů a strategií, a na druhé straně z hlediska krátkodobého, kdy dochází naopak k přizpůsobení cílů disponibilním prostředkům. Výsledkem takového finančního plánování je právě finanční plán. Tento plán představuje ve finančním systému podniku model, prostřednictvím kterého jsou navrhovány a hodnoceny budoucí hodnoty stavů a toků. Tyto plány mají úlohu souboru kritérií, které slouží k rozhodování o činnostech, které vznikají v přítomnosti, avšak jejich důsledky se promítnou v budoucnosti. (Valach, 1999, s. 243)

Podle Maříka (2011, s. 149) je finanční plán podklad a základna, který podnik využívá při stanovení hodnoty pomocí výnosových metod. Je důležité, aby základem pro vytvoření plánu byla dlouhodobá koncepce podniku, jeho vize a strategie.

Finanční plán, ať už z hlediska operativního či strategického, hraje v rámci finančního řízení velmi podstatnou roli. Je nezbytné, aby takový plán zahrnoval dlouhodobé cíle podniku a vize, kterých má být dosaženo. Plánování dovoluje podniku odhadnout, jakým způsobem se bude vyvíjet v budoucnu. Pomáhá mu odhalit a zejména minimalizovat případná rizika, která by mohla mít vliv na jeho další rozvoji a fungování. Při tvorbě plánu je nutné zahrnout také působení faktorů prostředí, ve kterém se podnik nachází, a to nejenom vnitřního a vnějšího, ale také tržního. Je potřebné znát finanční situaci podniku a možné dopady, které by ji mohly určitým způsobem dále ovlivnit. (Pavelková, Knápková, 2012, s. 210)

## 4 VÝNOSOVÉ METODY OCEŇOVÁNÍ

Pro stanovení hodnoty podniku lze využít velké množství různých metod, které se od sebe navzájem liší. Není možné určit, která z nich je správná a která nikoliv, zvolení metody by mělo navazovat na cíl, kterého chce podnik dosáhnout. (Kislingerová, 2001, s. 22)

Nejčastěji využívanými metodami při oceňování podniku jsou metody výnosové. Předpokladem těchto metod je stanovení hodnoty na základě určení budoucího užítku pro investora. Princip spočívá ve stanovení současné hodnoty výnosů, které podnik očekává v budoucnosti a které jsou tvořeny aktivy, která podnik vlastní. Výnosem mohou být buď diskontované peněžní toky, dividendový výnos, nebo kapitalizovaný zisk. (Nývtová, Marinič, 2010, s. 183)

Marek (2009, s. 532) tvrdí, že výnosové metody představují jediný správný postup stanovení hodnoty podniku. Princip, na kterém jsou založeny, spočívá v tom, že hodnota daného aktiva je závislá na budoucím příjmu, který z tohoto aktiva plyne, ne na nákladech, které vznikly v minulosti. V rámci oceňování je nutné tyto budoucí příjmy, se kterými se bude dále pracovat, v první řadě diskontovat, což znamená převést na současnou hodnotu k datu ocenění.

Mařík (2011, s. 163, 164) ve své knize vymezil obecná kritéria, která se týkají všech výnosových metod a která se využívají již pro konkrétní modifikaci použitých výnosů. Mezi tato měřítka, ze kterých vychází výnosové metody, patří kategorie hledané hodnot, způsob kalkulace cen a způsob kalkulace daní. Co se týče kategorií hodnoty, lze sem zařadit hodnotu tržní, investiční nebo objektivizovanou. V rámci způsobu kalkulace daní lze využít kalkulaci s nulovým zdaněním, zdanění na úrovni příjmů oceňované společnosti nebo úrovni subjektu, pro kterého je ocenění provedeno. Prostřednictvím kalkulace cen lze výnosy oceňovat dvěma způsoby. Jedná se o oceňování ve stálých nebo běžných cenách.

Mezi základní výnosové metody, které se při oceňování používají, patří:

- Metoda diskontovaného peněžního toku
- Metody kapitalizovaných čistých výnosů
- Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)
- Kombinované metody ocenění

## 4.1 Metody diskontovaných peněžních toků

Metody diskontovaných peněžních toků představují základní výnosové metody, které bývají zároveň těmi nejvíce využívanými. Princip těchto metod spočívá v odhadu budoucích peněžních toků, které podniku plynou v rámci jeho činností. Hodnota podniku se zvyšuje právě s růstem těchto peněžních toků. Velmi důležitým krokem je také správné stanovení diskontní míry, prostřednictvím které dochází k diskontování jednotlivých výnosů. (Dluhošová, 2010, s. 175)

Podle Kislingerové (2001, s. 157) jsou metody diskontovaných peněžních toků založeny na několika předpokladech. Prvním z nich je, že kapitálové trhy musí být efektivní. Je nutné, aby kapitálová struktura podniku byla tvořena pouze vlastním jměním a dluhem. Musí existovat pouze daň z příjmů a podnik musí v rámci principu going concern stále investovat do výše svých odpisů.

Existují tři základy metody oceňování, v návaznosti na to, pro koho je určen peněžní tok. Jsou jimi metoda DCF entity, DCF equity a metoda APV (Adjusted Present Value).

### 4.1.1 Metoda DCF entity

DCF entity je považováno za základní a nejčastěji využívanou metodu, která bere v úvahu peněžní toky nejenom pro vlastníky, ale také pro samotné věřitele. Aby bylo možné stanovit celkovou hodnotu podniku, která je označována jako brutto, je nezbytné diskontovat cash flow. (Dluhošová, 2010, s. 176)

Východiskem pro použití této metody při stanovení hodnoty podniku jsou tedy peněžní toky pro vlastníky ve formě dividend a věřitele, kdy mají podobu splátek a úroků. Avšak je nutné zahrnout do výpočtu pouze ty peněžní toky, které lze z podniku odebrat. Nesmí dojít k ohrožení plynulého chodu podniku, musí být zachován tzv. „going concern“ princip. Dalším krokem při určení volného peněžního toku (dále jen FCF) je odečtení investic, které jsou důležité v rámci dosažení budoucích peněžních toků. Následující tabulka zobrazuje princip výpočtu volného cash flow. (Mařík, 2011, s. 170)

Tabulka 1 Postup při vymezení volného peněžního toku pro DCF entity

1.	+	Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVH <sub>d</sub> )
2.	-	Upravená daň z příjmů (= KPVH <sub>d</sub> x daňová sazba)
3.	=	Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani (KPVH)
4.	+	Odpisy

5.	+	Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
6.	=	Předběžný peněžní tok z provozu
7.	-	Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	-	Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	=	Volný peněžní tok (FCFF)

Zdroj: Vlastní zpracování dle Maříka (2011, s. 170)

#### 4.1.1.1 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Prvním krokem v rámci výpočtu volného peněžního toku (FCFF) je stanovení korigovaného provozního výsledku hospodaření, který se označuje jako KPVH. Je nutné, aby KPVH zahrnoval náklady na cizí kapitál, které jsou dále využity pro vymezení cash flow pro vlastníky a také věřitele. Mimo to musí být odečteny položky, které jsou jednorázové. Tyto mimořádné položky nesmí být součástí výsledku hospodaření. KPVH by také neměl obsahovat výnosy a náklady, které v podniku souvisejí s majetkem provozně nenutným. (Mařík, 2011, s. 171)

#### 4.1.1.2 Stanovení první fáze podniku

Mařík (2011, s. 171) uvádí, že hodnotu podniku jako celku lze stanovit prostřednictvím následujícího vzorce:

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

kde: (1)

FCFF <sub>t</sub>	volný peněžní tok
i <sub>k</sub>	kalkulovaná úroková míra
n	počet let plánované existence podniku

Mařík (2011, s. 178) považuje za základní předpoklad tzv. „going concern“, což znamená předpoklad trvalého fungování podniku. To je důvodem, proč nelze naplánovat peněžní toky pro všechny roky existence podniku. V takovém případě se v praxi využívá dvoufázová metoda, která má následující tvar:

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

kde: (2)



$FCFF_t$	volný peněžní tok v roce t
T	délka první fáze růstu podniku (v letech)
PH	pokračující hodnota
$i_k$	kalkulovaná úroková míra (na úrovni průměrných vážených nákladů)

#### 4.1.1.3 Pokračující hodnota

Délka první fáze je již stanovena, dalším krokem je určit fázi druhou, kdy se předpokládá, že v podniku bude volné cash flow mít stabilní růst.

Mařík (2011, s. 183) pro tento výpočet navrhuje dvě možnosti. První možností, jak vypočítat pokračující hodnotu, je použitím Gordonova vzorce. Velmi podstatným krokem v rámci tohoto vzorce je dodržení základní podmínky, kdy kalkulovaná úroková míra musí dosahovat vyšší hodnoty než je plánované tempo růstu volného CF. Předpokladem tohoto vzorce je zajištění stabilního a trvalého růstu volného peněžního toku podniku. Pokračující hodnota se pak vypočítá tímto způsobem:

$$PH_{v\check{c}aseT} = \frac{FCFF_{(T+1)}}{i_k - g}$$

kde: (3)

FCFF	volný peněžní tok
T	poslední rok prognózovaného období
$i_k$	kalkulovaná úroková míra (na úrovni průměrných vážených nákladů)
g	plánované tempo růstu volného peněžního toku ve druhé fázi

Druhou možností, která se využívá pro stanovení pokračující hodnoty, je parametrický vzorec. Principem tohoto vzorce jsou generátory hodnoty. Generátorem hodnoty, který se v takovém případě používá, je tempo růstu korigovaného provozního výsledku hospodaření. Je nezbytné, aby toto tempo bylo snižené o upravené daně a očekávanou rentabilitu čistých investic. Parametrický vzorec je vyjádřen následujícím vzorcem:

$$PH = \frac{KPVH_{T+1} * (1 - \frac{g}{r_i})}{i_k - g}$$

kde: (4)

$KPVH_{T+1}$	korigovaný výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy
--------------	--

$r_i$	rentabilita čistých investic
$g/ r_i$	míra investic
$i_k$	kalkulovaná úroková míra (na úrovni průměrných vážených nákladů)

#### 4.1.1.4 Výsledná hodnota podniku

Na základě předchozích kroků lze zjistit provozní hodnotu podniku, tzv. hodnotu brutto. Tato hodnota představuje celkovou hodnotu podniku, avšak zobrazuje v sobě pouze část podniku, která se týká provozu. Aby bylo možné získat výslednou hodnotu vlastního kapitálu podniku, je nutné udělat jisté výpočty, které jsou uvedeny v následující tabulce. (Mařík, 2011, s. 201)

Tabulka 2 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu podniku

1.		Hodnota brutto („provozní“)
2.	-	Hodnota úročeného cizího kapitálu (ke dni ocenění)
3.	=	Hodnota vlastního kapitálu („provozní“)
4.	+	Hodnota aktiv, která nejsou provozně nutná (ke dni ocenění)
5.	=	Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku

Zdroj: Vlastní zpracování dle Maříka (2011, s. 201)

#### 4.1.2 Metody DCF equity

Další metodou, kterou lze pro stanovení hodnoty podniku využít, je metoda DCF equity. V rámci této metody se nebere v úvahu hodnota podniku jako celku, jako tomu bylo v předchozím případě. Využívají se jen peněžní toky, které jsou k dispozici pouze vlastníkům podniku. (Mařík, 2011, s. 165)

Oproti metodě DCF entity se zde používá jiný způsob výpočtu CF, jiná diskontní míra a celkově výsledek, který lze získat diskontováním volných peněžních toků. Výpočet volného peněžního toku prostřednictvím této metody ukazuje následující tabulka. (Mařík, 2011, s. 206)

Tabulka 3 Postup při vymezení volného peněžního toku pro DCF equity

1.		Korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních (KPVH)
2.	+	Odpisy
3.	+	Ostatní náklady, které nemají v daném období charakter výdajů
4.	-	Investice do upraveného pracovního kapitálu provozně nutného
5.	-	Investice do pořízení dlouhodobého kapitálu provozně nutného
6.	=	FCF na úrovni podnikatelské jednotky (tj. entity)

7.	-	Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít, tj. úrok $(1 - \text{daňová sazba})$
8.	-	Splátky úročeného cizího kapitálu
9.	+	Nově přijatý úročený cizí kapitál
10.	=	FCFE

Zdroj: Vlastní zpracování dle Maříka (2011, s. 205)

Mařík (2011, s. 206) uvádí ve své publikaci následující vzorec, který se využívá pro stanovení hodnoty vlastního kapitálu s pomocí metody DCF equity:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_{T+1}}{(1 + i_k)^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{i_g - g} * \frac{1}{(1 + i_k)^T}$$

kde: (5)

FCFE	volný peněžní tok v roce t
$i_k$	kalkulovaná úroková míra na úrovni VK při dané míře zadlužení
g	předpokládané tempo růstu ve druhé fázi

#### 4.1.2.1 Diskontní míra

Při stanovení hodnoty podniku prostřednictvím modelů DCF hraje významnou roli právě diskontní míra. Její hlavní úkol spočívá v diskontování budoucích výnosů a převedení jejich hodnoty na současnost. Pomocí ní lze vyjádřit míru výnosnosti a rizika, která je v podniku očekávána. Je několik možností, jak diskontní míru stanovit. Konkrétní způsob výpočtu je závislý na metodě, která bude použita při oceňování. (Kislingerová, 2001, s. 174)

Podle Maříka (2011, s. 206) se při oceňování metodou DCF entity využívá diskontní míra, která je stanovena na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu, tzv. WACC. U metody DCF equity se naopak pracuje s diskontní mírou, která představuje náklady vlastního kapitálu při určité míře zadlužení podniku. Jestliže se podnik oceňuje pomocí metody DCF APV, diskontní míra představuje náklady vlastního kapitálu v situaci nulového zadlužení podniku.

#### 4.1.2.2 Vážené průměrné náklady na kapitál

Jak již bylo v předchozí části uvedeno, při stanovení hodnoty podniku metodou DCF entity se používají vážené průměrné náklady na kapitál (WACC) jako diskontní míra. Tato zvolená diskontní míra v sobě zachycuje jak úrok, který představuje cenu pro věřitele za

použití kapitálu, tak výnos vlastníků podniku. WACC se vypočítají pomocí následujícího vzorce:

$$WACC = N_{CK} * (1 - d) * \frac{CK}{C} + N_{VK} * \frac{VK}{C}$$

kde: (6)

CK	tržní hodnota cizího kapitálu
VK	tržní hodnota vlastního kapitálu
C	tržní hodnota celkového kapitálu (C = CK + VK)
N <sub>CK</sub>	náklady na cizí kapitál
N <sub>VK</sub>	náklady na vlastní kapitál
d	sazba daně z příjmů

(Nývtová, Marinič, 2010, s. 120)

#### 4.1.2.3 Vymezení nákladů cizího kapitálu

Náklady cizího kapitálu představují úroky, které musí podnik platit svým věřitelům a které jsou snižené o tzv. daňový štít. Tyto náklady lze vypočítat pomocí váženého průměru efektivních úrokových sazeb. Podnik tyto sazby musí platit za využití různých forem cizího kapitálu. Nejčastějšími případy v rámci cizího financování jsou krátkodobé a dlouhodobé bankovní úvěry, dluhopisy a ostatní finanční výpomoci. (Pavelková, Knápková, 2012, s. 63, 64)

#### 4.1.2.4 Vymezení nákladů vlastního kapitálu

Správné vymezení nákladů vlastního kapitálu představuje mnohem složitější proces, než tomu bylo u nákladů kapitálu cizího. Jedná se o výnos, který očekávají investoři a jehož výše je odvozena od výnosu, který by investor mohl získat, pokud by se rozhodl investovat do jiného aktiva se stejným rizikem. (Pavelková, Knápková, 2012, s. 63)

Mezi nejčastější způsoby stanovení nákladů vlastního kapitálu patří:

- stavebnicová metoda,
- a model CAPM.

Princip vymezení nákladů prostřednictvím stavebnicové metody spočívá v tom, že se přičítají k bezrizikové úrokové míře jednotlivé rizikové prémie. Tento model stanovení nákladů vlastního kapitálu pracuje s oběma riziky, systematickým i nesystematickým.

Existuje několik typů vzorců, prostřednictvím kterých lze dospět ke stejnému výsledku. Kislingerová (2001, s. 200, 201) ve své publikaci uvádí následující vzorec:

$$r_e = r_f + r_o + r_{fr} + r_l$$

kde: (7)

$r_e$	bezriziková výnosnost
$r_o$	přirážka za obchodní riziko
$r_{fr}$	přirážka za finanční riziko
$r_l$	přirážka za sníženou likviditu

Výši rizikových přirážek lze nalézt na stránkách ministerstva průmyslu a obchodu. Ministerstvo průmyslu a obchodu využívá při svých analýzách následující vzorec:

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{podnikatelské} + r_{finstab} + r_{finstr}$$

kde: (8)

$r_f$	bezriziková sazba
$r_{LA}$	přirážka za velikost podniku
$r_{podnikatelské}$	přirážka za produkční sílu
$r_{finstab}$	přirážka za finanční stabilitu
$r_{finstr}$	přirážka za riziko dělení produkční síly

(Metodika INFA, © 2005-2018)

Druhou metodou, která se v praxi používá pro stanovení nákladů vlastního kapitálu častěji, je model CAPM. Při použití tohoto modelu v praxi se bere v úvahu bezriziková úroková míra, výnosnost trhu a nediverzifikovatelné riziko. Podstatným krokem je rozdělit celkové riziko, které má přímou souvislost s investicí do akcií, na dvě položky – část systematickou a nesystematickou, kdy pro stanovení výnosu se v tomto případě pracuje pouze se složkou systematickou. Náklady vlastního kapitálu se poté vypočítají prostřednictvím následujícího vztahu:

$$r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

kde: (9)

$r_e$	náklad vlastního kapitálu v %
$r_f$	bezriziková úroková míra $\beta$
$r_m$	výnosnost kapitálového trhu

$\beta$	koeficient vyjadřující relativní rizikovost
$r_m - r_f$	riziková prémie kapitálového trhu

(Kislingerová, 2001, s. 188, 189)

Mařík (2011, s. 222-224) uvádí, že koeficient  $\beta$  představuje v modelu CAPM měřítko nediverzifikovaného rizika. Tento koeficient určuje do jaké míry je investice citlivá vůči změnám na trhu. Je několik možných způsobů, jak lze stanovit jeho výši. Patří sem například možnost odhadu, která je založena na odhadu historických let, metoda analogie či analýza působících faktorů. Za nejvhodnější variantu je považována právě metoda analogie. Princip této metody spočívá v převzetí parametru  $\beta$  od jiných podniků. Je nutné brát v úvahu odlišnosti, které jsou mezi těmito podniky, ať už kapitálovou strukturu či obchodní riziko. Koeficient  $\beta$  se vyjadřuje následujícím vztahem:

$$\beta_Z = \beta_N * (1 + (1 - T) * \frac{CK}{VK})$$

kde:

(10)

$\beta_Z$	$\beta$ vlastního kapitálu u zadluženého podniku
$\beta_N$	$\beta$ vlastního kapitálu při nulovém zadlužení
T	sazba daně z příjmů
CK	cizí kapitál
VK	vlastní kapitál

#### 4.1.3 Metoda APV

Posledním základním modelem v rámci metod diskontovaných peněžních toků, je metoda APV, která není v praxi moc využívána. Tato metoda vykazuje určité podobnosti s metodou DCF entity. Základním předpokladem DCF APV je financování podniku pouze prostřednictvím vlastních prostředků. Peněžní toky jsou diskontovány náklady vlastního kapitálu v případě, že podnik nevyužívá cizích zdrojů pro zabezpečení své finanční situace. Výhodou této metody je skutečnost, že při stanovení hodnoty podniku nebere v úvahu jeho kapitálovou strukturu, čímž není nutné zjišťovat tržní hodnotu podniku. (Jakubec, Kardoš, 2016, s. 140)

#### 4.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Dalším modelem, pomocí kterého lze stanovit hodnotu podniku, je metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Je velmi oblíbená v německy mluvících zemích, kde má

své kořeny a označuje se jako netto, což znamená, že počítá pouze hodnotu pro vlastníky podniku. (Mařík, 2011, s. 257)

Základem metody kapitalizovaných čistých výnosů je zaměření se na výkonnost podniku v minulosti. Významnou roli zde hraje právě historická úroveň zisku. Hodnota podniku se v rámci této metody odvozuje od tzv. udržitelné úrovně zisku podniku. I v tomto případě je nutné neopomenout předpoklad dlouhodobého trvání podniku (going concern). Významným krokem je také informovanost o všech minulých výsledcích firmy, nejlépe za období 3-5 let. Netto hodnota podniku se poté určí jako podíl mezi trvale dosažitelným ziskem a mírou kapitalizace. (Kislingerová, 2001, s. 153, 154)

Existují dvě varianty této metody. Co se týče první varianty, čistý výnos je zde chápán jako rozdíl mezi příjmy a výdaji. Tento případ je velmi podobný metodě DCF equity. Nezbytným krokem, který je nutný provést v rámci této metody, je analýza peněžních toků a jejich rozdělení mezi samotné vlastníky. Naopak v druhém případě se výnos odvozuje z výsledku hospodaření, což je rozdíl mezi výnosy a náklady. (Jakubec, Kardoš, 2016, s. 150)

### 4.3 Metoda založená na koncepci ekonomické přidané hodnoty

Ekonomická přidaná hodnota se v posledních letech stává stále oblíbenější nejenom při hodnocení výkonnosti jednotlivých podniků, ale také při jejich oceňování. Tento ukazatel odstraňuje oproti běžným jisté nedostatky. Nevychází z účetního zisku, jako je tomu u rentability kapitálu, ale ze zisku ekonomického. V ekonomickém zisku jsou zahrnuty jak účetní náklady, tak náklady vlastního kapitálu, které bývají označovány jako ušlé příležitosti (oportunitní). (Fotr, Souček, 2005, s. 127)

EVA představuje ukazatel výnosnosti, který má oproti klasickým ukazatelům, jako jsou např. rentabilita aktiv nebo vlastního kapitálu, značné výhody. Pomocí ukazatele EVA lze změřit, do jaké míry společnost přispívá svými aktivitami a činnostmi buď ke zvýšení, nebo naopak ke snížení hodnoty, která náleží jejich vlastníkům.

Ekonomická přidaná hodnota se vyjadřuje následujícím vztahem:

$$EVA = NOPAT - WACC * C$$

kde:

(11)

NOPAT      zisk z hlavní činnosti po zdanění

WACC	průměrné vážené náklady na kapitál
C	kapitál vázaný v aktivech, která jsou využívána v hlavní činnosti

(Mařík, 2011, s. 282)

Rozvaha představuje základní východisko, které je potřebné pro výpočet vloženého kapitálu. EVA je odvozena od tří základních hodnot, jež pro její stanovení mají klíčovou roli. Jedná se o NOPAT – čistý provozní zisk po zdanění, NOA – čistá operativní aktiva a průměrné vážené náklady na kapitál. Významným krokem v rámci stanovení ekonomické přidané hodnoty je úprava účetních vstupních dat z důvodu lepšího zobrazení skutečného stavu v podniku. Aby mohl být účetní model převedený na ekonomický a lépe tak odpovídal ekonomické realitě, je třeba provést několik úprav, které zahrnují:

- úpravy týkající se rozvahy, aby bylo možné určit čistá operativní aktiva (NOA)
- úpravy spojené s výkazem zisku a ztráty a stanovení správné výše zisku z hlavní činnosti podniku po zdanění (NOPAT)

(Pavelková, Knápková, 2012, s. 52-58)

Aby mohla být čistá operativní aktiva stanovena ve správné výši, je nutné provést několik kroků, mezi které lze například zařadit:

- aktivace chybějících položek rozvahy
- aktivace majetku, který byl pořízen na leasing nebo majetek v nájmu
- vymezení provozně nutných aktiv
- snížení aktiv a pasiv, která nenesou žádný náklad

(Pavelková, Knápková, 2012, s. 58-61)

Další položkou, která je pro výpočet EVA důležitá, je NOPAT. V rámci stanovení jeho hodnoty se vychází z hodnoty čistých operativních aktiv. Podstatným krokem zde je zjištění operativního zisku, který je součástí zapojení právě již zmíněného NOA. Aby bylo možné zjistit hodnotu NOPAT, je nutné při výpočtu vycházet z provozního výsledku hospodaření, popřípadě lze použít i výsledek hospodaření z běžné činnosti. V případě druhé možnosti je nezbytné provést několik kroků ke stanovení NOPAT. Jedná se o:

- vyloučení jednorázových položek (např. prodej dlouhodobého majetku)
- vyřazení výnosů, které vznikly z provozně nenutných aktiv
- vyloučení nákladů týkajících se výzkumu a vývoje, vzdělávání zaměstnanců, reklamy apod.



- vyřazení výnosů a nákladů, které jsou spojené s dlouhodobým finančním majetkem,
- úprava hodnoty daně z příjmů atd.

(Pavelková, Knápková, 2012, s. 62)

Stanovení hodnoty podniku prostřednictvím EVA má stejně jako metoda DCF několik různých variant ocenění. Jedná se o metodu entity, equity a APV. Metoda entity je však nejčastěji využívána. Významnou úlohu zde má tržní přidaná hodnota neboli MVA. Jedná se o určitý pohled do budoucnosti. Znárodnuje současnou hodnotu budoucích ročních EVA, které jsou k datu ocenění diskontovány. (Mařík, 2011, s. 295-297).

Pro zjištění hodnoty podniku se používá dvoufázová metoda, která má následující vzorec:

$$H_{VK} = NOA_0 + \sum_{t=1}^r \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC-g} * \frac{1}{(1+WACC)^T} - D_0 + A_0$$

kde: (12)

$H_{VK}$	hodnota vlastního kapitálu (netto)
$NOA_0$	čistá operativní aktiva k datu ocenění
$t$	počet let plánovaných hodnot EVA
$D_0$	hodnota účetních dluhů k datu ocenění
$A_0$	neoperativní aktiva k datu ocenění
$WACC$	průměrné vážené náklady na kapitál
$g$	průměrné roční tempo růstu EVA

#### 4.4 Kombinované výnosové metody

Tyto metody v sobě spojují více oceňovacích metod. Jedná se o ocenění jak výnosového, tak majetkového charakteru. Často bývají označovány jako korigované výnosové metody a využívají se při syntéze výsledků v rámci oceňování. Lze sem zahrnout metodu střední hodnoty a metodu kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů. (Mařík, 2011, s. 278, 279)

##### 4.4.1 Metoda střední hodnoty

Metoda střední hodnoty neboli Schmalenbachova metoda je v současné době velmi oblíbená a bývá často nazývána jako metoda praktiků. I přes svoji oblíbenost nelze tuto

metodu aplikovat ve všech případech. Doporučuje se ji použít u podniků, kde v majetku převládají hmotná aktiva. (Vochozka, Mulač, 2012, s. 163)

Podle Kislingerové (2001, s. 237) podstata této metody spočívá v tom, že hodnota podniku není tvořena pouze statky a výkony, které jsou vloženy do podniku, ale zejména budoucím výnosem, který z nich plyne. Hodnota podniku se dále stanoví prostřednictvím průměru výnosové a substanční hodnoty. Pro stanovení hodnoty podniku využívá následující vzorec:

$$H = \frac{x_1V + x_2S}{x_1 + x_2}$$

kde: (13)

H	hodnota podniku
V	výnosová hodnota podniku
S	substanční hodnota podniku
$x_1$ a $x_2$	zvolené váhy pro obě veličiny

#### 4.4.2 Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů

Mařík (2011, s. 279) ve své publikaci uvádí, že hodnota podniku se pomocí metody kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů stanoví jako rozdíl mezi výnosovou a substanční hodnotou. Tuto hodnotu lze zjistit pouze v případě, když podnik dosahuje právě tohoto mimořádného čistého výnosu, a to pomocí následujícího vzorce:

$$H_n = S_n + \frac{\check{C}V - i_k * S_n}{i_{k2}}$$

kde: (14)

$S_n$	substanční hodnota
$\check{C}V$	čistý výnos
$i_k$	úroková míra (náklady vlastního kapitálu)
$i_{k2}$	úroková míra pro mimořádný výnos
$i_k * S_n$	čistý výnos za rok

#### 4.5 Výběr správné metody ocenění

Z předešlých kapitol je patrné, že pro stanovení hodnoty podniku existuje řada rozmanitých metod, které se vzájemně liší principy a pak také svými výstupy. S tímto

faktem nastává problém správného výběru metody, která by byla nejvíce vhodná pro ocenění. Je nutné, aby oceňovatel zvolil tu, která nejlépe vyhovuje dané situaci. Musí brát ohled na objekt ocenění, účel samotného ocenění a v neposlední řadě množství vstupních dat, která jsou mu k dispozici.

V běžné praxi je obvyklé, že se hodnota podniku zjišťuje minimálně prostřednictvím dvou různých metod, čímž je možné se dopočítat k různým výsledkům. V takovém případě se nedoporučuje využít obyčejný aritmetický průměr pro správnou syntézu výsledků. Vhodným způsobem v takové situaci je posoudit současný stav oceňovaného podniku, kdy jednotlivým metodám, které byly pro oceňování zvoleny, se přiřadí určitá váha. Zjišťuje se, která metoda je pro subjekt nejvhodnější a ostatní metody slouží pouze jako doplňující. Vhodným krokem v závěru oceňování je také provést citlivostní analýzu. Jejím úkolem je informovat oceňovatele o tom, jakým způsobem se změní výsledná hodnota podniku, pokud by se hodnota některého z hlavních vstupních údajů změnila o jisté procento. (Mařík, 2011, s. 423-426)

## **II. PRAKTICKÁ ČÁST**

## 5 ZÁKLADNÍ INFORMACE O SPOLEČNOSTI

Název společnosti: CHÂTEAU VALTICE – Vinné sklepy Valtice, a.s.

Datum vzniku: 29. dubna 1992

Sídlo: Vinařská 407, 691 42 Valtice

Základní kapitál: 66 797 000 Kč

Počet zaměstnanců: 95



Obrázek 2 Logo CHÂTEAU VALTICE

### 5.1 Charakteristika společnosti

Společnost CHÂTEAU VALTICE – Vinné sklepy Valtice, a.s. se řadí mezi nejvýznamnější a nejstarší výrobce moravských vín v České republice. Společnost Vinné sklepy Valtice vznikla dne 29. dubna 1992 zápisem do obchodního rejstříku jako akciová společnost. V roce 2004 došlo ke změně názvu na současný CHÂTEAU VALTICE – Vinné sklepy Valtice, a.s. Statutárním orgánem této společnosti je Ing. Antonín Šťastný, Mgr. Ing. Marek Šťastný a Ing. Věra Drozdová.

Hlavním předmětem činnosti této společnosti je na základě obchodního rejstříku:

- hostinská činnost,
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona.

Předmětem podnikání je:

- zemědělská výroba včetně prodeje nezpracovaných výrobků za účelem zpracování nebo dalšího prodeje.

Co se týká základů vinařství, kořeny vinařství až do 12. století. Byly položeny na místech, kde se nacházel původní valtický hrad. V 15. století tehdejší vládnoucí vrstva Lichtenštejnové zjistili, že jižní Morava, konkrétně právě okolí Valtic a Mikulova, poskytuje vynikající podmínky vhodné právě pro pěstování vinné révy a celý proces výroby vína. To byl základ pro vybudování jednoho z nejvýznamnějších vinařských celků, který mohl konkurovat v Evropě. V témže století byl postaven Zámecký sklep, jenž měl kapacitu větší než 500 tisíc litrů vína.

V současné době společnost představuje jednoho z největších pěstitelů vinné révy u nás. Její vinohrady se rozkládají na ploše více než 600 hektarů nejenom v okolí Valtic, ale zejména ve velmi vyhlášené oblasti pod Pálavou. Zpracování hroznů, výroba vína a jeho

následný prodej tuto společnost řadí mezi největší společnosti v tomto oboru v ČR. Každý rok zpracuje přibližně 4 500 tun hroznů a konečným spotřebitelům nabízí rozsáhlý sortiment, který zahrnuje až 250 druhů vín.

Valtice v roce 2006 získaly přívlastek Hlavní město vína. Jejich vinařské instituce, počet vinic a množství vinných sklepů je řadí mezi jednu z nejvýznamnějších obcí nejenom v České republice, ale samotné Evropě. Právě tato lokalita představuje jednu z nejsilnějších stránek společnosti. Umístění v Lednicko-valtickém areálu, který je součástí Světového kulturního dědictví UNESCO, je pro ni velkou výhodou. Každým rokem se sem sjíždí velké množství turistů z celého světa, pro které společnost pořádá různé kulturní akce spojené s vínem, prohlídky svých prostor či ochutnávky vín.

## 5.2 Vlastnická struktura

Právní formou společnosti je akciová společnost. K datu ocenění společnost evidovala kmenové akcie na jméno v listinné podobě v počtu 60 117 ks, jejichž jmenovitá hodnota byla 1 000 Kč, a dále prioritní akcie, také na jméno a v listinné podobě, ale v nižším počtu pouhých 6 680 ks opět ve jmenovité hodnotě 1 000 Kč. Výše základního kapitálu tedy představovala 66 797 000 Kč.

Ing. Antonín Šťastný je největším akcionářem společnosti. Ovládá více než 32 % hlasovacích práv a dále zastává funkci předsedy představenstva podniku. Žádní další akcionáři, kteří by měli podíl větší než 20 %, nejsou.

## 5.3 Spřízněné strany

Tabulka číslo 4 představuje majetkové účasti, které má společnost vůči následujícím společnostem.

Tabulka 4 Přehled majetkových účastí

Název společnosti	Podíl společnosti v %
Vinařství Kovacs s.r.o.	100
Valvin, s.r.o.	49
Vinofrukt, a.s.	39,08
Knížecí vinné sklepy s.r.o.	100

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

## 5.4 Analýza odvětví

Společnost se na základě klasifikace ekonomických činností CZ-NACE řadí do následujících odvětví:

- 01210 – pěstování vinných hroznů
- 11020 – výroba vína z vinných hroznů
- 011 – pěstování plodin jiných než trvalých
- 11070 – výroba nealkoholických nápojů, stáčení minerálních a ostatních vod do lahví
- 462 – velkoobchod se základními zemědělskými produkty a živými zvířaty
- 47190 – ostatní maloobchod v nesespecializovaných prodejnách
- 5610 – stravování v restauracích, u stánků a v mobilních zařízeních

### 5.4.1 Vinařská oblast Morava

Původní Zákon č. 115/1995 Sb. o vinohradnictví a vinařství rozděloval Českou republiku do 18 vinařských oblastí, z nichž 10 bylo na území Moravy. Současný Zákon o vinohradnictví a vinařství č. 321/2004 Sb. dělí území již pouze na dvě oblasti – Čechy a Moravu.

Moravská vinařská oblast se nachází na území, které se rozkládá od jižního cípu Moravy až po západní stranu od Brna. Rozloha této oblasti dosahuje přibližně 17 450 ha. Toto území zároveň představuje 96 % plochy všech vinic, které jsou na území České republiky v současné době zaregistrované. Jedná se o oblast s nejvíce pěstiteli vinné révy, kterých je dnes k 19 000. Nachází se zde 312 vinařských obcí, na jejichž území se rozkládají tzv. vinařské tratě nebo jejich části. Jejich počet dosahuje již 1 126. Tato oblast je díky klimatickým podmínkám vhodná zejména pro pěstování vinné révy na výrobu bílého vína.

(Česko, 2004; www.wineofczechrepublic, © 2005-2015)

## 5.5 Důvody pro ocenění

Předmětem stanovení hodnoty je společnost CHÂTEU VALTICE – Vinné sklepy Valtice, a.s. Hlavní důvod ocenění spočívá ve zjištění hodnoty pro samotné vedení, tedy vlastníky společnosti. Díky tomu, že společnost dlouhodobě dosahuje zisku, má předpoklady dalšího perspektivního vývoje i v budoucnu. Pro stanovení hodnoty budou použity výnosové metody oceňování. Ocenění společnosti je provedeno k 1. 1. 2017.

## 6 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Strategická analýza představuje významný krok při stanovení hodnoty podniku. Jedná se o klíčovou část, od které se dále odvíjí další vymezení parametrů, které jsou důležité pro oceňování. V rámci strategické analýzy se rozhoduje, zda podnik splňuje potenciál dlouhodobého fungování na základě vnějších a vnitřních podmínek, které ovlivňují jeho další rozvoj a rozhodují o jeho dalším průběhu.

### 6.1 Makroekonomické prostředí

Makroekonomické prostředí je analyzováno prostřednictvím PEST analýzy. Tato analýza představuje velmi vhodný nástroj, který podniku pomáhá pochopit faktory, které mají na jeho fungování vliv. Následující kapitoly jsou věnovány právě faktorům politickým, ekonomickým, sociálním, demografickým, technickým a technologickým.

#### 6.1.1 Politické a legislativní faktory

Oblast vinařství a výroba vína je upravována mnoha zákony, předpisy či vyhláškami, které vycházejí nejenom z legislativy národní, ale také z legislativy evropské. Nejdůležitějším zákonem v rámci české legislativy je zákon č. 256/2011 Sb., kterým se mění zákon č. 321/2004 Sb., o vinohradnictví a vinařství a o změně některých souvisejících zákonů ve znění pozdějších předpisů, a zákon č. 452/2001 Sb., o ochraně označení původu a zeměpisných označení a o změně zákona o ochraně spotřebitele, ve znění pozdějších předpisů. Jsou zde obsaženy pojmy spojené s právy a povinnostmi výrobců a zpracovatelů, jednotlivé směrnice v rámci výroby apod. (MFČR, © 2005 – 2013)

Mezi daně, které ovlivňují obor vinařství, lze zařadit například daň z přidané hodnoty, kterou upravuje zákon č. 235/2004 Sb. nebo spotřební daň podle zákona č. 353/2003 Sb. Výše základní daně z přidané hodnoty se za posledních deset let téměř nezměnila, její vývoj zaznamenal mírný růst. Větší rozdíl lze spatřit ve snížené sazbě, která od roku 2004 vzrostla z 5 % na současných 15 %. V roce 2015 byla zavedena dokonce druhá snížená sazba, jejíž výše činí 10 %. Díky zvyšování této daně dochází ke snížení konkurenceschopnosti menších vinařství a podpory celého podnikání, protože narůstá konečná cena produktů. (Finanční správa, © 2013-2017)

V rámci podnikání lze také čerpat prostředky z národních zdrojů nebo zdrojů z Evropské unie. Oblast poskytování dotací v České republice je upravována zákonem č. 252/1997 Sb.,



o zemědělství. Co se týká čerpání financí ze zdrojů Evropské unie, vztahuje se k nim vládní nařízení č. 245/2004 Sb., o stanovení bližších podmínek při provádění opatření společné organizace trhu s vínem. Dalšími zdroji, odkud je možné získat finanční prostředky, jsou Podpůrný a garanční rolnický a lesnický fond, a.s., fond Zemědělec nebo Vinařský fond. Tento fond je zaměřený na podporu marketingu vína, ochranu označování vína podle jejich zeměpisného původu nebo na prodej produktů. Úkolem Vinařského fondu je informovat veřejnost o vinohradnictví, vinařství a celkově všech skutečnostech, které s nimi mají nějakou souvislost. Společnost CHÂTEU VALTICE – Vinné sklepy Valtice, a.s. v roce 2016 čerpala provozní dotace ze Státního zemědělského intervenčního fondu v celkové výši 1 814 tis. Kč. Prostředky byly poskytnuty na oblast agroenvironmentálního opatření. Úkolem těchto opatření je podpořit jednotlivé způsoby využívání zemědělské půdy. Je významné, aby všechny tyto postupy byly v souladu s ochranou životního prostředí a s jejím zlepšením. (MFČR, © 2005 – 2013; interní materiály společnosti)

Při obchodování se zbožím na trhu v rámci Evropské unie nejsou již stanovena žádná cla ani kvóty. Pokud společnosti dovážejí produkty ze zemí, které nespádají do EU, je pro ně stanoven společný celní kodex a celní sazebník. Sazebník je vydáván jak pro dovozce tak i vývozce a má podobu Integrovaného tarifu Evropského společenství, tzv. TARIC. (Finanční správa, © 2013-2017)

### 6.1.2 Ekonomické faktory

Oblast vinařství je ovlivňována řadou makroekonomických ukazatelů, mezi které lze zařadit například hrubý domácí produkt (HDP), inflaci nebo nezaměstnanost.

Tabulka 5 Hlavní makroekonomické indikátory

	HDP v mld. Kč	Obecná nezaměstnanost v ČR v %	Inflace v %	Směnný kurz CZK/EUR
2012	4 059,9	7	3,3	25,1
2013	4 098,1	7	1,4	26
2014	4 313,8	6,1	0,4	27,5
2015	4 554,6	5	0,3	27,3
2016	4 715,1	4	0,7	27

Zdroj: Vlastní zpracování dle Ministerstva financí

Hodnota hrubého domácího produktu vyjadřuje výkonnost národní ekonomiky. Z tabulky č. 5 je patrné, že jeho hodnota roste od roku 2012. V roce 2012 a 2013 byla výše HDP výrazně ještě ovlivněna doznívajícími vlivy finanční krize a dluhové krize v eurozóně.

V dalších letech již došlo k rozvoji ekonomiky. Intervence České národní banky, a tedy oslabená koruna, pomohly výrazně českých exportérům, výše dovozu však stále převažovala nad vývozem. Rok 2015 představoval pro českou ekonomiku silný růst. Tento rozmach byl podpořen nejenom měnovou politikou, ale zejména výraznými vládními investicemi a čerpáním peněz, které pocházejí z fondů Evropské unie. (MFČR, © 2005 – 2013)

Inflace je definována jako nárůst cenové hladiny a je měřena pomocí procentuálního přírůstu průměrného ročního indexu spotřebitelských cen. Česká republika patří mezi země, které mají nejnižší míru inflace. V roce 2008 po finanční krizi však narostla na enormních 6,3 %. Tento růst byl způsobem zvyšujícími se cenami energií. Následující roky již inflace klesala, až dosáhla naopak nejnižší úrovně. ČNB si klade za cíl 2 % inflaci, čehož se snaží dosáhnout prostřednictvím měnové politiky devizovými intervencemi. Tohoto cíle dosáhla v prosinci roku 2016. Na zvýšení inflace se podílely nejvíce ceny potravin a pohonných hmot, s kterými byly spojené rostoucí ceny ropy. (MFČR, © 2005 - 2017)

Co se týče míry nezaměstnanosti, její hodnoty se v posledních letech snižují. Tento stav je dán pozitivním vývojem celé ekonomiky. Na konci loňského roku dosáhla nezaměstnanost nového minima ve výši 3,5 %. K tomuto datu bylo rekordních 214 000 volných pracovních míst. Česká republika si drží i nadále v rámci Evropské unie pozici země s nejnižší úrovní nezaměstnanosti. Tyto nízké hodnoty představují jistý nesoulad mezi nabídkou a poptávkou po práci, čímž dochází k nárůstu reálných mezd a jednotlivým nákladům spojených s prací. Naopak dochází k podpoře a zlepšení celé finanční situace domácností. Přestávají se obávat budoucnosti a jsou ochotni stále více nakupovat, což potvrzují také tržby obchodů. Pokud i nadále budou tyto hodnoty nezaměstnanosti pokračovat, lze hovořit již o plné zaměstnanosti. (MFČR, © 2005 - 2017)

Posledním významným ekonomickým faktorem, který ovlivňuje oblast vinařství, je směnný kurz. V roce 2013 se Česká národní banka rozhodla, že bude používat kurz koruny jako jeden z dalších nástrojů měnové politiky. Jejím cílem je udržet tento kurz na hladině kolem 27 Kč za euro prostřednictvím provádění časově i objemově neomezených intervencí. (CNB, © 2003-2017)

### 6.1.3 Sociální a demografické faktory

Do sociálního prostředí patří velké množství různých vlivů, které na podnik působí. Všichni tito činitelé mají přímou spojitost s lidským faktorem, který je významný při samotném utváření nabídky na trhu.

Následující tabulka představuje vývoj těchto sociálních a demografických faktorů. Jak je patrné, počet obyvatel České republiky každým rokem mírně roste a pohybuje se okolo hodnoty 10,5 milionů.

Tabulka 6 Vývoj počtu obyvatel ČR

Rok	Počet obyvatel	Muži	Ženy	Věkové skupiny		
				0-14	15-64	65 a více
2012	10 516 125	5 164 349	5 351 776	1 560 296	7 188 211	1 767 618
2013	10 512 419	5 162 380	5 350 039	1 577 455	7 109 420	1 825 544
2014	10 538 275	5 176 927	5 361 348	1 601 045	7 056 824	1 880 406
2015	10 553 843	5 186 330	5 367 513	1 623 714	6 997 712	1 932 417
2016	10 578 820	5 200 687	5 378 133	1 647 221	6 942 688	1 988 911

Zdroj: Vlastní zpracování dle Českého statistického úřadu

Pro oblast vinařství je významná skupina obyvatelstva starších 18 let, kteří jsou již způsobilí ke konzumaci alkoholických nápojů. V další části tabulky je zobrazeno obyvatelstvo právě na základě jejich věku. Podle statistických údajů jsou největší skupinou, která tvoří část obyvatelstva, jsou lidé v produktivním věku od 15 do 64 let. Je však patrné, že jejich množství se stále snižuje. Populace stárne a naopak narůstá počet obyvatel nad 65 let. Tento stav představuje do budoucna problém, kdy tato skupina obyvatelstva bude stále více narůstat a obyvatel produktivního věku ubývat. S tím souvisí nadměrné zatěžování státu výdaji na starobní důchody, kdy je stát nucený zvyšovat sazby daní a sociálních pojištění, aby docílil zvýšení příjmové strany svého rozpočtu. (MFČR, © 2005 – 2013)

Dalším významným sociálním faktorem je vzdělanost obyvatelstva. V posledních letech se úroveň vzdělanosti zvyšuje. Roste počet obyvatelstva se středoškolským, a díky bezplatným veřejným školám, dokonce i vysokoškolským vzděláním. Naopak klesá počet lidí, kteří se učí různým řemeslům. Do budoucna by tato situace mohla značit významný problém, kdy nebude možné na trhu nalézt v různých oblastech schopné, kvalifikované a zodpovědné pracovníky. Jak bylo popsáno v kapitole týkající se ekonomického prostředí,

v současné době je velmi nízká úroveň nezaměstnanosti. Na trhu není shoda mezi konkrétní nabídkou a poptávkou po pracovním místě.

K největším konzumentům vína patří lidé, kteří mají vyšší vzdělání, jsou společensky na vyšší úrovni a dosahují vyšších příjmů. Dále sem lze zařadit osoby, které více dbají o své zdraví a o svou celkovou životní úroveň, která představuje další významný ukazatel v této oblasti. Lidé se v dnešní době stále více zaměřují na zdravou výživu a vyznávají zdravý životní styl, do něhož lze zařadit také konzumaci kvalitního vína.

Podle článku uvedeného v Medial News Today pravidelná konzumace malého množství vína pomáhá lidem předcházet onemocněním spojených se srdcem a cévami díky obsahu látky zvané polyfenol. Tato látka má protirakovinný účinek a působí jako antioxidant, který způsobuje zpomalení stárnutí buněk v lidském těle. (MedicalNewsToday, © 2004 – 2018)

#### **6.1.4 Technické a technologické faktory**

Co se týče technologických faktorů, v průběhu posledních několika let došlo k mnoha změnám a modernizacím v oblasti vína a celého vinařství. Jako v každém odvětví i zde platí, že jakýkoliv technický pokrok značí úspěch ve zvyšování konkurenceschopnosti a celkovém řízení podniku. Technologický pokrok je možné rozdělit do dvou hlavních skupin. První souvisí s produkcí vína. Tyto inovace ovlivňují oblasti týkající se pěstování vinné révy, jejím sběrem, následným zpracováním, lahvováním a dalšími činnostmi, které jsou v procesu výrobu nezbytné. Druhá skupina zahrnuje technologie, které mají zlepšit propagaci firmy a snažit se o zvýšení povědomí o značce a zejména produktech, které firma nabízí.

Tato společnost prošla několika změnami, jež jsou spojené nejenom s uskladňováním samotného vína, ale také s jeho lahvováním a využíváním modernějších způsobů. Dříve využívané korkové zátky nahradily zátky syntetické, které jsou vyráběny z plastu. Jejich výhoda spočívá v tom, že dokážou uchovat svěžest u nalahvovaných mladých vín. Kromě klasických zátek začala využívat také šroubovací uzávěry, které jsou zejména praktičtější, a díky nim lze déle udržet kvalitu vína. Modernizací prošla také oblast uskladnění vína. V současné době vinařství využívá k uskladnění zejména nerezové tanky.

Velmi významná je také samotná propagace firmy a všech jejích produktů. Prezentace podniku prostřednictvím online marketingu webové stránky představuje technologický

faktor, jehož význam v současné době velmi narůstá. Potenciální odběratelé mohou přímo sledovat, jaký sortiment produktů podnik nabízí. Společnost CHÂTEU VALTICE – Vinné sklepy Valtice, a.s. má zpracované velmi přehledné webové stránky se základními informacemi spojené přímo s e-shopem, kde si mohou zákazníci na základě svých požadavků a preferencí vybrat vína rozdělená do několika kategorií.

## 6.2 Relevantní trh

Jak již bylo v předchozí kapitole řečeno, hlavním předmětem činnosti, které se společnost věnuje, je vinařství. Na základě klasifikace ekonomických činností CZ – NACE se řadí do kategorie 11020 – Výroba vína z vinných hroznů, což zahrnuje jak samotnou výrobu vína, šumivého či nealkoholického vína, tak i jeho stáčení do lahví. (CZ NACE, © 2018).

### 6.2.1 Kvalitativní vymezení relevantního trhu

V rámci této kapitoly je vymezen trh na základě několika kritérií, kterými jsou produkt, území, zákazníci a konkurence.

Definice trhu na základě produktu, se kterým se obchoduje, se odvíjí od hlavní činnosti, na kterou je oceňovaná společnost zaměřená. CHÂTEU VALTICE je podnik, který se zabývá výrobou a následným prodejem vín, především přívlastkových, která jsou vyráběna zejména z hroznů pocházejících z tuzemska. Tato vína jsou vyráběna na základě prováděcího právního předpisu z hroznů, které pocházejí z určité vinařské oblasti a konkrétní vinařské trati. Přívlastek značí název této oblasti nebo obce a rok sklizně vinné révy.

Portfolium společnosti obsahuje různé druhy vín. V nabídce lze nalézt vína rozdělená ať už z hlediska obsahu cukru nebo třídy, kam patří např. vína jakostní, ledová, slámová, kabinetní, výběr z hroznů, tak i kategorie šumivých vín a sektů. Společnost CHÂTEU VALTICE nabízí svým zákazníkům rozsáhlý sortiment vín. Z celkových 32 odrůd poskytuje 18 bílých, 9 červených a 5 růžových, které jsou rozděleny dále do více než 150 variant. V tomto případě lze relevantním trhem na základě produktu stanovit celý trh s vínem.

Dalším vymezením je území. V následující tabulce lze vidět poměr domácích a zahraničních tržeb, které jsou uskutečňovány na území Evropské unie. Společnost se drží na velmi nízké úrovni. V roce 2016 to byly pouhá dvě procenta. Relevantním trhem je tedy v tomto případě trh České republiky.

Tabulka 7 Vývoj tržeb společnosti

(v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016
Tuzemsko	236 651	232 904	242 557	237 581
Zahraníčí	2 236	3 110	3 385	3 203
Podíl tržeb ČR	99,06%	98,68%	98,62%	97,95%
Podíl tržeb zahraničí	0,94%	1,32%	1,38%	2,05%

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

Co se týká zákazníků společnosti, jejími hlavními odběrateli jsou velké obchodní řetězce. Dále dodává produkty do gastronomických zařízení a také přímo jednotlivým zákazníkům. Odběratelé a jejich vyjednávací síla jsou dále popsány v kapitole, která se zabývá analýzou Porterova modelu pěti sil.

Mezi hlavní konkurenty společnosti CHÂTEU VALTICE patří Bohemia Sekt s.r.o., Znovín Znojmo a.s., Templářské sklepy Čejkovice, vinařské družstvo a Vinařství Mutěnice s.r.o. Konkurence a zejména tyto konkurenční společnosti jsou dále rozebrány v kapitole týkající se analýzy konkurence a vnitřního potenciálu společnosti.

### 6.2.2 Kvantitativní vymezení trhu

Další částí strategické analýzy je kvantifikace velikosti trhu vinařství, která je zpracována na základě předchozího provedeného kvalitativního vymezení. Bližší hodnoty žádný zdroj nepublikuje, proto je nutné je určitým způsobem vypočítat. Pro zjištění velikosti trhu jsou použita data týkající se množství spotřebovaného vína v České republice v daném sledovaném období. Výchozí informace, která je pro samotný výpočet významná, je průměrná spotřeba vína jednotlivce v daném roce, která je násobena počtem obyvatel v České republice, čímž dostaneme velikost trhu vyjádřenou v naturálních jednotkách.

Tabulka 8 Výpočet velikosti trhu

	2012	2013	2014	2015	2016
Spotřeba vína l/os	19,8	18,8	19,5	18,9	19,6
Počet obyvatel	10 516 125	10 512 419	10 538 275	10 553 843	10 578 820
Velikost trhu v tis. hl	2 086	1 973	2 058	1 998	2 073

Zdroj: Vlastní zpracování dle Českého statistického úřadu

Následujícím krokem je zjistit, jaká je velikost trhu již v peněžním vyjádření. Státní zemědělský intervenční fond vydává každý měsíc Zprávu o trhu vína a vinných hroznech, která obsahuje data týkající se průměrných cen a skladby vín podle spotřebního portfolia. Tato data mají sloužit právě k převedení naturálního vyjádření na peněžní.

Prvním krokem je rozdělení spotřeby vína do čtyř základních kategorií – vína jakostní bílá, jakostní červená, šumivá a s přívlastkem. Je nutné zjistit jejich průměrnou cenu. V tomto případě byla pro výpočet využita průměrná cena pro daný druh vína, která vycházela vždy z prosince daného roku.

Tabulka 9 Průměrné ceny vín

(v Kč)	2012	2013	2014	2015	2016
Jakostní víno bílé	63,2	63,4	69,7	59,3	61,8
Jakostní víno červené	62,8	66,6	67,03	71,4	68,4
Šumivé víno	88,9	85,3	91,6	87,6	88,3
Víno s přívlastkem	92,6	88,9	70,3	75,8	66,9

Zdroj: Vlastní zpracování dle Státního zemědělského intervenčního fondu

Další částí výpočtu je vynásobení ceny váhou, která byla určena na základě prodaného množství hl vín v sledovaném roce, čímž je poté možné stanovit konečnou váženou průměrnou cenu spotřebního koše vín na území České republiky.

Tabulka 10 Váhy ve spotřebním portfoliu vín

	2012	2013	2014	2015	2016
Jakostní víno bílé	36%	33%	30%	38%	32%
Jakostní víno červené	26%	17%	17%	18%	13%
Šumivé víno	25%	40%	25%	32%	46%
Víno s přívlastkem	13%	10%	28%	12%	9%

Zdroj: Vlastní zpracování dle Státního zemědělského intervenčního fondu

Tabulka 11 Vážená průměrná cena vín

(v Kč)	2012	2013	2014	2015	2016
Vážená průměrná cena	73,3	75,3	74,9	72,5	75,3

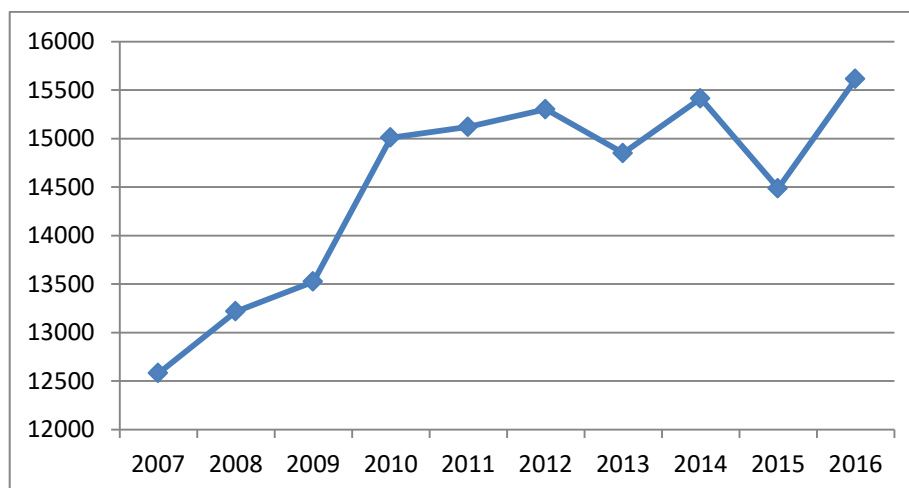
Zdroj: Vlastní zpracování dle Státního zemědělského intervenčního fondu

Díky vážené průměrné ceně vín a velikosti trhu v naturálních jednotkách již lze vymezit velikost trhu v peněžním vyjádření, které je uvedeno v následující tabulce.

Tabulka 12 Velikost trhu v peněžním vyjádření (mil. Kč)

Rok	Velikost relevantního trhu	Růst relevantního trhu
2012	15 302	1,20%
2013	14 849	-2,96%
2014	15 413	3,80%
2015	14 487	-6,01%
2016	15 613	7,77%

Zdroj: Vlastní zpracování dle Státního zemědělského intervenčního fondu a Českého statistického úřadu



Obrázek 3 Velikost trhu (mil. Kč)

Zdroj: Vlastní zpracování dle Státního zemědělského intervenčního fondu a Českého statistického úřadu

### 6.2.3 Analýza atraktivnosti trhu

Analýza atraktivnosti trhu nám pomůže k vytvoření podkladů pro správné stanovení rizikové přírážky pro výpočet diskontní míry oceňované společnosti. Předmětem analýzy atraktivnosti trhu jsou hodnotící kritéria, jimž jsou jednotlivě přiděleny váhy, a následná atraktivita trhu se vyhodnotí podle počtu dosažených bodů.

Na základě následující analýzy je zhodnoceno 9 faktorů, které významně ovlivňují chod společnosti. Tato analýza slouží pro posouzení příležitostí na trhu, na kterém se podnik nachází a zároveň určení možných rizik, která mu hrozí.

Tabulka 13 Analýza vnějšího potenciálu – atraktivnosti trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivnosti						Váha x body
		Negativní		Průměr		Pozitivní		
		1	2	3	4	5	6	
Růst trhu	3			X				$3 \cdot 3 = 9$
Velikost trhu	2			X				$2 \cdot 3 = 6$
Intenzita konkurence	3				X			$3 \cdot 4 = 12$
Průměrná rentabilita	2		X					$2 \cdot 2 = 4$
Bariéry vstupu	1					X		$1 \cdot 5 = 5$
Možnosti substituce	1				X			$1 \cdot 4 = 4$
Citlivost na konjunkturu	1					X		$1 \cdot 5 = 5$
Struktura zákazníků	2			X				$2 \cdot 3 = 6$
Vlivy prostředí	1					X		$1 \cdot 5 = 5$
<b>Celkem</b>	<b>16</b>							<b>56</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle Maříka (2011) a interních materiálů společnosti



### **Růst trhu**

Prvním faktorem, se kterým se společnost potýká, je růst trhu. V posledních letech dochází k mírnému nárůstu spotřeby vína a podobný průběh lze očekávat i v následujících letech. Podle průzkumů z roku 2016 se ročně v České republice vypije více než 200 milionů vína. Většina vína se však do České republiky dováží. Dovážené víno představuje kolem 70 %, pouze 30 % je vyráběno u nás. Důvodem pro tento nepoměr je vysoká spotřeba a nedostatek vinic. Jsou zde jistá omezení týkající se velikosti zemědělské půdy spojené se zemědělskou lokalitou, která je vhodná právě pro pěstování kvalitní vinné révy. Za nedostatkem vinic jsou také směrnice Evropské unie a zejména jejich cena a náklady spojené s jejich výstavbou. (Reflex, © 2001 – 2018)

Společnost CHÂTEU VALTICE – Vinné sklepy Valtice, a.s. má dlouholetou tradici, díky níž si drží významnou pozici na trhu. Klíčovým prvkem je zaměření na výrobu vín, které jsou zpracované výhradně z tuzemských hroznů. Jak již bylo řečeno, svým objemem pokrývá přibližně 2 % trhu České republiky. Podnik vlastní vinice o rozloze více než 600 ha. Cílem společnosti je rekultivace současných vinic a zabezpečení dostatečné produkce hroznů, aby si zabezpečil co největší soběstačnost. Plán obsahuje obnovu starých vinic, jejich postupné nahrazování a vysazování vinic nových. Růstový potenciál trhu je hodnocen průměrem – 3 body z 6.

### **Velikost trhu**

Česká republika představuje oproti zahraničí poměrně malý relevantní trh, který je fyzicky omezený. Průměrná velikost trhu se v posledních pěti letech pohybovala okolo 15 600 milionů Kč. Tato hodnota představuje přibližně 0,36 % hrubého domácího produktu České republiky.

I přesto má společnost dostatečné množství odběratelů zejména na území Česka, kdy mezi největší patří velké obchodní řetězce. V poslední době se jí však daří zvyšovat také podíl přímých odběratelů v podnikové prodejně či na vrátnici. V roce 2016 činil prodej lahvového vína 3 244 tis. litrů. Díky výhodné lokalitě přímo u rakouských hranic by mohla rozšířit svoji působnost také do zahraničí a zvýšit tak svůj prodej.

Kritérium velikosti trhu je hodnoceno tedy 3 body z 6.

### **Intenzita konkurence**

V oblasti vinařství je v současné době vysoká intenzita konkurence. Jak již bylo řečeno, do České republiky je dováženo velké množství vín především z evropských zemí, jako jsou Itálie nebo Španělsko. Také v rámci České republiky narůstá počet nových subjektů na trhu s vínem, které se dostávají do popředí a upevňují si silnou pozici díky finanční stabilitě.

Na současném českém trhu se pohybuje přibližně 19 000 pěstitelů vinné révy, 1 800 vinařských subjektů, kdy se jedná o malé soukromé vinaře, až po největší, kterou představuje skupina Bohemia Sekt s.r.o. Jeho produkce, která v minulém roce činila okolo 180 tisíc hektolitřů, představuje necelých 9 % celkové produkce vína na území České republiky.

Kvůli vyšší konkurenci, která v oblasti vinařství vystupuje, je tento faktor hodnocen 4 body z 6.

### **Průměrná rentabilita**

Na základě údajů, které každoročně zveřejňuje Ministerstvo obchodu a průmyslu ČR, lze zjistit informace týkající se rentability v odvětví výroby nápojů – CZ NACE 11. Tato skupina obsahuje nejenom produkci vína, ale také piva a ostatních alkoholických a nealkoholických nápojů. Konkrétnější rozdělení bohužel ministerstvo neposkytuje. Rentabilita vlastního kapitálu v odvětví od roku 2014, kdy dosahovala 4,98 %, roste. V roce 2015 to bylo již 11,93 % a v roce 2016 dokonce 14,8 %. Rostou také hodnoty rentability aktiv. Během let 2014 – 2016 se pohybovaly v rozmezí od 5,97 % do 10,04 %.

Společnost CHÂTEU VALTICE se specializuje zejména na produkci vín, která pocházejí z prověřených kvalitních hroznů, čímž patří do skupiny vyšší kvality. Tato fakta by měla mít vliv na výši ceny produktů, jejich marži a samotnou rentabilitu. Průměrná rentabilita vlastního kapitálu se ve sledovaném období pohybovala okolo 5 %. Také rentabilita aktiv dosahovala přibližně 5 %. V porovnání s odvětvím však hodnoty nejsou dostatečné.

Kritérium průměrné rentability je tedy hodnoceno 2 body z 6.

### **Bariéry vstupu**

Bariéry vstupu na trh úzce souvisí s předchozími body. Pokud se člověk rozhodne podnikat v oblasti vinařství, je zde velké množství překážek spjatých zejména s platnou legislativou, kterým musí čelit. Nová novela zákona o vinohradnictví má docílit vyšší regulace trhu a zabránit falšování vína, které je v současné době vysoce rozšířené. Podle průzkumů, které

si nechal vypracovat Svaz vinařů ČR, rozvinutý černý trh připraví Českou republiku ročně až o 2,5 mld. Kč. Nezdaněno totiž skončí více než 100 milionů litrů vína.

Hlavní překážka je však spjata se samotným vinohradem. Pokud vinař nenakoupí hroznové víno od dodavatele, je nucený získat a vybudovat kvalitní vinohrad, který mu zajistí dostatečnou produkci. Není však jednoduché najít vhodnou lokalitu, prvotní náklady jsou vysoké a vinohrad začne produkovat hroznové víno nejdříve po třech letech, což na začátku podnikání představuje velkou překážku.

Nezbytnou součástí je také nákup technologických zařízení a veškerého vybavení, znalost všech postupů a receptur, které souvisí s výrobou vína a dostatek místa pro uložení výrobků. Pro začínající podnik je nutné získat si silnou pozici na trhu, čehož docílí jen kvalitní výrobou a propagací, která mu pomůže se dostat do povědomí potenciálních zákazníků. Potencionální konkurenti mají tedy ztížené podmínky pro vstup na trh, proto je faktor týkající se bariér vstupu na trh hodnocen pozitivně 5 body z 6.

### Možnosti substituce

Pro víno, které představuje jedinečný nápoj, nelze najít dokonalý substitut. Nejbližším substitutem jsou mu ostatní alkoholické nápoje, jako je pivo a další druhy lihovin. Česká republika patří mezi světově vyhlášenou pivařskou oblast. Pivo vyrobené u nás nachází velkou popularitu nejenom v samotném tuzemsku, ale zejména i v zahraničí. Avšak samotné pivo je spíše substitut pro mužskou část obyvatelstva. Ženy víno nahrazují spíše míchanými alkoholickými nápoji.

Celková spotřeba lihovin na hlavu se v posledních letech snižovala, jak ukazuje následující tabulka. Od roku 2000 se spotřeba snížila ze 185 litrů na současnou spotřebu přibližně 173 litrů na hlavu.

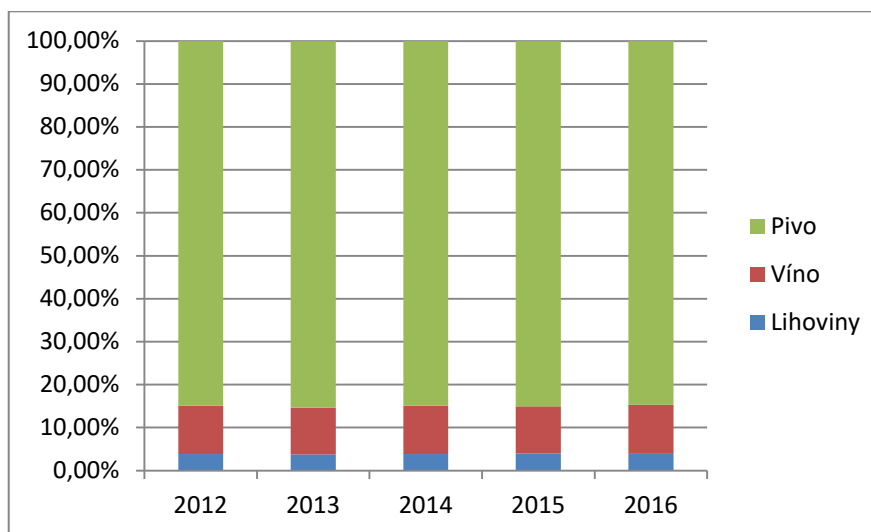
Tabulka 14 Průměrná roční spotřeba alkoholu (litr/osobu)

	2012	2013	2014	2015	2016
Lihoviny	6,7	6,5	6,7	6,9	7
Víno	19,8	18,8	19,5	18,9	19,6
Pivo	148,6	147,0	147,0	146,6	146,9
<b>Alkoholické nápoje celkem</b>	<b>175,2</b>	<b>172,3</b>	<b>173,3</b>	<b>172,4</b>	<b>173,5</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle Českého statistického úřadu

Víno si udržuje svůj stabilní podíl na celkovém množství, který představuje přibližně 11 % celkové spotřeby alkoholických nápojů. Jak již bylo řečeno, pivo je nejvíce vyhledávaný

alkoholický nápoj, jehož podíl činí okolo 85 %. Ostatní lihoviny představují zbylé 4 % na trhu. Možnost substituce je hodnocena pozitivněji, a to 4 body z 6.



Obrázek 4 Podíl alkoholických nápojů ve spotřebě

Zdroj: Vlastní zpracování dle Českého statistického úřadu

### Citlivost na konjunkturu

Pro trh s vínem je typické, že je oproti ostatním ekonomickým odvětvím málo dynamický. Tento fakt je způsoben díky tomu, že vinohrad začne plodit nejdříve za 3 roky. Nastává zde tedy jisté časové zpoždění.

Na základě údajů o vývoji ekonomiky a tržbách v oblasti vinařství byl vypočítán korelační koeficient za období 2012 – 2016, jehož hodnota byla 0,11. Tato úroveň vypovídá o slabé pozitivní závislosti mezi těmito dvěma údaji a lze ji hodnotit díky rostoucímu HDP jako pozitivní.

Hospodářský cyklus tedy příliš spotřebu vína neovlivňuje. V období recese lze očekávat stav, kdy lidé budou dávat přednost ceně před kvalitou. Naopak v období konjunktury by mohlo dojít k opačnému stavu. Citlivost na konjunkturu lze tedy hodnotit pozitivněji, a to 5 body z 6.

### Struktura zákazníků

Konečnými spotřebiteli vinařství jsou všichni občané starší 18 let. Vinařské společnosti dodávají své produkty koncovým zákazníkům zejména prostřednictvím velkých obchodních řetězců, což jsou pro ně nejvýznamnější odběratelé. Jejich vyjednávací síla je největší a na výslednou prodejní cenu tak mají největší vliv.

Druhou skupinu zákazníků představuje nezávislý trh v podobě hotelů, restaurací, vinoték a dalších. Vyjednávací síla v tomto případě však již není tak zřejmá.

Konkrétně je víno oblíbenější u žen. V současné době se zvyšuje podíl sladších a růžových vín, protože právě ta jsou ženami nejvíce vyhledávána. Díky velkému množství vinařských podniků, které nabízejí podobné druhy produktů, mohou v případě výrazných cen změnit svého vinaře.

Atraktivitu trhu z hlediska kritéria struktury zákazníků je hodnocena průměrně 3 body z 6.

### Vlivy prostředí

Vlivy prostředí nemají přímý dopad na konzumaci vína. Jeho spotřeba v minulosti silně rostla a v současné době si udržuje svůj podíl na celkové spotřebě alkoholických nápojů. Během roku je možné pozorovat určité výkyvy, které jsou způsobeny zejména ročním obdobím. S letními měsíci a volnem je spojena právě podstatně vyšší spotřeba vína. Valtice jsou známy množstvím kulturních akcí, které se zde každoročně konají, což má také za následek zvýšenou produkci. Vliv prostředí je tedy hodnocen pozitivně 5 body z 6.

Tabulka 15 Hodnocení atraktivnosti trhu

Dosažený počet bodů	56
Maximální počet bodů	96
Hodnocení	58,3%

Zdroj: Vlastní zpracování

Z maximálního počtu bodů, který byl 96, získala společnost 56 bodů, viz tabulka č. 15. Podíl 58,3 % představuje mírně nadprůměrný trh vzhledem k jeho atraktivnosti. I přes to, že zde působí negativní vlivy v podobě většího množství konkurenčních podniků, s čímž souvisí i růst a velikost trhu, nabízí tento trh i spoustu možností růstu. Na území České republiky se nachází velké množství odběratelů, kteří mohou podniku právě tento růst umožnit. Potenciál je možné vidět i v případném exportu do okolních států, zejména do blízkého Rakouska.

### 6.3 Prognóza vývoje relevantního trhu

Další částí strategické analýzy je prognóza vývoje relevantního trhu, na kterém se oceňovaná společnost nachází. Tato provedená predikce vývoje tržeb dále slouží pro výpočet budoucích tržeb podniku. Pro výpočet budoucích tržeb trhu byla využita funkce jednoduché regresní analýzy v programu Excel. Vysvětlující proměnnou jsou v tomto

případě hodnoty HDP a vysvětlovanou proměnou představují tržby za odvětví, které byly stanoveny v minulé kapitole.

Rovnice, která byla dále využita pro zjištění predikce vývoje tržeb na trhu, byla stanovena jako:

$$T = 6\,747 + 0,002 * \text{HDP} \quad (15)$$

Tabulka 16 Predikce vývoje tržeb daného odvětví

	Tržby v mil. Kč	Tempo růstu	HDP	Tempo růstu
2012	15 302		4 059 912	
2013	14 849	-2,96%	4 098 128	0,94%
2014	15 413	3,80%	4 313 789	5,26%
2015	14 487	-6,01%	4 594 615	6,51%
2016	15 613	7,77%	4 773 240	3,89%
2017	16 723	7,11%	4 988 036	4,50%
2018	17 062	2,03%	5 157 629	3,40%
2019	17 382	1,87%	5 317 516	3,10%
<b>Tempo růstu v letech 2012 – 2016</b>		<b>0,65%</b>		<b>4,15%</b>
<b>Tempo růstu v letech 2017 – 2019</b>		<b>3,67%</b>		<b>3,67%</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle Českého statistického úřadu, Ministerstva financí a Státního zemědělského intervenčního fondu

Vývoj HDP byl vytvořen na základě údajů makroekonomické predikce, které poskytuje každoročně Ministerstvo financí na svých internetových stránkách.

Tabulka č. 16 tedy znázorňuje vývoj relevantního trhu a to nejenom minulý, ale zejména budoucí. Prostřednictvím právě uvedené rovnice, která byla získaná regresí, lze zjistit, jaký bude vývoj tržeb v odvětví vinařství v následujících letech. Jak vyplývá z tabulky, v budoucích letech je možné předpokládat pozitivní vývoj těchto tržeb, s čímž souvisí i stabilní růst celého trhu spojeného s vinařstvím.

#### 6.4 Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku

Další část strategické analýzy se zabývá analýzou konkurence. Konkrétněji se jedná o analýzu mikroprostředí, která vyjadřuje konkurenční sílu podniku. Cílem provedené analýzy je zhodnotit jaké postavení si udržuje oceňovaná společnost na trhu a především její konkurenceschopnost v porovnání s vybranými podniky. V rámci této kapitoly jsou určeny tržní podíly společnosti, konkurenti a budoucí vývoj jejich tržeb.

### 6.4.1 Stanovení tržního podílu

Tabulka číslo 17 zachycuje, jaká je velikost tržního podílu oceňované společnosti v poměru k celkovým tržbám z odvětví vinařství. Tyto celkové tržby byly vypočítány v předchozí kapitole prostřednictvím vážené průměrné ceny vín a velikosti trhu v naturálních jednotkách. Jak lze z tabulky vidět, společnost si udržuje stabilní podíl pohybující se průměrně okolo 1,6 %.

Tabulka 17 Velikost tržního podílu společnosti

	Tržby v odvětví v mil. Kč	Tržby společnosti v tis. Kč	Podíl společnosti na trhu
2012	15 302	218 893	1,43%
2013	14 849	238 887	1,61%
2014	15 413	236 014	1,53%
2015	14 487	245 942	1,70%
2016	15 613	240 784	1,54%

Zdroj: Vlastní zpracování dle Českého statistického úřadu, Ministerstva a interních materiálů společnosti

### 6.4.2 Porterův model pěti sil

Porterův model pěti sil představuje významnou součást strategické analýzy, v rámci kterého je analyzováno konkurenční prostředí, které má vliv na oceňovaný podnik. Tento nástroj je sestaven z pěti faktorů, kterými jsou – vstup nových konkurentů, tlak ze strany substitutů, vyjednávací vliv odběratelů, vyjednávací vliv dodavatelů a intenzita soupeření mezi stávajícími konkurenty.

#### 6.4.2.1 Vstup nových konkurentů

Rostoucí spotřeba vína vyvolá pravděpodobně také vstup nových konkurenčních podniků na trh. V oblasti vinařství je vstup do tohoto odvětví poměrně náročný. První překážka je spojena právě se zdrojem surovin. Tito noví konkurenti chtějí být i samostatnými pěstiteli vína, aby mohli být soběstační a nemuseli být vázáni na potenciální dodavatele. Vinice však nelze zakládat kdekoliv, je nutné si zvolit kvalitní úrodnou půdu a prostředí pro zajištění dostatečné produkce. Finančně náročnou stránkou je také nákup nezbytného technologického zařízení, které je pro výrobu vína potřebné. Vinařství je velmi kapitálově náročný obor a právě pořízení základního vybavení může být pro většinu začínajících vinařů největší překážkou. Vinaři také musejí znát všechny postupy a receptury, které

nelze získat pouze z odborné literatury. V oblasti vinařství jsou významné především osobní znalosti a zkušenosti.

Nové firmy se také mohou potýkat s problémem, kdy zákazníci kupují již ověřené produkty. K novým značkám nemají příliš velkou důvěru a je velmi těžké upoutat jejich pozornost. S tímto problémem souvisí i překážka týkající se distribučních cest. Malá vinařství mohou mít své obchody, avšak krokem k získání silnější pozice na trhu jsou smlouvy a dohody s většími řetězci, ať už se jedná o restaurační nebo obchodní zařízení. Pro nové podniky není lehké se uplatnit, dostat se do povědomí zákazníků a získat si dobré jméno. Je nutné si zvolit vhodnou marketingovou strategii. Jen díky ní lze zvýšit povědomí o podniku, o produktech, které nabízí, a podpořit jeho celý prodej.

Tyto překážky pro vstup do odvětví jsou důvodem, proč je síla nových konkurentů hodnocena jako nízká.

#### **6.4.2.2 Tlak ze strany substitutů**

Jak již bylo v předchozí kapitole řečeno, ke klasickému lehkému nešumivému vínu je velmi obtížné najít dokonalý substitut. Nejbližší jsou mu ostatní alkoholické nápoje v podobě piv a ostatních lihovin. V posledních letech se také dostávají do popředí stále oblíbenější šumivá vína, která se mohou začít jevit jako potencionální substitut. Hrozba substitutů je tedy pro trh nešumivých vín vysoká.

#### **6.4.2.3 Vyjednávací vliv odběratelů**

Potenciálních kupujících je v rámci České republiky velké množství. V podstatě se jedná o každého občana staršího 18 let. Žádný z nich však nepředstavuje díky svému nákupu velké množství celkového odbytí, čímž je jeho vyjednávací síla nízká.

Naopak v daném odvětví alkoholických nápojů existuje silná diferenciací výrobků. Každá kategorie navíc obsahuje velké množství produktů. Zákazník tedy může jednoduše přejít k jinému výrobku či konkurenci, což ho nic nestojí. Kupující se dívají především na cenu výrobků, vyhledávají slevové akce a velmi se zaměřují na změnu ceny. Víno nepatří do nezbytných výrobků kupujících a v mnoha případech pro ně cena znamená více než kvalita zboží. Výrobci se tak dostávají do situace, kdy se snaží snižovat ceny, aby kupující nepřecházeli ke konkurenci. Cena bude s největší pravděpodobností hrát svou roli i v budoucnu při spotřebním chování kupujících. Také velké množství různých druhů vín, jejichž počet stále roste, dovoluj v případě rostoucí ceny zákazníkovi změnu produktu.



Odběratelé tedy určitým způsobem mají vliv na ziskovost odvětví vinařství a to v podobě tlaku na snižování ceny, zvýšení kvality výrobků nebo poskytnutí lepších služeb.

Nejsilnější vyjednávací sílu představují obchodní řetězce a pro podniky jsou to nejvýznamnější odběratelé. Jejich ztráta by pro podniky mohla znamenat rozsáhlé ohrožení v podobě velmi nízkých zisků. Podniky si mezi sebou snaží ujednat výhodné smluvní podmínky, které budou výhodné pro obě strany.

Co se týče oceňované společnosti, mezi její největší odběratele patří právě tyto obchodní řetězce, jako jsou např. MAKRO Cash & Carry ČR s. r. o., Ahold Czech Republic a.s., Globus ČR, k. s., BILLA spol. s r. o. nebo Tesco Stores ČR.

Druhá skupina odběratelů tvoří nezávislý trh. Jedná se o různé hotely, restaurace, vinotéky apod. Jejich vyjednávací síla není tak výrazná, jako tomu bylo u předchozí skupiny. Zde se jedná spíše o kompromis mezi odběratelem a CHÂTEAU VALTICE. Odběratelé se rozhodují na základě ceny. Nejnižší cenové nabídky jsou pro jejich výběr nejdůležitější.

Vyjednávací síla kupujících je tedy na vysoké úrovni.

#### **6.4.2.4 Vyjednávací vliv dodavatelů**

Mezi dodavateli největší roli v oblasti vína představují pěstitelé vinné révy. Přes jejich velké množství nejsou schopni ovlivňovat výši ceny hroznů. Tu si určuje trh prostřednictvím nabídky a poptávky. Rozdíl bude však v jejich kvalitě, kterou má každý pěstitel díky lokalitě, způsobům úpravy a péče odlišnou.

Další skupina dodavatelů je zaměřena na poskytování technologických zařízení, ať už se jedná o mlýnky, lisy, filtrační zařízení, stáček a lahvací linky, etiketovací zařízení, různé kádě a sudy na uskladnění révy a vína nebo prostředky na údržbu a péči o vinohrady. Tyto výrobky jsou poskytovány různými firmami, je možné si mezi nimi vybrat podle kvality. Další možností je nákup již opotřebovaného zařízení, které splní svůj účel a ceny jsou podstatně nižší.

Důležitou součástí jsou také dodavatelé obalových materiálů. Jedná se o lahve a zátky, ať už korkové nebo šroubovací, skleněné lahve, Pet lahve, demižony, kartony apod. I v této oblasti existuje velké množství konkurenčních podniků, které poskytují tyto služby. Každý z těchto dodavatelů se snaží přizpůsobit své služby zákazníkům přímo na míru. Upravují jim etikety na základě požadavků, vyrývají různé nápisy nebo loga na zátky a především chtějí poskytnout něco navíc oproti ostatním.

Společnost CHÂTEU VALTICE většinu svých potřeb zabezpečuje prostřednictvím drobných dodavatelů. Tito dodavatelé nemají příliš vysokou vyjednávací sílu, což je pro společnost velká výhoda. Do velké míry také spolupracuje s partnerskou společností Vinofrukt, a.s, která jí zajišťuje velké množství dodavatelských činností. CHÂTEU VALTICE tedy často s dodavateli nejednají přímo.

V závěru i přes to, že tyto produkty jsou pro oblast vinařství nezbytné a podniky by bez nich nemohly poskytovat své výrobky, existuje množství konkurenčních dodavatelů, čímž se snižuje jejich vyjednávací vliv. Nejvyšší možnost ovlivňovat cenu mají dodavatelé vinné révy, kteří disponují kvalitními hrozny, které jsou pro výrobce vín nezbytnou součástí celého jejich výrobního procesu.

#### **6.4.2.5 Intenzita soupeření mezi stávajícími konkurenty**

V České republice se na trhu s vínem pohybuje velké množství subjektů různých velikostí, které se věnují oblasti vinařství a celkové výrobě vína. Na tomto trhu je značná konkurence. Vedoucí postavení se snaží získat několik velkých společností, velké množství středních a malých vinařských společností. V roce 2016 bylo v České republice vyrobeno více než 2 000 tisíc hl vína.

Mezi nejvýznamnější konkurenty lze například zařadit společnosti, jako jsou:

##### **Bohemia Sekt s.r.o.**

Skupina Bohemia Sekt s.r.o. je jednou z nejvýznamnějších společností evropského rozsahu, zejména v oblasti střední a východní Evropy. Jedná se o největšího tuzemského výrobce šumivých a tichých vín. Ročně prodají více než 26 milionů lahví, což představuje přibližně 1,8 miliardy Kč tržeb.

Do této skupiny se dále řadí značky, jako jsou Víno Mikulov, Habánské sklepy, Vinařství Pavlov, Château Mikulov, Château Bzenec.

##### **Znovín Znojmo a.s.**

Společnost Znovín Znojmo a.s. byla založena v roce 1992 a patří mezi tradiční výrobce moravského vína. V současné době se svojí velikostí a produkcí řadí mezi středně velká česká vinařství. Jako hlavní předmět činnosti společnosti je výroba nápojů, tedy vína a s ním související obchodní činnosti. Společnost má vlastní výrobní závod umístěný v Šatově a dále vlastní dvě zpracovatelská střediska, která se nachází v Přímětících a Jaroslavicích.



<b>Přímé faktory</b>									
Šíře sortimentu	2						x		$2 \times 5 = 10$
Kvalita zboží	2						x		$2 \times 5 = 10$
Cenová úroveň	3				x				$3 \times 3 = 9$
Distribuce	1						x		$1 \times 5 = 5$
Intenzita reklamy a image	2					x			$2 \times 4 = 8$
<b>Nepřímé faktory</b>									
Kvalita managementu	3					x			$3 \times 4 = 12$
Výkonný personál	2				x				$2 \times 3 = 6$
Finanční situace	1			x					$1 \times 2 = 2$
Majetek a investice	2				x				$2 \times 3 = 6$

Zdroj: Vlastní zpracování dle Maříka (2011) a interních materiálů společnosti

### 6.5.1 Přímé faktory

Za přímé faktory jsou považovány takové faktory, které mají přímý vliv na zákazníka. Určitým způsobem je vnímá a ovlivňují jeho rozhodování.

#### Šíře sortimentu

Co se týká faktoru šíře sortimentu, byly jednotlivé společnosti porovnány z několika hledisek, kterými jsou množství druhů vín v nabídce, množství odrůd a ročníků, které poskytují svým zákazníkům.

Společnost CHÂTEAU VALTICE disponuje širokým portfoliem vín. Jedná se především o klasické lahvové 0,75 litru, kde lze najít levnější jakostní vína, různé druhy přívlastkových, šumivých, ledových a dokonce vín s označením VOC. Toto označení znamená, že vína jsou vyrobena z typických odrůd daného regionu, která jsou umístěna na přesně vyhrazených vinařských tratích. Nabídka společnosti je nejširší. Ve svém sortimentu má více než 150 vín, 37 rozdílných odrůd ročníků 2003 – 2017.

Podobně velkými konkurenty v oblasti šíře sortimentu jsou Bohemia Sekt a Znovín Znojmo. Bohemia sekt však nabízí většinou je vína čerstvá, starší ročníky zde nenajdeme. Obě společnosti nabízejí okolo 120 druhů vín 36 různých odrůd.

Templářské sklepy Čejkovice, vinařské družstvo i Vinařství Mutěnice s.r.o. poskytují v porovnání s těmito velkými vinařstvími podstatně menší množství druhů vín i odrůd.

Tento faktor lze tedy v porovnání s konkurencí hodnotit velmi pozitivně a to 5 body z 6.

### **Kvalita zboží**

Kvalitu vyráběných vín jednotlivých společností lze zhodnotit na základě jednotlivých úspěchů, které společnosti v průběhu svého fungování získaly. Společnost CHÂTEAU VALTICE dokazuje kvalitu svých výrobků řadou ocenění, kterých je v současné době více než 30 nejvýznamnějších. Za zmínku stojí například ocenění v podobě Vinařství roku za rok 2014 a 2017, kdy i v ostatních letech se společnost držela na prvních třech příčkách.

Společnost Bohemia Sekt je zaměřena spíše na získání různých druhů certifikátů. Ale i ona se často umisťuje na prvních příčkách v různých soutěžích. V roce 2010 dokonce získala ocenění v soutěži Vinařství roku, kde obsadila první místo. Společnost Znovín Znojmo nepublikuje svá ocenění ani certifikáty. Avšak i ona drží ocenění v podobě Vinařství roku, tentokrát se jedná o rok 2012.

Templářské sklepy Čejkovice se mohou pochlubit několika významnými oceněními, avšak v porovnání s oceňovanou společností je jejich množství podstatně menší. Také Vinařství Mutěnice vlastní řadu certifikátů, avšak žádné větší ocenění na svých stránkách neuvádějí.

Společnost CHÂTEAU VALTICE lze tedy z hlediska množství získaných ocenění zhodnotit velmi pozitivně a přiřadit tomuto faktoru 5 bodů z 6.

### **Cenová úroveň**

Cena představuje jeden z hlavních faktorů, které ovlivňují chování zákazníka a je často rozhodujícím kritériem při samotném nákupu zboží. Aby si společnost mohla stanovit vyšší ceny, je nutné nejdříve vybudovat silnou značku, která se dostane do povědomí potenciálních zákazníků. Jen tak si bude moci stanovit vyšší marže. Ceny zboží společnosti CHÂTEAU VALTICE jsou závislé na výši jejího tržního podílu, který jí nedovoluje příliš velké změna v porovnání s konkurenčními podniky. Její ceny se pohybují v rozmezí od 75 – 999 Kč, za víno s názvem Velká Morava. Jedná se o jakostní víno s přívlastkem pozdní sběr.

Ceny běžných jakostních vín se pohybují na stejné úrovni i u ostatních firem. Bohemia Sekt nabízí vína již od 69 Kč, Templářské sklepy Čejkovice od 65 Kč a Znovín Znojmo dokonce od 40 Kč. Vinařství Mutěnice nabízí ještě o něco levnější vína, jejich ceny začínají na 33 Kč. Kvalita těchto vín je ale podstatně nižší. Co se týká kvalitnějších přívlastkových vín, tento segment již není tolik ovlivněn konkurenčními podniky a zde je již možné zasahovat do tvorby ceny na základě kvality poskytovaného zboží.

Cenová úroveň je hodnocena v porovnání s konkurenčními podniky 3 body z 6.

### **Distribuce**

Jako hlavní možnost šíření své produkce využívá CHÂTEAU VALTICE služeb dopravců, se kterými má uzavřenou smlouvu. Tito dopravci zajišťují dodání vín jak do obchodních řetězců, obchodů, gastronomických zařízení, tak i vinoték. Samotný zákazník si také může z e-shopu vybrat libovolné zboží, které mu bude dopraveno přímo domů. E-shopem jako jedním z možných způsobů distribuce, disponují i ostatní podniky jako jsou Bohemia Sekt, Znovín Znojmo i Templářské sklepy Čejkovice. Pouze u Vinařství Mutěnice není rozvinutý tento způsob distribuce od výrobce přímo ke konkrétnímu zákazníkovi.

Další možností distribuce v případě oceňované společnosti je její prodejna. Nachází se zde veškerá vína, která má v nabídce. Lze si zde zakoupit předměty i z doplňkového sortimentu, jako jsou například knihy, vinařské potřeby, různé sýry apod. Významnou součástí společnosti je však zejména její vinařská pohotovost, která se nachází přímo v areálu podniku a je otevřena každý den v týdnu po 24 hodin. Zákazníci si zde mohou zakoupit z několika druhů sudových vín a dokonce i některá vybraná vína lahvová.

Právě vinařská pohotovost představuje pro podnik oproti ostatním společnostem velkou výhodu, a proto je faktor distribuce hodnocen 5 body z 6.

### **Intenzita reklamy a image firmy**

Co se týká intenzity reklamy, všechny analyzované společnosti mají funkční internetové stránky a kromě Vinařství Mutěnice také vytvořený e-shop, na kterém nabízejí své zboží. Nejlépe lze zhodnotit stránky právě oceňované společnosti CHÂTEAU VALTICE. Velkým pozitivem je jejich dobrá struktura. Jejich grafická úprava a celková logická posloupnost je na velmi vysoké úrovni. Zákazník si může jednoduše vyhledat na základě několika kategorií vhodné zboží, o kterém jsou zde poskytnuty veškeré informace. Podobně na tom jsou i společnosti Znovín Znojmo, Bohemia sekt i Templářské sklepy Čejkovice, kde si lze filtrovat vína podle požadavků, kterých však není tolik jako tomu je u společnosti CHÂTEAU VALTICE. Vinařství Mutěnice má oproti ostatním podnikům jednodušeji zpracované webové stránky, kde však chybí již zmíněný e-shop.

Společnost je prezentována také na sociálních sítích, které jsou v poslední době velmi oblíbené a díky kterým se podniky dostávají do většího povědomí potenciálních zákazníků a snaží se s nimi komunikovat. Publikuje zde zejména informace týkající se akcí, které

pořádá. Stejně je tomu i u ostatních společností, které mají založeny alespoň jeden profil na sociálních sítích.

Společnost si zakládá na image rodinného vinařství, které se řadí mezi jedny z nejvýznamnějších a nejstarších vinařství na území České republiky. Společnost je kladně vnímána také díky svému názvu, a to spojení CHÂTEAU VALTICE. Společnost má dlouholetou tradici svého fungování, celkového pěstování vinné révy a výroby vína na valtickém zámku a sklepích.

Tento faktor je v rámci oceňované společnosti hodnocen průměrně, a to 4 body z 6.

### 6.5.2 Nepřímé faktory

Naopak nepřímými faktory se rozumí faktory, které zákazník již přímo nevnímá. Tyto faktory jsou vnímány jako méně dominantní, ale i přesto mají podstatný vliv na konečný výsledek.

#### **Kvalita managementu**

Společnost CHÂTEAU VALTICE představuje rodinné vinařství. Její chod dlouhodobě řídí ve vedoucích pozicích otec a jeho dva synové z rodiny Šťastných. Vedení a orgány společnosti s jejími hlavními členy byly popsány již v úvodní kapitole analytické části práce. U společnosti se předpokládá snaha o velkou prosperitu a péči právě z důvodu, že se jedná o podnik rodinného typu. Společnost se snaží velké množství financí investovat do inovací a zejména rozšíření vinic, aby si zabezpečila vyšší produkci, což se odráží na výši jejich tržeb. Tato dynamika řízení rodinného podniku mu zajišťuje stabilitu a umožňuje mu dále zkvalitňovat poskytované zboží a služby.

U společnosti Bohemia Sekt nastala v roce 2012 změna v podobě přeměny právní formy z akciové společnosti na společnost s ručením omezeným. Tímto krokem došlo tedy ke změnám týkajících se řízení společnosti a rozdělení jejích orgánů. V současné době je společnost řízena jednatelem Ing. Ondřejem Beránkem, Mgr. Petrem Černým a Ing. Slavomírem Hermannem. Od změny právní formy ve firmě nedošlo k žádným změnám v řízení podniku.

Společnost Znovín Znojmo má také dlouhodobě fungující kvalitní management vedený Ing. Pavlem Vajčnerem jako předsedou představenstva a Ing. Zdeňkem Palátem jako předsedou dozorčí rady.

Templářské sklepy Čejkovice jsou od roku 2012 vedeny předsedou představenstva, kterým je Ing. Pavel Pastorek. Jako u ostatních podniků, ani tady nedochází ke změnám v oblasti řízení. Docházelo pouze k malým změnám v podobě změny funkčních pozic v rámci podniku.

Společnost Vinařství Mutěnice se v roce 2011 dostala do existenciálních problémů. Nastaly změny v podobě nového managementu, což vedlo ke zlepšení celkové situace v podniku.

Kvalita managementu lze u společnosti CHÂTEAU hodnotit 4 body z 6.

### **Výkonný personál**

Zaměstnance ve společnosti CHÂTEAU VALTICE lze považovat za stabilní a zejména zkušený tým. Od roku 2014 došlo k jejich navýšení na současných 95 zaměstnanců, z toho 4 ve vedení. Co se týká výše osobních nákladů na zaměstnance i tady se hodnoty pohybují ve sledovaných letech na stabilní úrovni a jejich výše je poměrně nízká. Ve srovnání se společností Bohemia Sekt, kde osobní náklady dosáhly v roce 2016 více než 1,7krát vyšších hodnot než v oceňované společnosti.

Faktor zaměstnanců lze hodnotit průměrně, a to 3 body z 6.

### **Finanční situace**

Co se týká finanční situace, kterou lze vyjádřit prostřednictvím dosažených hodnot jednotlivých ukazatelů finančních analýzy, CHÂTEAU VALTICE dosahovala zejména oproti společnostem Bohemia Sekt a Znovín Znojmo podprůměrných hodnot. Ukazatel rentability dosahoval velmi nízkých hodnot. Rentabilita vlastního kapitálu byla dokonce za sledované období u Bohemia Sekt přibližně 6krát vyšší. U ostatních společností nenastal výrazný rozdíl. Pouze Bohemia Sekt vykazoval vyšších hodnot, Vinařství Mutěnice dosahovalo podobných hodnot a Templářské sklepy Čejkovice dosáhly pouhých 1,5 %.

Naopak u ukazatele likvidity dosahovala oceňovaná společnost oproti konkurenčním podnikům vysokých hodnot, které byly ve všech letech dokonce podstatně vyšší, než jsou hodnoty doporučené. Přestože CHÂTEAU VALTICE díky dostatku finančních prostředků není nutné využívat cizích zdrojů financování, představuje pro ni tento stav neefektivní využívání peněz. Jak již bylo zmíněno, ostatní konkurenční podniky provádí ve svém řízení agresivnější strategii a udržují si stav likvidity kolem doporučené hodnoty, častokrát i pod ní.



U ukazatelů aktivity je také vidět velký rozdíl v hodnotách dosažených ukazatelů. Co se týká obratu pohledávek a závazků, dosahuje společnost CHÂTEU VALTICE velmi rozdílných hodnot. Rozdílem těchto dvou ukazatelů se vypočte obchodní deficit. U oceňované společnosti jako jediné dosahuje tento ukazatel kladných hodnot, což pro ni nepředstavuje pozitivní stav. Znamená to, že společnost hradí své závazky dříve, než získává peníze od svých odběratelů a poskytuje jim tím neúročenou půjčku.

Faktor týkající se finanční situace je na základě předchozích údajů hodnocen 2 body z 6.

### Majetek a investice

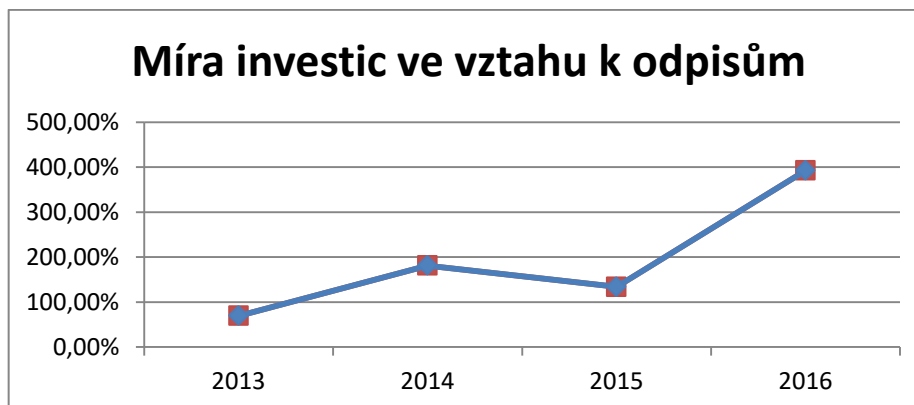
Dlouhodobý majetek společnosti tvoří z největší části stavby, kde dochází k výrobě vína a jeho skladování. Také sem patří samotná prodejna zboží. Společnost vlastní také velké množství pozemků a vinic. CHÂTEAU VALTICE vlastní největší plochu vinic v rámci všech českých vinařství. Jejich plochy dosahují rozlohy více než 600 hektarů. Společnost je v rámci produkce vinné révy soběstačnou. Množství hroznů pokryje kolem 80 % výroby. Plány společnosti do budoucna zahrnují zaměření se na akvizice nových pozemků. Společnost chce také investovat peněžní prostředky do obnovy stávajících vinic, nákupu nového technologického zařízení a rozšíření svých skladovacích kapacit. V roce 2015 zahájila také výstavbu galerie vín s degustačním sklepem, při níž se bude výše investice pohybovat okolo 60 mil. Kč.

Aby mohla společnost růst, měla by investovat finanční prostředky do obnovy stávajícího kapitálu. Část ceny majetku se každým rokem dostává do nákladů v podobě odpisů, čímž se vytváří dostatečná rezerva v podniku na pořízení podobného majetku v dalších letech. Znamená to, že výše investic by se měla rovnat alespoň hodnotě odpisů. Jak vykazuje následující tabulka společnost CHÂTEAU VALTICE dosahuje uspokojivé míry investic, která v roce 2016 dosáhla díky investici týkající se výstavby galerie vín skoro 400 %. Jak vidíme, v předešlých letech dosahovaly investice průměrných 130 % z celkových odpisů, což lze hodnotit pozitivně.

Tabulka 19 Odpisy a investice do dlouhodobého majetku společnosti

(v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016
Investice	10 305	25 054	17 959	73 292
Odpisy	14 814	13 840	13 406	18 673

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti



Obrázek 5 Míra investic ve vztahu k odpisům

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

Také konkurenční podniky se snaží co nejvíce finančních prostředků investovat do rozvoje svých činností. Nakupují nové vinice, rozšiřují své pozemky, investují do nákupu nového technologického zařízení apod. Nejlepší situaci vykazuje společnost Znovín Znojmo. Výše investic v posledních třech letech výrazně převyšuje hodnotu odpisů. V roce 2016 to bylo přibližně desetkrát. V následujících letech lze však již předpokládat snížení této míry investic. Společnost Bohemia Sekt investovala během let 2013 – 2015 průměrně na úrovni 76 % celkových odpisů. V roce 2016 se však situace zlepšila a hodnota investic dosahovala téměř 160 % odpisů. Také společnost Templářské sklepy Čejkovice investovala v roce 2016 1,5krát více než dosahovala výše odpisů. V porovnání s konkurenčními podniky si oceňovaná společnost vede průměrně.

To je důvodem, proč je tento faktor hodnocen průměrně 3 body z možných 6.

Tabulka 20 Hodnocení konkurenční pozice společnosti

Dosažený počet bodů	68
Maximální počet bodů	108
Hodnocení	62,96 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Jak lze vidět z předchozí tabulky, z maximálního možného počtu bodů, který byl 108, získala společnost 68 bodů. Podíl 62,96 % představuje mírně nadprůměrný trh v porovnání s konkurenčními podniky. Tento stav také značí možnost perspektivního nárůstu tržního podílu společnosti CHÂTEAU VALTICE.

## 6.6 Prognóza tržeb společnosti

Perspektivnost společnosti vychází nejenom ze samotné analýzy vnitřního potenciálu, ale také z celé analýzy atraktivitu trhu daného odvětví, na kterém se daná společnost nachází. Na základě jednotlivých kroků v rámci strategické analýzy bylo zjištěno, že společnost CHÂTEU VALTICE působí trhu, který je průměrně atraktivní (58,3 %). Tato společnost disponuje průměrnou konkurenční silou, která představuje 62,96 %. Tento stav ji řadí mezi podniky s přijatelnou až dobrou perspektivou a do budoucna by si měla udržet minimálně tuto stálou pozici mezi konkurenčními firmami. Na základě těchto výsledků lze sestavit predikci tržeb společnosti.

Na základě těchto výsledků lze předpokládat u společnosti, že si udrží současný tržní podíl, který činí průměrně okolo 1,6 %. Díky tomuto předpokladu lze stanovit tempo růstu tržeb podniku na stejné úrovni jako tempo růstu tržeb odvětví vinařství a dopočítat tržby oceňované společnosti pro roky 2017 – 2019, jak ukazuje následující tabulka.

Tabulka 21 Predikce vývoje tržeb daného podniku

	Tržby za odvětví v mil. Kč	Tempo růstu	Tržby společnosti v tis. Kč	Tempo růstu
2012	15 302	x	218 893	X
2013	14 849	-2,96%	238 887	9,13%
2014	15 413	3,80%	236 014	-1,20%
2015	14 487	-6,01%	245 942	4,21%
2016	15 613	7,77%	240 784	-2,10%
2017	16 723	7,11%	257 904	7,11%
2018	17 062	2,03%	263 139	2,03%
2019	17 382	1,87%	268 060	1,87%
<b>Tempo růstu v letech 2012 – 2016</b>				<b>2,51%</b>
<b>Tempo růstu v letech 2017 – 2019</b>				<b>3,67%</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle Ministerstva financí, Českého statistického úřadu, Státního zemědělského intervenčního fondu a interních materiálů společnosti

## 6.7 SWOT analýza

SWOT analýza představuje velmi důležitý nástroj, pomocí kterého lze zjistit informace týkající se silných a slabých stránek společnosti. Také podává přehled o příležitostech a hrozbách, které mohou velmi ovlivnit fungování podniku. Na základě kvalitního zpracování této analýzy je možné správně vymezit cíle podniku a případně odstranit faktory, který mají na společnost negativní vliv.

### 6.7.1 Silné stránky

- + Kvalitní a široký sortiment vín
- + Největší pěstitel vinné révy v ČR
- + Pořádání akcí
- + Účast v soutěžích a zisk ocenění
- + Kvalitní technologie
- + Výhodná lokalita
- + Sklepy k uskladnění vína
- + Podniková prodejna
- + Vinařská pohotovost 24 hodin denně

Hlavní silnou stránkou společnosti je její lokalita. Sídlo společnosti se nachází na jihu Moravy, která je pokládána přímo za vinařskou oblast. Valtice jsou také od roku 2006 označovány jako Hlavní město vína. Zároveň jsou součástí Lednicko-valtického areálu, který je zapsán v Seznamu světového kulturního dědictví UNESCO. Tato oblast je velmi oblíbená a turisty celoročně vyhledávána. Společnost si udržuje na trhu významné postavení, které získala díky své dlouholeté tradici. Vyrábí velké množství kvalitních vín, zejména přívlastkových, které jsou zpracovány především z tuzemských hroznů. Každým rokem se účastní řady soutěží v oblasti hodnocení vín a získala mnohá ocenění – Vinařství roku 2014 (absolutní vítěz), Vinař roku 2015 (2. místo), Vinař roku 2016 (3. místo), Vinař roku 2017 (korunní šampion bílých vín) a spousta dalších. Výhodou je také vinařská pohotovost, která je otevřena každý den 24 hodin. Zákazníci si zde mohou kdykoliv zakoupit sudová vína a dokonce i některá z vín lahvových.

### 6.7.2 Slabé stránky

- Existence závislá na kvalitě úrody
- Nevyužívání cizích zdrojů financování

Slabší stránkou společnosti je její propagace. Společnost má sice přehledné webové stránky, avšak informace o ní a o jejím vývoji jsou nedostatečné. Společnost se řadí do kategorie firem, jejichž další existence je závislá na kvalitě úrody, což v případě špatného roku může mít velký dopad na jejím dalším fungování. Další slabou stránkou společnosti je nevyužívání úročených zdrojů financování. Na jednu stranu sice používání cizího kapitálu snižuje stabilitu společnosti, ale úroky které plynou z jeho využívání, snižují daňové zatížení podniku, což má přímý dopad na zvýšení výnosnosti vlastního kapitálu.

### 6.7.3 Příležitosti

- ✓ Vývoz do zahraničí
- ✓ Rostoucí obliba spotřeby vína
- ✓ Čerpání dotací
- ✓ Nové soutěže a výstavy
- ✓ Nové technologie

Hlavní příležitost firmy je viděna ve zlepšení podmínek pro vývoz do zahraničí a tedy rozšíření zahraničních zakázek. Společnost se nachází přímo u hranic s Rakouskem, což pro ni znamená velkou možnost rozšíření svého sortimentu. Každým rokem také stoupá obliba spotřeby vína. V roce 2016 bylo průměrně spotřebováno 19,6 litrů na jednoho obyvatele.

### 6.7.4 Hrozby

- ! Počasí
- ! Škůdci a plísňe
- ! Vstup nové konkurence
- ! Pokles turistiky v regionu
- ! Legislativní změny
- ! Nedostatek zaměstnanců
- ! Pokles poptávky po víně

Největší hrozbou pro společnost jsou škůdci a klimatické změny, které mají přímý dopad na úrodu. Klimatické změny ovlivňují množství negativních jevů, se kterými jsou poté spojeny vyšší náklady na ochranu a obnovu vinic. Společnost podnikající v oblasti vinařství je zcela závislá na počasí, které však nelze žádným způsobem ovlivnit. Společnost si pouze může tvořit dostatečné množství rezerv, čímž se může alespoň do jisté míry bránit možné neúrodě. Jelikož se společnost nachází přímo ve vinařské oblasti, další hrozbou pro ni je vstup nových konkurenčních podniků.

## 6.8 Zhodnocení výsledků strategické analýzy

Společnost CHÂTEAU VALTICE lze na základě provedené kompletní strategické analýzy považovat za perspektivní podnik. Díky zvyšující se spotřebě vína, a tedy optimistickému očekávání růstu trhu v následujících letech, by mělo dojít k posílení tržního podílu společnosti. Přestože se v odvětví vinařství nachází velké množství konkurenčních podniků, na oceňovanou společnost tato skutečnost nemá příliš velký vliv. Za svou dobu působnosti na trhu si získala velmi silnou pozici zejména díky svému jménu a také širokým sortimentem nabízených vín a jejich kvalitou. Jak již bylo řečeno v předchozích kapitolách,

pro společnost podnikající v oblasti vinařství, jsou největším nebezpečím škůdci a klimatické změny. Ty mohou zapříčinit nízkou úrodu. Společnost tedy nebude mít dostatek surovin, aby zabezpečila následný dostatek vín k prodeji.

V souladu s výsledky, které plynou z provedené strategické analýzy, lze potvrdit splnění předpokladu společnosti tzv. „going concern“. Stanovit hodnotu společnost CHÂTEAU VALTICE je možné tedy prostřednictvím výnosových metod oceňování.

## 7 FINANČNÍ ANALÝZA

Vypracování finanční analýzy slouží pro vyhodnocení hospodaření společnosti a jejího finančního zdraví. Pomáhá odhalit skutečnosti, které mají vliv na dalším fungování společnosti. Je nezbytné zhodnotit celkovou finanční situaci a perspektivnost podniku do budoucna. Finanční analýza také představuje základ pro vypracování finančního plánu a je zpracována na základě účetních výkazů za roky 2014 – 2016.

### 7.1 Analýza absolutních ukazatelů

V rámci analýzy absolutních ukazatelů je zpracována vertikální a horizontální analýza. Využití této analýzy spočívá v procentuálním rozboru jednotlivých komponentů a zjištění vývojových trendů během sledovaných let.

#### 7.1.1 Analýza majetkové a finanční struktury

Z analýzy majetkové struktury je patrné, že bilanční suma společnosti měla ve sledovaných letech rostoucí tendenci. Na tomto trendu se v roce 2015 podílela jak složka dlouhodobého majetku, tak i oběžná aktiva, v roce 2016 pouze DM. Je zde vidět, že převažující podíl na sumě aktiv mají oběžná aktiva, jejichž hodnoty se pohybují stále okolo 50 až 55 %. Menšinový podíl tedy připadá na dlouhodobý majetek, který dosahuje přibližně 45 %. Skládá se především z majetku hmotného. V průběhu let 2014 – 2016 docházelo k jeho každoročnímu nárůstu způsobenému vlivem jeho různých obnov a rozšiřování. Společnost se snaží zvyšovat svou produkci, čímž je potřebné, aby nakupovala nové pozemky, na kterých poté může vytvořit nové vinice. Jen tak lze dosáhnout velké soběstačnosti, která je nezbytná v oblasti produkce hroznů. Mimo investic týkajících se pozemků a vinic, společnost také investovala do oblasti týkající se technologických zařízení a kapacit spojených se skladováním zásob a nedokončené výroby. Je zde patrné zvýšení hodnoty DHM v roce 2016. Tento nárůst byl způsoben investicí, která zahrnovala výstavbu galerie vín s degustačním sklepem, která se nachází v areálu společnosti. Účelem této budovy je sloužit nejenom jako samotná prodejna, ale především jako degustační a propagační prostor, který pojme až 100 osob.

Co se týče oběžných aktiv, nejvíce se na nich podílí zásoby, jejichž hodnoty ve sledovaných letech rostly. Zásoby jsou z největší části tvořeny položkou nedokončené

výroby. Tento stav nepředstavuje nic neobvyklého v procesu výroby vína, kdy je nezbytné po jistou dobu jeho zrání v nádobách.

Další položkou, která je součástí oběžných aktiv, jsou pohledávky, jejichž hodnoty dosahují hodnoty pohybující se okolo 13 % bilanční sumy a jsou tvořeny zejména půjčkou Vinařství Kovacs s.r.o. Úroveň pohledávek z obchodní činnosti ve sledovaných letech klesá, proto společnost neměla důvod tvořit opravné položky související s jejich budoucí nedobytností. Naopak u krátkodobých pohledávek z obchodní činnosti je vidět patrný nárůst v roce 2016 oproti předchozímu roku o 7 %.

Krátkodobý finanční majetek tvoří nejmenší část oběžných aktiv. Jeho součástí jsou peněžní prostředky v hotovosti a na bankovních účtech, kterých má společnost dostatek a díky kterým si zajišťuje dostatečně vysokou likviditu. Jiným krátkodobým finančním majetkem společnost ve sledovaných letech nedisponovala. Lze vidět snížení tohoto majetku v roce 2016 oproti předchozímu roku. Důvodem bylo dokončení výstavby galerie vín s degustačním sklepem. Společnost pro tuto výstavbu využila pouze vlastních finančních prostředků, což je důvodem změny hodnoty této položky.

Co se týká rozložení aktiv v rámci odvětví, majetková struktura aktiv se podstatně liší od podnikové. Převažuje totiž naopak hodnota dlouhodobého majetku, který ve sledovaných letech dosahoval okolo 70 %. Přestože v rámci dlouhodobého majetku převažuje dlouhodobý majetek hmotný, jsou zde podstatně vyšší hodnoty nehmotného majetku. V rámci oběžného majetku, který se na celkových aktivech podílí zbývající hodnotou, tvoří největší položku krátkodobé pohledávky. Zásoby představují na celkových aktivech přibližně 8 %. V porovnání s oceňovanou společností je tedy rozložení majetku v odvětví velmi rozdílné.

U pasiv nedochází k větším výkyvům jednotlivých položek. Společnost každým rokem generuje dostatečné množství zisku, který si dále ponechává pro svůj další rozvoj. Tento stav má vliv na konzervativnější způsob financování, který zahrnuje zejména využívání vlastních finančních prostředků.

Pasiva jsou z větší části tvořena vlastním kapitálem. V porovnání s cizími zdroji dosahuje za celé sledované období dvojnásobných hodnot. V rámci provedené analýzy si lze všimnout, že nejvýznamnější položkou zde jsou fondy ze zisku, které tvoří téměř polovinu hodnoty celkových pasiv. Konkrétně se jedná o statutární fond a fond rozvoje, jejichž výše



dosahuje více než 200 milionů Kč. Výše základního kapitálu se v analyzovaných letech neměnila.

Jak již bylo řečeno, cizí zdroje se na hodnotě celkových pasiv podílejí přibližně 35 %. Rezervy představují nejvýznamnější složku, ze které je cizí kapitál společnosti složen. Z největší části jsou tvořeny rezervami spojenými s rizikem. Z tabulky je patrné, že dochází ve sledovaných letech ke zvyšování jejich výše. Společnost se snaží krýt rizika, která by mohla ovlivnit její chod a snaží se je určitým způsobem eliminovat. Společnost dělí rizika do dvou hlavních kategorií. První mají souvislost s vlivem škůdců a klimatickými změnami, které ovlivňují velikost úrody. Další riziko vidí v hrozícím poklesu odbytu díky nerovnému konkurenčnímu prostředí nejenom v rámci České republiky, ale celé Evropské unie.

Lze spatřit, že dlouhodobé ani krátkodobé závazky nemají na strukturu pasiv žádný větší vliv, jejich výše je v porovnání s jinými položkami velmi nízká. Vzhledem k tomu, že společnost disponuje dostatečným množstvím vlastních finančních zdrojů, nevyužívá financování prostřednictvím bankovních úvěrů.

Také finanční struktura společnosti se výrazně liší od té v odvětví. Jedná se zejména o rozložení hodnot vlastních a cizích zdrojů na celkové hodnotě pasiv. U odvětví převažuje právě hodnota cizího kapitálu, kdy se hodnoty pohybovaly okolo 55 % a z největší části byly tvořeny dlouhodobými závazky, jejichž podíl by přibližně 30 %.

### **7.1.2 Analýza nákladů a výnosů**

Z následující provedené analýzy, která je součástí přílohy, je patrné, že se jedná o výrobní podnik, protože tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb dosahují téměř 100 % celkových výnosů. V roce 2016 došlo k jejich nepatrnému poklesu, který byl způsoben silnými mrazy, které poničily podstatnou část vinic, čímž došlo k jisté redukci produkce.

Tržby z prodeje zboží jsou v letech 2014 a 2016 nulové, pouze v roce 2015 dosáhly hodnoty 400 000 Kč, avšak jejich podíl na celkových aktivech je téměř nulový. Podobně je tomu i u tržeb souvisejících s prodejem dlouhodobého majetku a materiálu a ostatních výnosů, které představují svojí výší velmi nízký podíl na celkových výnosech společnosti.

Také u vývoje celkových nákladů je zaznamenán podobný charakter, jako tomu bylo u výnosů. Nejvyšší zastoupení má položka výkonové spotřeby, která se ve sledovaných letech podílí na celkových nákladech přibližně 65 %. Tento stav je však pro výrobní

společnost charakteristický. V roce 2016 došlo k jejímu snížení o 11 %, čemuž odpovídaly i snížené tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, jak bylo zmíněné v předchozí části.

Další významnou položkou, která se na celkových nákladech podílí, jsou osobní náklady, a to přibližně 18 %. Z analýzy je patrný jejich každoroční růst. Počet zaměstnanců je však skoro neměnný, což znamená, že u společnosti došlo k výraznému nárůstu průměrných mezd a odměn vedoucích pracovníků.

### 7.1.3 Analýza výsledku hospodaření

Následující tabulka představuje vývoj výsledku hospodaření během analyzovaných let 2014 – 2016. Z tabulky lze spatřit, že výsledek hospodaření dosahuje každý rok kladných čísel. V roce 2015 se oproti předchozímu roku dokonce zvýšil o víc než 60 %. Každý rok je z výsledku hospodaření převedeno 300 000 Kč do sociálního fondu, který společnost může využít později, aby zajistila potřeby svých zaměstnanců. Zbylá část výsledku hospodaření je přidělena do fondu rozvoje společnosti.

Tabulka 22 Analýza výsledku hospodaření společnosti

(v tis. Kč)	2014	2015	2016
Obchodní marže	-2	49	0
Výkony	198 480	243 352	235 285
Výkonová spotřeba	125 315	154 360	137 118
Přidaná hodnota	73 163	89 041	98 167
Provozní VH	17 003	27 943	27 551
Finanční VH	-477	-428	-227
Mimořádný VH	0	0	0
<b>VH za účetní období</b>	<b>11 667</b>	<b>19 412</b>	<b>18 009</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

## 7.2 Analýza poměrových ukazatelů

Smyslem poměrových ukazatelů je dát do poměru různé položky, které se nachází v rozvaze a výkazu zisku a ztráty. Prostřednictvím těchto ukazatelů lze získat přesné informace týkající se finanční situace analyzovaného podniku. Základními poměrovými ukazateli jsou ukazatele zadluženosti, likvidity, rentability a aktivity, jejichž výpočty jsou součástí následujících podkapitol.

### 7.2.1 Analýza zadluženosti

Následující tabulka představuje analýzu ukazatelů finanční stability neboli zadluženosti. Celková zadluženost neboli věřitelské riziko by se měla pohybovat mezi 30 – 60 %, což společnost ve všech sledovaných letech dosahuje a hodnoty jsou zcela vyrovnané a znamená to, že dobře využívá cizí zdroje financování.

Míra zadluženosti se ve všech letech pohybuje okolo 50 %. Tento stav je hodnocen jako pozitivní. Společnost je schopná pokrýt vlastním kapitálem dlouhodobý majetek, z čehož vyplývá, že podnik dosahuje finanční stability.

Ukazatele úrokového krytí lze stanovit pouze v roce 2014. Doporučené hodnoty jsou stanoveny na vyšší než pět, což jak je patrné společnost dosáhla. V dalších letech již tento ukazatel vypočítat nelze. Společnost nevykazovala žádné bankovní úvěry, a tedy ani nákladové úroky, které jsou pro výpočet nezbytné, čímž tento ukazatel ztrácí svůj smysl.

Z předchozích analýz společnosti vyplývá, že preferuje konzervativnější způsob financování, což znamená, že upřednostňuje vlastní zdroje před cizími. Tento fakt je potvrzen právě ukazateli zadluženosti. Společnost si ve sledovaném období drží stabilní růst položek, nedochází u nich k výrazným změnám. Cizí zdroje jsou kromě položky rezerv tvořeny krátkodobými neúročenými, závazky zejména závazky z obchodní činnosti. Společnost tedy nemá problémy se splácením svých dluhů.

V odvětví jsou cizí zdroje využívány podstatně více. Celková zadluženost se ve sledovaném období pohybovala okolo 55 %. Také u konkurenčních podniků je situace podobná, kdy převládají cizí zdroje nad vlastním kapitálem nebo jsou hodnoty přibližně vyrovnané. Naopak míra zadlužení dosahuje v odvětví hodnoty okolo 100 %, což značí vyrovnané hodnoty cizího a vlastního kapitálu.

Tabulka 23 Ukazatele finanční stability

Ukazatel	2014	2015	2015
Celková zadluženost	33,78%	35,01%	34,15%
Míra zadlužení	51,38%	54,24%	54,61%
Úrokové krytí	2 755,33	0,00	0,00

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

### 7.2.2 Analýza likvidity

Ukazatel běžné likvidity dosahuje ve všech sledovaných letech vysokých hodnot. Doporučené hodnoty jsou stanoveny mezi 1,5 – 2,5. V následující tabulce lze vidět, do jaké míry podnik tyto hodnoty přesáhnul. Znamená to, že hodnoty oběžných aktiv jsou 9krát vyšší než činí stav krátkodobých závazků. Tato příliš vysoká hodnota ukazatele představuje stav, kdy společnost drží příliš vysokou hodnotu čistého pracovního kapitálu, z čehož pro ni plyne drahé financování.

Také u ukazatele pohotové likvidity dosáhla společnost vyšších hodnot, než jsou ty doporučené, které se pohybují od 1 do 1,5. I když hodnoty každým rokem klesají, nacházejí se pořád nad hranicí doporučenou.

Ukazatel okamžité likvidity se vypočítá jako podíl peněžních prostředků ke krátkodobým závazkům. Doporučené hodnoty zde již nejsou přímo stanoveny, protože se odvíjí od konkrétního odvětví, ve kterém se společnost nachází. Často je však stanoveno doporučené rozmezí 0,2 – 0,5. Z tabulky je patrné, že společnost tuto hodnotu splňuje pouze v roce 2016, kdy likvidita dosáhla hodnoty 0,22. V ostatních analyzovaných letech jsou hodnoty opět vyšší, než by měly být, což znamená, že společnost nevyužívala efektivně své finanční prostředky.

Odvětví nedosahuje v rámci běžné ani pohotové likvidity doporučených hodnot. V roce 2016 byly hodnoty těchto ukazatelů 1,19 a 0,88. Oproti vybrané společnosti jsou to hodnoty podstatně nižší. Společnost Bohemia Sekt se ve sledovaném období pohybovala v doporučeném rozmezí hodnot těchto ukazatelů. Naopak společnost Znovín Znojmo dosahovala podobných hodnot jako celkové odvětví. Vinařství Mutěnice dosahovalo v prvních dvou ukazatelích likvidity doporučených hodnot, pouze v rámci peněžní likvidity byly hodnoty menší. Společnost oproti ostatním podnikům disponuje nižším množstvím peněžních prostředků.

Tabulka 24 Ukazatele likvidity

Ukazatel	2014	2015	2016
Běžná likvidita	10,26	8,17	8,89
Pohotová likvidita	2,48	2,03	1,65
Peněžní likvidita	0,80	0,82	0,22

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

### 7.2.3 Analýza rentability

Jak již bylo v předchozích kapitolách zmíněno, ukazatele rentability představují významný ukazatel, prostřednictvím kterého lze zjistit, do jaké míry společnost využívá nejenom vlastních, ale i cizích zdrojů financování k tvorbě zisku.

Společnost je zaměřená zejména na produkci vína, které je vyráběno z kvalitních a prověřených hroznů, čímž se řadí do kategorie vín vyšší kvality. Tento stav se dále odráží v cenách produktů, má vliv na určení marže zboží a na samotnou rentabilitu podniku.

Jak ukazuje tabulka číslo 25, ukazatele rentability naznačují, že společnost je od roku 2014 zisková. Nejvýraznější změnu lze spatřit v roce 2015, která byla způsobena právě vysokým nárůstem zisku. Průměrná rentabilita vlastního kapitálu se ve sledovaném období pohybovala okolo 5 %. Také rentabilita aktiv dosahovala přibližně 5 %.

V porovnání s odvětvím společnost dosahuje nižších hodnot těchto ukazatelů. Ukazatel ROE byl v odvětví v roce 2016 ve výši 14,8 % a ROA 10,04 %. I u konkurenčních podniků, jako je např. Bohemia Sekt nebo Znovín Znojmo, jsou hodnoty podstatně vyšší. U společnosti Bohemia Sekt dosahoval ukazatel ROE průměrně 35 % a ROA okolo 24 %, což jsou hodnoty podstatně vyšší. Jak již bylo řečeno, analyzovaná společnost oproti ostatním podnikům nevyužívá cizích zdrojů financování, což se odráží na nižších hodnotách ukazatelů rentability.

Tabulka 25 Ukazatele rentability

Ukazatel	2014	2015	2016
Rentabilita tržeb	4,94%	7,88%	7,48%
Rentabilita aktiv	3,48%	5,36%	4,9%
Rentabilita vlastního kapitálu	3,74%	5,86%	5,16%

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

### 7.2.4 Analýza aktivity

Doporučená hodnota ukazatele obratu aktiv je 1, což znamená situaci, kdy z 1 koruny majetku by společnost měla získat nejméně korunu tržeb. Z tabulky je patrné, že společnost takových hodnot v žádném z analyzovaných let nedosahuje. I tak dosahuje tento ukazatel poměrně stabilních hodnot, které se pohybují okolo 0,47. Znamená to, že celková hodnota aktiv se za jeden rok obrátí přibližně v jejich poloviční výši. Naopak u obratu dlouhodobého majetku již doporučených hodnot téměř ve všech letech dosáhla. Důvodem, proč dosahuje společnost vyšších hodnot ukazatele doby obratu zásob, je její zaměření.

Společnost CHÂTEU VALTICE se specializuje zejména na produkci vín, které se řadí do kategorie kvalitních tichých a přívlastkových. Jejich doba zrání ve sklepech je vyšší, což má za následek vyšší hodnoty zásob podniku.

Co se týká obratu pohledávek a závazků, rozdílem těchto dvou ukazatelů se vypočte hodnota obchodního deficitu. U společnost CHÂTEU VALTICE dosahuje tento ukazatel kladných hodnot, což pro ni nepředstavuje pozitivní stav. Znamená to, že společnost hradí své závazky dříve, než získává peníze od svých odběratelů, čímž jim poskytuje neúročenou půjčku. Společnost by se měla snažit o opačné výsledky tohoto ukazatele, kdy by měla snížit dobu obratu pohledávek. Jednou z možností, jak toho docílit, je poskytnutí svým odběratelům možnost využít skonto. Pokud by ho odběratelé využili, znamenalo by to pro společnost značné zkrácení této doby.

Hodnota obratu aktiv v odvětví byla v roce 2016 ve výši 0,68. Oproti analyzované společnosti se jedná o hodnotu vyšší, avšak stále ne doporučenou. Konkurenční podnik Bohemia Sekt dosahuje ve sledovaném období ještě vyšších hodnot, které se blíží právě doporučené hranici 1. Naopak např. společnost Znovín Znojmo dosahuje podobných hodnot jako odvětví. Doba obratu zásob v odvětví byla v roce 2016 pouhých 40 dní. Důvodem tohoto nižšího čísla je, že za odvětví je považována výroba nápojů celkově. Nejedná se pouze o produkci vína, ale i dalších alkoholických a nealkoholických nápojů, které nepotřebují zrát v sudech jako je tomu u již zmiňovaného vína. Podobnou dobu obratu zásob jako analyzovaná společnost má firma Znovín Znojmo. U společností Bohemia Sekt i Vinařství Mutěnice se doba obratu zásob pohybuje okolo 100 dní. Co se týká doby obratu pohledávek a závazků v odvětví i u konkurenčních společností jsou hodnoty opačné. Doba obratu závazků velmi převyšuje dobu obratu pohledávek, což je pro společností lepší stav.

Tabulka 26 Ukazatele aktivity

Ukazatel	2014	2015	2016
Obrat aktiv	0,50	0,48	0,43
Obrat dlouhodobého majetku	1,08	1,08	0,88
Doba obratu zásob (dny)	194	223	261
Doba obratu pohledávek (dny)	59	57	56
Doba splácení závazků (dny)	18	29	25

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

## 7.3 Analýza rozdílových ukazatelů

### 7.3.1 Čistý pracovní kapitál

Čistý pracovní kapitál představuje jeden z nejvýznamnějších rozdílových ukazatelů. Jedná se o rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými závazky. Společnost CHÂTEU VALTICE – Vinné sklepy Valtice, a.s. dosahovala ve sledovaných letech kladných hodnot tohoto ukazatele. Tento stav lze hodnotit pozitivně, protože společnost má dostatek finančních prostředků pro případ náhle vzniklých krátkodobých závazků.

Tabulka 27 Ukazatel čistého pracovního kapitálu

(v tis. Kč)	2014	2015	2016
<b>Oběžná aktiva</b>	255 666	285 620	284 306
Zásoby	125 648	150 818	171 867
Dlouhodobé pohledávky	68 184	63 655	59 804
Krátkodobé pohledávky	41 996	42 624	45 686
Krátkodobý finanční majetek	19 838	28 523	6 949
<b>Krátkodobé závazky</b>	24 925	34 976	31 993
<b>Čistý pracovní kapitál</b>	230 741	250 644	252 313
<b>Čistý pracovní kapitál/oběžná aktiva</b>	90,25%	87,75%	88,75%

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

## 7.4 Souhrnné ukazatele

K vyhodnocení finanční analýzy a celkového finančního zdraví společnosti se využívají souhrnné ukazatele, které slouží jako doplňkové a rozdělují se na dvě skupiny – bonitní a bankrotní modely. Patří mezi ně například Z-skóre (Altmanův model) Index IN05.

### 7.4.1 Z-skóre (Altmanův model)

Z následující tabulky je patrné, že ukazatel Z-skóre se ve sledovaných letech pohybuje na hraniční úrovni, kdy Z má dosahovat hodnoty 2,99, aby to znamenalo, že je podnik v dobré kondici. Tento stav lze hodnotit pozitivně. Společnosti tudíž nehrozí bezprostřední bankrot, ani žádné větší finanční problémy, čímž je možné ji považovat za tzv. „going concern“.

Tabulka 28 Výpočet Z-skóre

	2014	2015	2016	Váha
Oběžná aktiva	255 666	285 620	284 306	
Krátkodobé závazky	24 925	34 976	31 993	
OA – KZ	230 741	250 644	252 313	

Aktiva celkem	474 484	513 069	558 175	
X(1)	0,486299	0,488519	0,452032	1,2
Nerozdělený zisk	229 113	240 581	259 815	
X(2)	0,482868	0,468906	0,465472	1,4
Zisk před úroky a zdaněním	16 532	27 515	27 324	
X(3)	0,034842	0,053628	0,048952	3,3
Vlastní kapitál	311 976	331 189	349 020	
Cizí kapitál	160 304	179 626	190 606	
X(4)	1,946152	1,843770	1,831107	0,6
Výkony	198 480	243 352	235 285	
X(4)	0,418307	0,474307	0,421526	1
<b>Z-skóre</b>	<b>2,96</b>	<b>3,00</b>	<b>2,88</b>	

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

#### 7.4.2 Index IN05

Následující tabulka představuje výpočet Indexu IN05. Lze vidět, že společnost se ve všech sledovaných letech pohybovala nad hranicí šedé zóny, která představuje hodnotu 1,6. Tyto vyšší hodnoty znamenají dobrou finanční situaci podniku a společnost na základě tohoto ukazatele tvořila hodnotu.

Tabulka 29 Výpočet Indexu IN05

	2014	2015	2016	Váha
X(1) = A / CK	2,96	2,86	2,93	0,13
X(2) = EBIT / NÚ	9,00	9,00	9,00	0,04
X(3) = EBIT / A	0,035	0,054	0,049	3,97
X(4) = V / A	0,50	0,48	0,43	0,21
X(5) = OA / (KZ + KBU)	10,26	8,17	8,89	0,09
<b>Index IN05</b>	<b>1,91</b>	<b>1,78</b>	<b>1,83</b>	X

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

#### 7.5 Zhodnocení finanční situace podniku

Po provedení souhrnné finanční analýzy a zhodnocení celkového finančního zdraví podniku lze oceňovanou společnost CHÂTEU VALTICE vyhodnotit jako finančně zdravý podnik a potvrdit u ní předpoklad trvalého pokračování firmy, tzv. going concern.



Bilanční suma aktiv a pasiv měla ve sledovaném období rostoucí charakter. Docházelo ke zvyšování dlouhodobého majetku z důvodu pořizování nových pozemků, vinic, technologií a výstavbou galerie vín s degustačním sklepem. Do roku 2016 představoval oběžný majetek na celkových aktivech větší podíl, avšak zmíněnou investicí do výstavby galerie vín jsou hodnoty vyrovnané. Největší součástí tohoto majetku tvoří zásoby, jejichž podíl se každoročně zvyšuje. Vysoký podíl nedokončené výroby nepředstavuje v procesu tvorby vína nic neobvyklého. Víno musí po určitou dobu zrát v nádobách, to je důvodem vyšších hodnot této položky. Dále se na oběžných aktivech významněji pohybují dlouhodobé pohledávky, které tvoří 13 % bilanční sumy. Jedná se o půjčku Vinařství Kovacs s.r.o.

Rozložení pasiv na vlastní a cizí kapitál není vyrovnané. Vlastní kapitál představuje 65 % celkové bilanční sumy, což je téměř dvojnásobná hodnota cizích zdrojů. Je tvořen především položkou fondy ze zisku. Jejich hodnota představuje téměř polovinu celkových pasiv společnosti. Výše základního kapitálu se během posledních let v podniku neměnila. Cizí zdroje jsou z největší části tvořeny rezervami. V minulých letech z důvodu neúrodných let klesly společnosti zásoby především v kategoriích bílých přívlastkových a jakostních vín moravského charakteru. Jelikož se jedná o stěžejní segment, který nelze jednoduše nahradit, chrání se společnost jistými opatřeními, které zahrnují nejenom různá rozšiřování a inovace vín, ale také právě dostatečnou tvorbou rezerv, jejichž hodnoty každoročně rostou.

V roce 2015 se zvýšila hodnota výnosů o více než 20 %. Z hlediska výnosů, kterých společnost dosahuje, lze vidět, že společnost je výrobního charakteru, což dokazují právě tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, které tvoří téměř 100 %. Naopak v roce 2016 došlo k mírnému poklesu tržeb. Přestože byl tento rok pro vinaře příznivý, množství hroznů tomu tolik neodpovídá, protože bylo nižší než v předchozím roce. Tento úbytek hroznů naopak vykompenzovala jeho vysoká kvalita a zejména dobrý zdravotní stav, čímž mohla společnost vyrobit řadu kvalitních vín. I přes vyšší ceny hroznů se podniku podařilo vyrobit větší podíl přívlastkových vín, které spadají do vyšší cenové kategorie.

Celkové tržby společnosti poklesly v roce 2016 přibližně o 2 %. Toto snížení bylo způsobeno nižším prodejem lahvového vína, který činil 3 244 tisíc litrů, což oproti předchozímu roku bylo méně o 0,5 %. Společnost tvrdí, že tento pokles byl zapříčiněn odlišným vykazováním bonusů ze strany řetězců. I přes to byl tento rok pro firmu úspěšný, snížení tržeb není výrazné a společnost dosahuje vysokého výsledku hospodaření.

Také náklady ve sledovaném období rostly úměrně k dosaženým výnosům. Tomu odpovídá i hodnota výkonové spotřeby, která se na celkových nákladech podílí 65 %. Rok 2015 zaznamenal také nárůst položky osobních nákladů. V daném roce však nedošlo ke zvýšení počtu zaměstnanců, což značí výrazný růst průměrných mezd ve firmě.

Čistý pracovní kapitál dosahoval ve sledovaných letech 2014 – 2016 kladných čísel. Tento fakt znamená, že hodnota krátkodobých závazků je nižší než krátkodobý majetek, který slouží na jejich splacení. Společnost CHÂTEU VALTICE má tedy dostatek finančních prostředků, pokud by nastala náhlá situace týkající se právě zvýšení závazků.

Ve sledovaném období vykazuje společnost přiměřenou celkovou zadluženost. Její hodnoty se pohybují v doporučeném rozmezí, kdy dosahují přibližně 35 %. Také díky hodnotám míry zadluženosti, které se pohybují okolo 50 %, je možné hodnotit pozitivně vývoj firmy. Dlouhodobý majetek je možné pokrýt vlastními zdroji, což pro firmu představuje finanční stabilitu. Ukazatel úrokového krytí bylo možné vypočítat pouze v roce 2014, kdy dosahoval doporučených hodnot. V ostatních letech společnost nedisponovala žádnými úročenými cizími zdroji a hodnota nákladových úroků byla tedy nulová.

V rámci analýzy likvidity byly zjištěny vysoké hodnoty těchto ukazatelů, což má za následek vyšší hodnoty čistého pracovního kapitálu a také drahého financování. Tyto vyšší hodnoty likvidity jsou způsobeny především položkou zásob. Hodnoty pohotové likvidity se ve sledovaných letech snižují, avšak stále jsou nad doporučovanou hranicí. Stejně je tomu u hotovostní likvidity, kdy jsou doporučené hodnoty značně překročeny. Pouze v roce 2016 společnost snížila hodnotu této likvidity díky použití vlastních prostředků na vybudování galerie vín.

Společnost dosahuje ve všech sledovaných letech zisku, což je důvodem, proč dosahuje kladných ukazatelů rentability. Avšak ve srovnání s odvětvím a ostatními konkurenčními podniky jsou hodnoty těchto ukazatelů nízké. Průměrná rentabilita vlastního kapitálu se ve sledovaném období pohybovala okolo 5 %. Také rentabilita aktiv dosahovala přibližně 5 %.

Ukazatel obratu aktiv je výrazně nižší, než je doporučená hodnota, která by měla být nejméně 1. Dochází tedy k tomu, že společnost neefektivně využívá svůj majetek. U obratu dlouhodobého majetku společnost naopak dosáhla kromě roku 2016 doporučených hodnot. Rozdílem ukazatelů doby obratu pohledávek a závazků se získá hodnota obchodního deficitu, která u analyzované společnosti dosahuje kladných hodnot. Společnost hradí své

závazky dřív a naopak dostává od svých odběratelů zaplacení později. Přestože se doba obratu pohledávek snižuje, bylo by vhodné nabídnout odběratelům skonto. Jinou alternativou by bylo vymezení penále, aby odběratelé platili včas. Doba obratu pohledávek by totiž měla dosahovat nižších hodnot oproti době obratu závazků, což v případě CHÂTEU VALTICE není. Hodnoty obratu závazků dosahují zhruba dvojnásobných hodnot. Mohla by tedy nastat situace, kdy firma nebude schopna platit své závazky včas.

Celkově lze tedy oceňovanou společnost označit jako zdravý a finančně stabilní podnik. Tato stabilita vychází ze zmiňovaných ukazatelů, jako jsou vysoká běžná likvidita, nízká zadluženost a kladné hodnoty čistého pracovního kapitálu.

## **8 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A NENUTNÁ**

V rámci této kapitoly je potřebné vymezit aktiva oceňovaného podniku na provozně nutná a nenutná. Nenutná aktiva představují položky, které se nepodílejí na hlavní činnosti podniku a nejsou potřebná pro její fungování. Stejným způsobem se poté upraví účetní zisk, kdy se vyřadí náklady a výnosy, které mají souvislost právě s těmito provozně nepotřebnými aktivy. Po těchto úpravách se získá hodnota korigovaného provozního výsledku hospodaření.

### **8.1 Dlouhodobý nehmotný majetek**

Dlouhodobý nehmotný majetek společnosti je tvořen softwarem a licencí na knihu „Vino na zdraví“. Postupně dochází k jeho odepsání a nepředpokládají se další investice v této oblasti.

### **8.2 Dlouhodobý hmotný majetek**

Co se týká dlouhodobého hmotného majetku, společnost má v evidenci řadu staveb, pozemků, pěstitelských celků trvalých porostů, výrobních a technologických zařízení atd. U tohoto druhu majetku se předpokládá, že jsou součástí provozně nutného majetku, který je pro správný chod společnosti nezbytný.

### **8.3 Dlouhodobý finanční majetek**

Součástí dlouhodobého finančního majetku jsou zejména podíly v ovládaných osobách – Knížecí vinné sklepy s.r.o., Vinařství Kovacs, s.r.o. a podíly s podstatným vlivem - Vinofrut, a.s. Dolní Dunajovice a Valvin, s.r.o. Valtice. Tento dlouhodobý finanční majetek lze tedy považovat za součást provozně nenutných aktiv.

### **8.4 Oběžná aktiva**

Největší položku oběžných aktiv tvoří zásoby, které jsou tvořeny zejména nedokončenou výrobou, výrobky a materiálem. Všechny zásoby však představují pro společnost provozně nutnou část aktiv, bez kterých by nemohla dále fungovat.

Významnou součástí oběžných aktiv jsou dlouhodobé pohledávky, jejich součástí jsou především pohledávky za ovládanou nebo ovládající osobu. Vyšší hodnoty pohledávek jsou zapříčiněny poskytnutím půjčky Vinařství Kovacs s.r.o. v roce 2013. Tato část

oběžných aktiv tedy není součástí provozně nutných aktiv společnosti, což je důvodem, proč z nich je v rámci ocenění vyloučena.

Pro stanovení výše provozně nutného krátkodobého majetku je sledován ukazatel peněžní likvidity. Následující tabulka představuje vývoj tohoto ukazatele během let 2014 – 2016.

Tabulka 30 Ukazatel hotovostní likvidity společnosti

	2014	2015	2016
Peněžní prostředky/Krátkodobé závazky	0,8	0,82	0,22

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

Co se týče krátkodobého finančního majetku, analýza likvidity ukázala ve všech letech kromě roku 2016 vyšší úroveň držených peněžních prostředků, a tedy vyšší hodnoty těchto ukazatelů. V roce 2016 společnost totiž využila velkou část svých peněžních prostředků na investiční činnost v podobě vybudování galerie vín s degustačním sklepem a zázemím v areálu společnosti. V dalších letech se opět předpokládá zvýšení peněžních prostředků, a tedy i ukazatele likvidity. Výše provozně nutné hodnoty peněžních prostředků je zjištěna prostřednictvím ukazatele peněžní likvidity. Doporučené hodnoty tohoto ukazatele bývají v odborné literatuře stanoveny ve výši 0,5. Jiné zdroje udávají, že by se hodnoty finančních prostředků měly pohybovat okolo 15 % krátkodobých závazků. Nejčastěji je možné se setkat s doporučenou hodnotou 0,2. V rámci diplomové práce bude určena výše potřebných peněžních prostředků na úrovni 20 % krátkodobých závazků společnosti.

Tabulka 31 Propočítaný provozně nutných peněžních prostředků

(v tis. Kč)	2014	2015	2016
Provozně nutná likvidita (max. 0,2)	0,2	0,2	0,2
Krátkodobé závazky	24 925	34 976	31 993
Peníze (pokladna + účet) v rozvaze	19 838	28 523	6 949
<b>Peníze (pokladna + účet) provozně nutná</b>	<b>4985</b>	<b>6995</b>	<b>6399</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

Tabulka 32 Celková výše provozně nenutného majetku

(v tis. Kč)	2014	2015	2016
Dlouhodobý finanční majetek	12 134	12 074	12 074
Dlouhodobé pohledávky provozně nenutné	63 160	58 860	54 804
Krátkodobý finanční majetek provozně nenutný	14 853	21 528	550
<b>Celkem</b>	<b>90 147</b>	<b>92 462</b>	<b>67 428</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

## 8.5 Provozně nutný investovaný kapitál

Poté co jsou z rozvahy vyloučeny položky provozně nenutného majetku, lze již vyčíslit hodnotu provozně nutného investovaného kapitálu. Toto vyčíslení provozně nutného investovaného kapitálu je uvedeno v tabulce číslo 33.

Tabulka 33 Provozně nutný investovaný kapitál

	(v tis. Kč)	2014	2015	2016
+	Dlouhodobý nehmotný majetek	202	0	146
+	Dlouhodobý hmotný majetek	205 647	215 270	260 403
=	<b>Dlouhodobý majetek provozně nutný</b>	<b>205 849</b>	<b>215 270</b>	<b>260 549</b>
+	Zásoby	125 648	150 818	171 867
+	Pohledávky	47 020	47 419	50 686
+	Provozně nutná výše peněz	4 985	6 995	6 399
+	Ostatní aktiva	835	105	1 246
-	Krátkodobé závazky	24 925	34 976	31 993
-	Ostatní pasiva	2 204	2 254	18 549
=	<b>Pracovní kapitál provozně nutný</b>	<b>151 359</b>	<b>168 107</b>	<b>179 656</b>
=	<b>Investovaný kapitál provozně nutný</b>	<b>357 208</b>	<b>383 377</b>	<b>440 205</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

## 8.6 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Kromě úpravy aktiv na provozně nutná a nenutná je dalším krokem úprava výsledku hospodaření, se kterým se bude dále v rámci stanovení hodnoty pracovat, a to způsobem, který odpovídá hlavní činnosti podniku. V rámci jeho výpočtu se vychází z provozního výsledku hospodaření, který se očistí o výnosy a náklady, které patří k provozně nenutným aktivům. Dalším krokem je případné započtení finančních výnosů a nákladů, které patří k provozně nutným aktivům a u kterých se předpokládá, že mají přímou souvislost s hlavním provozem.

Co se týká oceňované společnosti, její provozní výše VH byla ovlivněna prodejem dlouhodobého majetku a materiálu, kdy bylo nutné z KPVH odečíst tržby týkající se této položky a naopak přičíst zůstatkové ceny, které plynou z jejich prodeje. Posledním krokem je přičtení výnosů a odečtení nákladů, které plynou z finančního majetku. Jedná se například o různé poplatky nebo kurzové rozdíly. Konkrétní výpočet shrnuje následující tabulka.

Tabulka 34 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

	(v tis. Kč)	2014	2015	2016
+	Provozní VH	17 003	27 943	27 551
-	Tržby z prodeje DM a materiálu	1 130	2 203	1 892
+	ZC prodaného DM a materiálu	579	836	1 769
+	Výnosové úroky	65	62	51
+	Ostatní finanční výnosy	81	153	14
-	Ostatní finanční náklady	617	643	591
=	<b>KPVH před zdaněním</b>	<b>15 981</b>	<b>26 148</b>	<b>26 902</b>
-	Odpisy DM	13 840	13 406	18 873
=	<b>KPVH před zdaněním a odpisy</b>	<b>29 821</b>	<b>39 554</b>	<b>45 775</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

## 9 PROGNOZA GENERÁTORŮ HODNOTY

Před vytvořením finančního plánu je nezbytné se zaměřit na analýzu jednotlivých generátorů hodnoty. Tyto generátory totiž představují určitý základ pro tvorbu tohoto plánu. Součástí následující kapitoly jsou generátory hodnoty, mezi které patří tržby, provozní zisková marže, pracovní kapitál a investice do dlouhodobého majetku. Je zde provedena prognóza jejich vývoje v dalších letech fungování společnosti na základě jejich vývoje v minulosti.

### 9.1 Tržby

Jak již bylo řečeno, tržby společnosti pochází zejména z prodeje vlastní výroby a služeb. Co se týká tržeb z prodeje zboží, jedná se spíše o jednorázové záležitosti, jejichž výše je zanedbatelná, proto se k nim nebude přihlížet. Položka tržeb je považována za jeden z nejdůležitějších generátorů hodnoty. Důvodem této významnosti je, že se od hodnoty této položky dále odvíjí celý výkaz zisku a ztráty.

Následující tabulka ukazuje výši tržeb a jejich vývoj za sledované období 2012 – 2016, jak bylo podrobněji popsáno v kapitole týkající se strategické analýzy. Průměrné tempo růstu tržeb bylo během let 2012 – 2016 na úrovni 2,51 %.

Tabulka 35 Historický vývoj tržeb společnosti

	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby (tis. Kč)	218 893	238 887	236 014	245 942	240 784
Tempo růstu	X	9,13 %	-1,20%	4,21%	-2,10%
Průměrné tempo růstu	2,51 %				

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

V rámci prognózy tržeb byla využita regresní analýza, prostřednictvím které byl naprogramován meziroční růst tržeb. Prognóza vývoje tržeb je založena na výsledcích strategické analýzy, které jsou uvedeny v předchozích kapitolách. Z následující tabulky je patrné, že průměrné tempo růstu v plánovaném období je 3,67 %.

Tabulka 36 Prognóza vývoje tržeb ve společnosti

	2017	2018	2019
Tržby (tis. Kč)	257 904	263 139	268 060
Tempo růstu	7,11 %	2,03 %	1,87 %
Průměrné tempo růstu tržeb	3,67 %		



Zdroj: Vlastní zpracování dle Ministerstva financí, Českého statistického úřadu, Státního zemědělského intervenčního fondu a interních materiálů společnosti

## 9.2 Zisková marže

Následujícím generátorem hodnoty, který je analyzován, je zisková marže, která je významná pro výsledné ocenění společnosti. Její výše se vypočítá jako podíl korigovaného provozního výsledku hospodaření před odpisy a daněmi k tržbám. Historický vývoj této ziskové marže metodou „shora“ během let 2014 – 2016 lze vidět v tabulce č. 37.

Tabulka 37 Vývoj ziskové marže během let 2014 - 2016

(v tis. Kč)	2014	2015	2016
KPVH před zdaněním a odpisy	29 821	39 554	45 775
Tržby	236 014	245 942	240 784
<b>Zisková marže</b>	<b>12,64%</b>	<b>16,08%</b>	<b>19,01%</b>
<b>Průměrná zisková marže</b>	<b>15,91 %</b>		

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

Jak lze z tabulky vidět, hodnoty ziskové marže během sledovaných let rostou díky rostoucí položce korigovaného provozního výsledku hospodaření před odpisy a daněmi. Průměrná hodnota dosáhla za toto období stabilní výše 15,91 %.

Aby si podnik dokázal udržet svou současnou pozici na trhu mezi konkurenčními podniky, nepředpokládá se výrazné zvyšování cen v zájmu zachování si své konkurenční výhody a zejména udržení předpokládaného tržního podílu. To je důvodem, proč by nemělo dojít k větším změnám ziskové marže a její výše je pro následující období stanovena na úrovni 18 %.

Tabulka 38 Prognóza ziskové marže metodou "shora"

(v tis. Kč)	2017	2018	2019
KPVH před zdaněním a odpisy	46 423	47 365	48 251
Tržby	257 904	263 139	268 060
<b>Zisková marže</b>	<b>18 %</b>		

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

Mimo metody „shora“, která poskytuje pouze jednostranný pohled na tento generátor hodnoty, je pro prognózu ziskové marže využita i druhá metoda „zdola“. Tato metoda poskytuje detailnější informace o jednotlivých faktorech, které působí na ziskovou marži.

Jedná se o významné výnosové a nákladové položky výkazu zisku a ztráty, ze kterých je tato marže složena. Tato analýza a následná prognóza je vytvořena jako podíl těchto položek k tržbám společnosti za výrobky a služby. KPVH je vyjádřen jako rozdíl mezi provozními výnosy a náklady, z čehož lze dále dopočítat ziskovou marži.

V tabulce, která je součástí přílohy, je uvedena právě analýza podílu nákladových a výnosových položek oceňované společnosti k tržbám za výrobky a služby.

V této tabulce je uvedeno, že v celém sledovaném období dosahovala položka obchodní marže nulové nebo zcela nepatrné hodnoty. Důvodem jediné vyšší hodnoty je prodej části vín přes e-shop dceřiné společnosti Vinařství Kovacs s. r. o. V dalších letech se nepředpokládá navyšování této položky.

Co se týká výkonů společnosti, jejich výše je ovlivněna zejména tržbami za vlastní výrobky a služby, jejichž výše je odhadnuta v kapitole strategické analýzy, a dále položkami aktivace a změna stavu zásob vlastní činnosti. V případě položky aktivace k tržbám společnosti, lze vidět za sledované období stabilní podíl, který lze předpokládat i v budoucích letech. Naopak položka změna stavu zásob vlastní činnosti tak jednoznačný vývoj nemá. Ve všech letech však docházelo k úbytku zásob. V budoucnu lze předpokládat přibližný úbytek ve výši 4 - 5 % z celkových tržeb za vlastní výrobky a služby.

Tabulka 39 Vývoj a prognóza aktivace a změny stavu zásob

(v tis. Kč)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Aktivace</b>	2 092	2 239	2 271	2 450	2 500	2 547
Podíl aktivace na tržbách	0,89%	0,91%	0,94%	0,95%	0,95%	0,95%
Tempo růstu	X	7,03%	1,43%	7,89%	2,03%	1,87%
Průměrné tempo růstu		4,23%		3,93%		
<b>Změna stavu zásob</b>	-39 626	-4 829	-7 770	-10 574	-10 789	-10 990
Podíl změny na tržbách	-16,79%	-1,96%	-3,23%	-4,10%	-4,10%	-4,10%
Tempo růstu	X	-87,81%	60,90%	36,09%	2,03%	1,87%
Průměrné tempo růstu		-13,46%		13,33%		

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

Nejvýznamnější nákladovou položkou oceňované společnosti je výkonová spotřeba. V minulých letech se společnosti dařilo snižovat hodnoty této položky v poměru k dosaženým tržbám za vlastní výrobky a služby. Toto snížení nastalo zejména díky snížení spotřeby materiálu a energií. V roce 2015 je však vidět jisté zvýšení této položky, avšak vzhledem k předchozím létům se jedná stále o nižší hodnoty. I přes opětovné snížení

v dalším roce z důvodu silných mrazů, které poničily podstatnou část vinic a zapříčinily tak jistou redukcí produkce se předpokládá udržení této položky v dalších letech na úrovni 58 %.

Tabulka 40 Vývoj a prognóza výkonové spotřeby

(v tis. Kč)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Výkonová spotřeba</b>	125 315	154 360	137 118	149 584	152 621	155 475
Podíl na tržbách	53,10%	62,76%	56,95%	58,00%	58,00%	58,00%
Tempo růstu	X	23,18%	-11,17%	9,09%	2,03%	1,87%
Průměrné tempo růstu	6,00%			4,33%		

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

Další podstatnou položkou, která se podílí na nákladech, jsou osobní náklady podniku. Co se týká počtu zaměstnanců, ve společnosti dochází přibližně každé dva roky k jejich nárůstu o dva až tři zaměstnance. Podnik také svým vedoucím zaměstnancům každoročně navyšuje odměny. Tento stav lze předpokládat i do budoucna.

Tabulka 41 Vývoj a prognóza osobních nákladů

(v tis. Kč)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Osobní náklady</b>	35 745	38 699	39 182	42 554	43 418	44 230
Podíl na tržbách	15,15%	15,74%	16,27%	16,50%	16,50%	16,50%
Tempo růstu	X	8,26%	1,25%	8,61%	2,03%	1,87%
Průměrné tempo růstu	4,76%			4,17%		

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

U položek jako jsou daně a poplatky, změna stavu rezerv, ostatní finanční náklady a výnosy, jejich podíl na celkových tržbách za vlastní výrobky a služby je velmi malý, avšak poměrně za sledované období stabilní. Tento rovnovážný podíl je důvodem, proč je jejich výše v následujících letech predikována přibližně ve výši poslední analyzovaného roku. Položky ostatních provozních nákladů a ostatních provozních výnosů jsou predikovány na základě aritmetického průměru jejich podílu za minulé roky. U výnosů se jedná o 2,1% podíl a u nákladů o 1,8% podíl na tržbách za vlastní výrobky a služby.

Tabulka 42 Prognóza podílu nákladových a výnosových položek na tržbách

	2017	2018	2018
Daně a poplatky	0,40%	0,40%	0,40%
Změna stavu rezerv	1%	1%	1%
Ostatní provozní výnosy	2,10%	2,10%	2,10%
Ostatní provozní náklady	1,80%	1,80%	1,80%

Ostatní finanční výnosy	0,01%	0,01%	0,01%
Ostatní finanční náklady	0,25%	0,25%	0,25%

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

V následující tabulce číslo 43 je uvedena prognóza jednotlivých nákladových a výnosových položek během období 2017 – 2019 na základě jejich předchozí predikce.

Tabulka 43 Prognóza nákladových a výnosových položek

(v tis. Kč)	2017	2018	2019
Tržby za vlastní výrobky a služby	257 904	263 139	268 060
Aktivace	2 450	2 500	2 547
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-10 574	-10 789	-10 990
Výkonová spotřeba	149 584	152 621	155 475
Osobní náklady	42 554	43 418	44 230
Daně a poplatky	1 032	1 053	1 072
Změna stavu rezerv	2 579	2 631	2 681
Ostatní provozní výnosy	5 416	5 526	5 629
Ostatní provozní náklady	4 642	4 737	4 825
Ostatní finanční výnosy	26	26	27
Ostatní finanční náklady	645	658	670

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

Tabulka 44 Prognóza ziskové marže metodou "zdola"

(v tis. Kč)	2017	2018	2019
Tržby	257 904	263 139	268 060
KPVH před odpisy	54 186	55 286	56 319
<b>Zisková marže</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

### 9.3 Pracovní kapitál

Dalším generátorem hodnoty, který je v této práci popsán a který je důležitý pro stanovení hodnoty podniku, je pracovní kapitál. Hodnota tohoto pracovního kapitálu se liší od té, která je stanovena v kapitole týkající se finanční analýzy. Tento pracovní kapitál je nutné očistit o položky, které patří do provozně nenutných aktiv, a odečítá se pouze neúročený cizí kapitál.

Tabulka 45 Výpočet upraveného pracovního kapitálu

	(v tis. Kč)	2014	2015	2016
+	Zásoby	125 648	150 818	171 867
+	Pohledávky	47 020	47 419	50 686

+	Provozně nutné peněžní prostředky	4 985	6 995	6 399
+	Ostatní aktiva ČRA	835	105	1 246
-	Krátkodobé závazky (neúročené)	24 925	34 976	31 993
-	Ostatní pasiva ČRP	2 204	2 254	18 549
=	<b>Upravený pracovní kapitál</b>	<b>151 359</b>	<b>168 107</b>	<b>179 656</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

Co se týká položky zásob, všechna tato aktiva byla v předchozí části označena za provozně nutná. Jejich vývoj je ukázán v následující tabulce. Lze vidět, že doba obratu zásob roste. Důvodem tohoto zvýšení je rozšíření společnosti a celého jejího portfolia nabízených výrobků o kvalitní dlouhozrající vína, proto roste položka nedokončené výroby. Vzhledem k dalšímu rozšiřování a vývoji, který se ve společnosti v dalších letech očekává, se předpokládá další nárůst této položky. U ostatních položek jako jsou výrobky a zboží, je doba obratu na stabilní úrovni, kdy tento stav lze předpokládat i do budoucna. Jejich doba obratu je stanovena na základě doby obratu posledního analyzovaného roku.

Tabulka 46 Analýza vývoje a prognóza dob obratů zásob

Doba obratu z tržeb (dny)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Zásoby</b>	194	224	261	270	280	290
z toho materiál	15	15	14	14	14	14
z toho nedokončená výroba	105	142	178	190	200	210
z toho výrobky	41	37	38	38	38	38
z toho zboží	0	0	0	0	0	0
z toho zálohy na zásoby	33	30	29	28	28	28

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

Dlouhodobé pohledávky byly z aktiv vyjmuty, protože byly označeny jako součást provozně nenutných aktiv. U krátkodobých pohledávek lze vidět nejdříve rostoucí dobu obratu, která však v dalším sledovaném roce opět klesá. Největší podíl na těchto pohledávkách představují pohledávky z obchodních vztahů, u kterých lze vidět mírný pokles ve všech letech. Na zvýšení doby obratu měla vliv položka ostatních pohledávek. U této položky i položky krátkodobých poskytnutých záloh se pro prognózu doby obratu vychází z posledního sledovaného roku.

Tabulka 47 Analýza vývoje a prognóza dob obratů pohledávek

Doba obratu z tržeb (dny)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Krátkodobé pohledávky</b>	65	71	70	68	68	68
z toho obchodní	59	57	56	54	54	54
z toho kr. poskytnuté zálohy	4	4	6	6	6	6

z toho jiné	2	10	8	8	8	8
<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	8	7	8	8	8	8

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

V případě závazků lze vidět z následující tabulky podobný průběh, jako tomu bylo u pohledávek, kdy došlo nejprve ke zvýšení a poté ke snížení hodnot těchto položek. I zde představují závazky z obchodních vztahů majoritní podíl na celkových závazcích. Společnost, jak již bylo uvedeno, splácí své závazky dříve, než dostává zaplacení od svých odběratelů. Do budoucna se nepřepokládá zvýšení doby obratu této položky, čímž je společnost oproti konkurenčním podnikům značně znevýhodněná. Společnost si bude držet dobu obratu na základě vývoje z minulých let. Co se týká doby obratu závazků k zaměstnancům a ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění, jejich výše byla ve všech sledovaných letech na stabilní úrovni a i přes malé nárůsty zaměstnanců se tento stav předpokládá do budoucna. Jejich výše je odvozena opět z doby obratu posledního sledovaného roku. U doby obratu závazků vůči státu nelze předpokládat nárůst díky pevně stanoveným termínům platby, proto hodnota zůstane stabilně na deseti dnech. Také doby obratu u položky ostatních závazků jsou predikovány na základě úrovně posledního sledovaného roku.

Tabulka 48 Analýza vývoje a prognóza dob obratů závazků

Doba obratu z tržeb (dny)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Krátkodobé závazky</b>	39	52	48	45	45	45
z toho obchodní	18	29	25	23	23	23
z toho zaměstnanci	4	4	4	4	4	4
z toho sociální a zdravotní	3	3	3	3	3	3
z toho stát	10	12	11	10	10	10
z toho kr. přijaté zálohy	0	0	0	0	0	0
z toho dohadné účty	0	0	2	1	1	1
z toho jiné	5	4	4	4	4	4

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

Na základě takto zjištěných dob obratu jednotlivých položek oběžných aktiv a závazků, je stanovena konkrétní hodnota upraveného plánovaného pracovního kapitálu, kdy peněžní prostředky jsou stanoveny prostřednictvím ukazatele okamžité likvidity ve výši 0,2. Jejich výše by tedy měla odpovídat minimálně výši krátkodobých neúročených závazků krát 0,2. Konkrétně jsou jejich hodnoty naplánovány v další kapitole týkající se sestavení výkazu peněžních toků pro období 2017 – 2019.

Tabulka 49 Prognóza upraveného pracovního kapitálu

	(v tis. Kč)	2017	2018	2019
+	Zásoby	190 778	201 860	212 979
+	Pohledávky – krátkodobé	48 048	49 023	49 940
+	Pohledávky – dlouhodobé	5 653	5 767	5 875
+	Provozně nutné peněžní prostředky	5 592	6 488	6 610
+	Ostatní aktiva ČRA	1000	1 000	1 000
-	Krátkodobé závazky (neúročené)	31 796	32 442	33 048
-	Ostatní pasiva ČRP	2 500	2 500	2 500
=	<b>Upravený pracovní kapitál</b>	<b>216 774</b>	<b>229 197</b>	<b>240 856</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

## 9.4 Dlouhodobý majetek a investice

Posledním významným generátorem hodnoty, který je v rámci této práce zpracován, jsou investice do dlouhodobého majetku společnosti. Pro dlouhodobé trvání podniku je právě dlouhodobý majetek klíčový faktor. Co se týká dlouhodobého hmotného majetku, v předchozí části nebyla identifikována žádná z jeho složek jako provozně nutná. Pro prognózu investic v budoucnosti je využit vývoj tohoto majetku v minulých letech na základě koeficientů náročnosti. Pokud rostou tržby společnosti, měly by se také zvyšovat její investice.

Výše dlouhodobého nehmotného majetku ve společnosti je minimální. Je tvořena pouze položkou software. Vzhledem k tomu, že doba odepisování je ze zákona stanovena na 36 měsíců a jak lze z následující tabulky vidět, u společnosti došlo v minulých letech k úplnému odepsání tohoto majetku. V roce 2016 společnost opět nakoupila software, u kterého se předpokládá, že v dalších letech bude pouze odepsán a hodnota této položky se nebude v budoucích letech navyšovat.

Tabulka 50 Vývoj a predikce dlouhodobého hmotného majetku a odpisů

(v tis. Kč)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Dlouhodobý nehmotný majetek	202	0	146	88	30	0
Odpisy	304	202	29	58	58	30

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

Jak lze z tabulky vidět, společnost ve sledovaných letech nezvyšovala výrazně položku týkající se staveb. Pouze v roce 2016 došlo k mírným opravám, které souvisely s renovacemi místností a rekonstrukcemi topení v hlavní budově. Průměrná investiční

náročnost netto této položky byla stanovena na úrovni -0,97 %. Společnost však měla v plánu v roce 2017 realizovat významnou výstavbu týkající se nového objektu galerie vín s degustačním sklepem. Hodnota této plánované investice byla stanovena na 60 milionů Kč. Realizace tohoto projektu započala již v minulých letech, s čímž souvisí hodnoty položek nedokončeného dlouhodobého majetku a poskytnutých záloh na tento majetek. Předpokládá se, že v hodnotě investice jsou započteny právě tyto dvě položky, které mají přímou souvislost se stavbou. To je důvodem, proč v následujících letech budou ponechány obě položky v nulové výši.

Tabulka 51 Investice do staveb ve sledovaném období

(v tis. Kč)	2014	2015	2016
Stavby	78 976	74 666	74 707
Odpisy	2 939	2 860	4 401
Investice netto	-2 797	-4 310	41
Investice brutto	142	-1 450	4 442
Průměrná investiční náročnost	-0,97%		

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

U položky samostatných movitých věcí došlo pouze v roce 2014 k větším investicím, které převyšovaly úroveň odpisů. Společnost se snaží investovat finanční prostředky do obnovy svých technických zařízení, aby modernizovala výrobu. Přestože společnost vkládá značné finanční prostředky do nákupu těchto nových strojů, investice se nerovnají výši odpisů a nedochází k jejich plné obnově. Obdobný vývoj lze očekávat i v dalších letech.

Tabulka 52 Investice do samostatných movitých věcí ve sledovaném období

(v tis. Kč)	2014	2015	2016
Samostatné movité věci	33 864	28 706	27 661
Odpisy	9 129	8 733	7 412
Investice netto	1 179	-5 158	-1 045
Investice brutto	10 308	3 575	6 367
Průměrná investiční náročnost	-0,68%		

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

Společnost se každý rok snaží o obnovu a zejména rozšíření svých vinic, aby byla více samostatná a nemusela být závislá na dodavatelích. Původ a kvalita hroznů z jednotlivých vinic jsou úzce spjaty se zlepšením pověsti podniku u potenciálních spotřebitelů vína. Podnik také investuje každý rok finanční prostředky do protierozních opatření a dalších nákladů spojených se samotnou produkcí vinné révy. Průměrná investiční náročnost



dosáhla za sledované období 0,45 %. U položky pěstitelských celků se i v dalších letech očekávají investiční aktivity, což je podloženo informacemi obsaženými v účetní závěrce společnosti. Vzhledem k vyšším investicím v minulosti se však očekává snížení tempa růstu investic oproti předchozím rokům. Předpokládaná průměrná investiční náročnost pěstitelských porostů je stanovena pro další období na úrovni 0,2 %.

Tabulka 53 Investice do pěstitelských celků ve sledovaném období

(v tis. Kč)	2014	2015	2016
Pěstitelské celky	20 472	21 197	25 049
Odpisy	1 454	1 598	6 365
Investice netto	-1 293	725	3 852
Investice brutto	161	2 323	10 217
Průměrná investiční náročnost	0,45%		

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

Stejně jako u pěstitelských celků společnost každoročně nakupuje i nové pozemky. Od roku 2011 vzrostla hodnota této položky na dvojnásobnou úroveň. Průměrná investiční náročnost u pozemků dosahuje dokonce výše 3,9 %. Přestože v budoucích letech lze předpokládat růst hodnoty položky pozemků na tržbách společnosti za vlastní výrobky a služby, vyšší koeficientu náročnosti nelze zachovat pro prognózu vývoje investic. Proto je jeho hodnota očekávána ve výši 2 % z tržeb. Zvýšení podílu pozemků je jedním z bodů dlouhodobé strategie společnosti, které se snaží docílit. Oceňovaná společnost se chce stát jediným soběstačným producentem vinné révy na území České republiky.

Tabulka 54 Investice do pozemků ve sledovaném období

(v tis. Kč)	2014	2015	2016
Pozemky	59 184	66 230	75 567
Investice netto	11 679	7 046	9 337
Průměrná investiční náročnost	3,90%		

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

U položky jiného dlouhodobého majetku se v budoucích letech nepředpokládají žádné investice. Jeho účetní hodnota se bude pouze následujícím období snižovat o výši jeho odpisů.

Tabulka 55 Investice do jiného dlouhodobého majetku ve sledovaném období

(v tis. Kč)	2014	2015	2016
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	1 588	1 575	1 562
Odpisy	14	13	57

Investice netto	-14	-13	-13
Investice brutto	0	0	44
Průměrná investiční náročnost	-0,01%		

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

Následující tabulka obsahuje údaje týkající se stanovení výše jednotlivých položek dlouhodobého majetku provozně nutného v první fázi plánu společnosti.

Tabulka 56 Prognóza položek dlouhodobého majetku

(v tis. Kč)	2017	2018	2019
Pozemky	80 725	85 988	91 349
Stavby	134 707	132 145	129 536
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	25 914	24 132	22 317
Pěstitelské celky trvalých porostů	26 207	27 388	28 591
Jiný DHM	1 549	1 536	1 523
Nedokončený DHM	0	0	0
Poskytnuté zálohy na DHM	0	0	0

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

#### 9.4.1 Odpisy

Co se týká odpisů společnosti, jejich výše se ve sledovaném období pohybovala mezi 9 až 10 % netto hodnoty odepisovaného majetku, kam se řadí dlouhodobý majetek očištění o výši pozemků. To je důvodem, proč odpisy pro první fázi byly také stanoveny v rámci tohoto intervalu, konkrétně na úrovni posledního sledovaného roku, což je ve výši 10,21 % z důvodu budoucích investic. V dalším období se totiž předpokládá zachování trendů vývoje tohoto majetku, viz předchozí text.

Tabulka 57 Analýza podílů odpisů na dlouhodobém majetku

(v tis. Kč)	2014	2015	2016
Dlouhodobý odepisovaný majetek	146 463	149 040	184 836
Odpisy	13 840	13 406	18 873
Podíl odpisů na DM	9,45%	8,99%	10,21%

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

Tabulka 58 Prognóza vývoje odpisů

(v tis. Kč)	2017	2018	2019
Dlouhodobý odepisovaný majetek	188 377	185 202	181 967
Odpisy	19 233,3	18 909,1	18 578,8
Podíl odpisů na DM	10,21%	10,21%	10,21%

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

## 10 STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN

Cílem této kapitoly je sestavení finančního plánu oceňované společnosti, ze kterého se vychází při stanovení hodnoty. Význam strategického finančního plánu spočívá v tom, že představuje očekávání vývoje jednotlivých finančních výkazů, na základě kterého je možné provést ocenění podniku a vypočítat jednotlivé veličiny. Plán vychází nejen z analýzy finančního zdraví podniku a celé strategické analýzy, ale také určitých očekávání do budoucna. Nezbytnou součástí pro jeho správné vytvoření, jsou generátory hodnoty, které jsou v rámci této kapitoly také stanoveny. Tento plán je složen ze tří částí – z rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu peněžních toků na období let 2017 – 2019.

### 10.1.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Nejvýznamnější položkou výkazu zisku a ztráty jsou tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb. Jejich výše byla stanovena v rámci kapitoly strategické analýzy. Další položky tohoto výkazu byly naplánovány prostřednictvím prognózy ziskové marže metodou „zdola“ a v rámci prognózy investic do dlouhodobého majetku. Oceňovaná společnost v posledních letech nevyužívala žádných cizích zdrojů financování v podobě půjček a bankovních úvěrů, s čímž je spojena položka nákladových úroků. Vzhledem k dostatečnému množství finančních prostředků na bankovním účtu se tento stav předpokládá i do budoucna, kdy společnost i nadále bude mít nulové zadlužení, a tedy i samotné hodnoty nákladových úroků. Díky tomuto přebytku peněžních prostředků na účtech, společnost vykazuje kladné hodnoty výnosových úroků. Výnosové úroky tvoří průměrně 0,44 % hodnoty peněžních prostředků uložených na účtu. V předchozích kapitolách byl veškerý dlouhodobý majetek označen za provozně nutný. Společnost v dalších letech neplánuje prodávat tento majetek, proto je výše zisku z prodeje stanovena na nulových hodnotách. Výsledná daň odpovídá současné sazbě daně, která je stanovena v zákonné výši 19 %, kdy je vypočítána z výsledku hospodaření před zdaněním. V dalších letech se žádná změna této sazby neočekává.

### 10.1.2 Plánovaná rozvaha

Stejně jako tomu je v případě výkazu zisku a ztráty, i plán vývoje aktiv společnosti vychází z výsledků prognózy investic do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu, které byly stanoveny v rámci minulých kapitol. Co se týká hodnoty dlouhodobého majetku, jeho výše není závislá na tržbách společnosti z prodeje vlastních výrobků a služeb. Jeho hodnoty jsou

naplánovány prostřednictvím očekávaného investičního plánu společnosti a zejména na základě koeficientů průměrné investiční náročnosti v minulých letech. Naopak mezi vývojem oběžného majetku a samotnými tržbami již existuje příčinný vztah. Vývoj těchto položek byl naplánován v rámci kapitoly generátorů hodnoty. Dlouhodobé pohledávky, které byly označeny za provozně nutné, jsou ponechány ve výši posledního sledovaného roku, tedy roku 2016. Výše krátkodobého finančního majetku vychází z výkazu o peněžních tocích. Provozně nutná výše peněžních prostředků byla opět stanovena na úrovni okamžité likvidity, tedy 0,2 krátkodobých závazků společnosti.

Struktura pasiv je také ovlivněna vývojem pracovního kapitálu, na základě čehož byla naplánována výše krátkodobých závazků. Co se týká výše základního kapitálu a nerozděleného zisku, ve sledovaném období nedocházelo ke změnám těchto položek, proto byla jejich výše převzata opět z posledního sledovaného roku. V následujících letech se ve společnosti také neočekávají žádná navyšování základního kapitálu a doposud ve společnosti nebyly ani vypláceny žádné dividendy akcionářům. Dosavadní dividendová politika se předpokládá i v budoucnosti. Tento stav bude mít za následek růst položky fondů ze zisku a tedy i celkové sumy vlastního kapitálu společnosti, protože podnik celou část výsledku hospodaření přerozděluje v rámci těchto fondů. Díky konzervativnímu způsobu financování společnosti se nepředpokládá, jak již bylo řečeno, žádné navyšování cizích zdrojů financování. Výše dlouhodobých závazků byla ponechána ve výši posledního roku.

### 10.1.3 Plánovaný výkaz peněžních toků

Aby byl finanční plán kompletní, je nezbytné stanovit výkaz peněžních toků. Hodnota položky peněžních prostředků na začátku účetního období je vždy převzata z hodnoty těchto prostředků v období minulém. První položkou, která je významná pro sestavení tohoto výkazu, je korigovaný provozní výsledek hospodaření, jehož výše je převzata z výkazu zisku a ztráty. Ten se dále upraví o daň, nepeněžní operace, kterými jsou odpisy a změny stavu rezerv, jednotlivé změny položek pracovního kapitálu, čímž je získána hodnota peněžního toku z provozní činnosti společnosti.

V rámci přílohy P IX je vypracovaný právě tento výkaz, ve kterém je uvedeno, že společnost dosahuje ve všech plánovaných letech kladných hodnot celkových peněžních toků, což je velmi pozitivní. Také celkový konečný stav těchto prostředků je ve všech letech v kladné výši. Peněžní prostředky jsou dále rozděleny na provozní a neprovozní část

na základě okamžité likvidity společnosti, což je zachyceno v plánované rozvaze společnosti.

#### 10.1.4 Finanční analýza finančního plánu

Pro celkové výsledné zhodnocení je v rámci kapitoly provedena zjednodušená finanční analýza sestaveného finančního plánu. Tato analýza navazuje na již provedenou dřívější analýzu v závěru analytické části práce. Cílem analýzy je zhodnotit, zdali plánovaný vývoj společnosti je reálný a zejména zdali bude i v budoucích letech splněn předpoklad tzv. „going concern“, tedy potvrzení předpokladu dobré perspektivnosti společnosti.

Ukazatele likvidity se i v následujících letech nacházejí nad doporučenými hodnotami. Společnost disponovala velkým množstvím finančních prostředků v minulosti a není tomu jinak ani v letech dalších. Společnost každým rokem tvoří vyšší míry rezerv a také nevyplácí dividendy svým akcionářům, čím dochází ke kumulaci výsledků hospodaření. Vlivem vyšších investic v prvním plánovaném roce však došlo k výraznějšímu poklesu pohotové i okamžité likvidity. Vlivem růstu finančních prostředků však v následujících letech hodnoty těchto ukazatelů opět rostou.

Co se týká ukazatelů rentability, oceňovaná společnost dosahuje ve všech letech kladných čísel. Také zde lze vidět pozitivní nárůst oproti předchozím sledovaným rokem ve všech ukazatelích rentability. U ukazatele rentability tržeb lze dokonce spatřit pozitivní trend růstu ve všech plánovaných letech. Avšak i přes to jsou hodnoty stále nižší než u konkurenčních podniků. Důvodem je však již několikrát zmiňované nevyužívání cizích zdrojů financování, čímž dochází právě ke snížení hodnoty těchto ukazatelů.

Doba obratu jednotlivých položek vychází ze závěrů výpočtů v kapitole týkající se generátorů hodnoty. V plánovaných letech lze vidět podobný stav těchto ukazatelů, jako tomu bylo v období minulém. Doba obratu pohledávek je opět vyšší než doba obratu závazků. Konkurenti opět dostávají dřív zapláceno od svých odběratelů, než sami splácí své dluhy. V případě oceňované společnosti se na tomto stavu nic nezměnilo, pouze doba obou ukazatelů se snížila o dva dny, avšak na celkové situaci to nic nemění.

U ukazatelů zadluženosti dochází ve všech plánovaných letech ke snížení jejich hodnoty. Vlastní kapitál i v následujících letech bude dosahovat hodnoty přibližně 65 % celkové bilanční sumy pasiv. Opět oproti konkurenčním firmám, jsou tyto hodnoty značně vyšší, právě díky jejich zmíněnému využívání cizích úročených dluhů v rámci svého financování.

## 11 OCEŇOVÁNÍ PODNIKU VYBRANÝMI VÝNOSOVÝMI METODAMI

### 11.1 Stanovení diskontní míry

Dalším krokem při stanovení hodnoty podniku je zjištění diskontní míry, pomocí které budou dále diskontovány vypočtené volné peněžní toky. Hlavní funkce této diskontní míry spočívá v zohlednění faktoru času a rizik, která společnosti hrozí.

V rámci postupu je nutné vypočítat diskontní míru nejenom na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál, ale také na úrovni nákladů pro vlastníky, která je vyjádřena náklady vlastního kapitálu. Protože se vychází z peněžních toků pro vlastníky, je nutné, aby také diskontní míra byla na úrovni vlastníků. Hodnota těchto nákladů by měla představovat úroveň zadlužení společnosti, které plynou z její tržní kapitálové struktury.

#### 11.1.1 Stanovení nákladů vlastního kapitálu

Stanovit náklady na vlastní kapitál je mnohem složitější proces než náklady cizího kapitálu. Náklady vlastního kapitálu budou v následující kapitole určeny prostřednictvím několika modelů, kterými jsou – metoda oceňování kapitálových aktiv, stavebnicová metoda a průměrná rentabilita odvětví. Následujícím krokem je zprůměrování těchto hodnot, čímž se zjistí konečná míra nákladů vlastního kapitálu.

##### 11.1.1.1 Metoda CAPM

Metoda CAMP je považována za základní a nejvíce využívaný model, pomocí kterého lze vypočítat náklady vlastního kapitálu.

Náklady vlastního kapitálu budou metodou CAPM vypočítány na základě následujícího vzorce:

$$r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f) \quad (9)$$

Pro dosažení do vzorce, je nezbytné znát hodnotu jednotlivých parametrů. Jedná se o hodnotu bezrizikové úrokové míry, koeficientu beta a rizikové prémie.

Hodnota bezrizikové úrokové míry se nejčastěji stanovuje na úrovni výnosnosti desetiletých státních dluhopisů, které jsou každoročně zveřejňovány na stránkách

Ministerstva průmyslu a obchodu ČR. Tato varianta je považována za nejběžněji využívanou. Na konci roku 2016 byl výnos 10letých státních dluhopisů ve výši 0,53 %.

Význam koeficientu beta spočívá ve vyjádření citlivosti investice vůči trhu. Prostřednictvím tohoto koeficientu se vymezuje tržní riziko. Vzhledem k tomu, že se jedná o společnost, která není obchodovatelná na kapitálovém trhu, je nutné pro stanovení parametru beta využít náhradní odhad prostřednictvím metody analogie. Hodnota tohoto koeficientu vychází z koeficientu beta na úrovni nulového zadlužení, který je stanovený pro podobné podniky, které působí ve stejném odvětví jako oceňovaná společnost. Informace lze nalézt na internetových stránkách profesora Damodarana. Výpočet již upraveného parametru, který představuje zadlužený koeficient beta má následující tvar:

$$\beta_Z = \beta_N * (1 + (1 - T) * \frac{CK}{VK}) \quad (10)$$

Tabulka 59 Výpočet koeficientu beta

	2014	2015	2016
$\beta_N$	1,06	0,94	0,79
D	19%	19%	19%
CK	160 304	179626	190 606
VK	311 976	331 189	349 020
$\beta_Z$	<b>0,99</b>	<b>0,92</b>	<b>0,78</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle Damodarana a interních materiálů společnosti

Jako poslední neznámá veličina, která je pro výpočet nákladů vlastního kapitálu prostřednictvím metody CAPM nezbytná, je riziková prémie. Tento parametr vyjadřuje výnosové ocenění rizikovosti tržního portfolia. Riziková prémie se vypočítá jako rozdíl předpokládané výnosnosti kapitálu, který se nachází na trhu, a bezrizikové úrokové míry. Riziková prémie se určuje na základě ratingu dané země, který je stanovený ratingovou agenturou Moody's. Ta České republice udělila rating A1. Hodnoty rizikové premie jsou také uvedeny na internetových stránkách profesora Damodarana. Pro rok 2016 byla výše rizikové premie pro Českou republiku stanovena na úrovni 6,69 %.

Tabulka 60 Výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí modelu CAPM

	2014	2015	2016
$r_f$	1,58%	0,58%	0,48%
$\beta$ – nezadlužená	1,06	0,94	0,79
$\beta$ – zadlužená	0,99	0,92	0,78

riziková prémie	6,80%	7,36%	6,69%
<b>Náklady na vlastní kapitál - <math>r_e</math></b>	<b>6,73%</b>	<b>6,84%</b>	<b>5,33%</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle MPO a Damodarana

### 11.1.1.2 Stavebnicový model

Stavebnicový model je takový model stanovení nákladů na vlastní kapitál, který bere v úvahu kromě systematického rizika i nesystematické. Princip tohoto modelu spočívá v přičítání rizikových přírážek k bezrizikové úrokové míře. Tato bezriziková úroková míra je ve stejné výši, jako tomu bylo v případě modelu CAPM. I zde se jedná o výnosnost desetiletých státních dluhopisů, jejichž výše se zjistí z prognózy MPO České republiky. Co se týká rizikových přírážek, jedná se o přírážku za likvidnost akcie, obchodní riziko, finanční strukturu a stabilitu. Potřebné informace týkající se přírážek lze najít právě na stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu. Náklady na vlastní kapitál se vypočítají prostřednictvím stavebnicového modelu následujícím vzorcem:

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{podnikatelské} + r_{finstab} + r_{finstr} \quad (8)$$

### Stavebnicový model MPO

Následující tabulka představuje stanovení nákladů vlastního kapitálu pomocí stavebnicového modelu. Tento model je sestavený na základě metodiky výpočtu Ministerstva průmyslu a obchodu. Veškeré informace, které jsou pro stanovení hodnoty nákladů na vlastní kapitál potřebné, lze najít ve statistikách, které vydává právě MPO.

Tabulka 61 Náklady na vlastní kapitál stanovené dle stavebnicové metody (MPO)

	2014	2015	2016
Bezriziková sazba $r_f$	1,58%	0,58%	0,48%
Riziková přírážka za velikost podniku - $r_{LA}$	0,98%	0,70%	0,69%
Riziková přírážka za obchodní riziko - $r_{podnikatelské}$	4,80%	5,60%	2,46%
Riziková přírážka za finanční stabilitu - $r_{finstab}$	5,78%	5,50%	2,43%
Riziková přírážka za finanční strukturu - $r_{finstr}$	0,50%	1,85%	1,76%
<b>Náklady na vlastní kapitál - <math>r_e</math></b>	<b>13,64%</b>	<b>14,23%</b>	<b>7,82%</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle MPO

### Stavebnicový model – oceňovaná společnost

Aby bylo možné získat přesnější výsledky, aplikuje se tato stavebnicová metoda přímo na vybranou společnost.



Riziková přírážka za velikost podniku ( $r_{LA}$ ) – Tato přírážka je závislá na velikosti úplatných zdrojů, což jsou hodnoty vlastního kapitálu a bankovních úvěrů. Jak lze vidět z tabulky, společnost ve všech letech měla hodnoty tohoto parametru vyšší než 300 milionů Kč, což jsou pouze hodnoty vlastního kapitálu. Společnost v současné době nedisponuje žádnými bankovními úvěry. To je důvodem, proč se tato přírážka rovná 0 %.

Tabulka 62 Výpočet rizikové přírážky velikosti podniku

	2014	2015	2016
Úplatné zdroje (v tis. Kč)	311 976	331 189	349 020
$r_{LA}$	0%	0%	0%

Zdroj: Vlastní zpracování dle MPO a interních materiálů společnosti

Další přírážka se týká podnikatelského rizika neboli nižší stability. Její hodnoty vychází z porovnání rentability aktiv a nákladů na cizí kapitál. Pokud jsou hodnoty ROA vyšší než náklady na cizí kapitál, jako je tomu v případě oceňované společnosti, hodnoty přírážek za podnikatelské riziko se přebírají z dat odvětví, které vydává MPO.

Přírážka za finanční stabilitu, ta je vázána na hodnoty běžné likvidity. Likvidita se porovnává se dvěma položkami –  $XL_1$  a  $XL_2$ . MPO stanovuje pro každé odvětví hodnoty individuálně. Druhou možností, kterou lze v tomto případě využít a je výrazně jednodušší, je, že se  $XL_1 = 1$  a  $XL_2 = 2$ . Jak lze vidět v tabulce, ve sledovaném období 2014 – 2016 dosahovala oceňovaná společnost v ukazateli běžné likvidity výrazně vyšších hodnot než 2. Z toho vyplývá, že společnost nemá příliš nízkou likviditu a přírážka za finanční stabilitu je stanovena ve výši 0 %.

Poslední přírážkou je riziková premie za finanční strukturu. Ta se stanoví podílem EBIT a nákladových úroků. Pokud je hodnota tohoto ukazatele menší než 1, přírážka se stanovuje ve výši 10 %. V případě oceňované společnosti jsou nákladové úroky nulové, proto je tato přírážka vymezena právě v této hodnotě.

Tabulka 63 Náklady na vlastní kapitál stanovené dle stavebnicové metody pro podnik

	2014	2015	2016
Bezriziková sazba $r_f$	1,58%	0,58%	0,48%
Riziková přírážka za velikost podniku - $r_{LA}$	0,00%	0,00%	0,00%
Riziková přírážka za obchodní riziko - $r_{\text{podnikatelské}}$	4,80%	5,60%	2,46%
Riziková přírážka za finanční stabilitu - $r_{\text{finstab}}$	0,00%	0,00%	0,00%
Riziková přírážka za finanční strukturu - $r_{\text{finstr}}$	10,00%	10,00%	10,00%
<b>Náklady na vlastní kapitál - <math>r_e</math></b>	<b>16,38%</b>	<b>16,18%</b>	<b>12,94%</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle MPO

### 11.1.1.3 Alternativní náklady na kapitál v odvětví

Další metodou, pomocí níž lze získat hodnoty nákladů na vlastní kapitál, je průměrná rentabilita v odvětví. Ministerstvo průmyslu a obchodu každým rokem vydává dokument Panorama zpracovatelského průmyslu, ve kterém lze najít údaje o alternativních nákladech na kapitál. Oceňovaná společnost spadá na základě klasifikace ekonomických činností CZ – NACE do kategorie 11 – Výroba nápojů. Tato metoda však vychází z historických údajů, což je důvodem, proč není považována za příliš vhodnou. Při výsledném zprůměrování všech metod, pomocí kterých jsou zjišťovány hodnoty nákladů vlastního kapitálu, má tato metoda nižší váhu.

Tabulka 64 Náklady na vlastní kapitál stanovené dle průměrné rentability v odvětví

	2014	2015	2016
Průměrná rentabilita v odvětví	4,72%	11,93%	14,80%
<b>Náklady na vlastní kapitál - <math>r_e</math></b>	<b>4,72%</b>	<b>11,93%</b>	<b>14,80%</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle MPO

### 11.1.1.4 Výsledné stanovení nákladů na vlastní kapitál

Následující tabulka představuje přehled všech výsledků, které byly dosaženy prostřednictvím zvolených metod výpočtu nákladů na vlastní kapitál. Jak lze z tabulky vidět, jednotlivým metodám byly přiřazeny váhy podle jejich významnosti. Nejvyšší váhu má metoda CAMP, protože se jedná o metodu, která využívá data pocházející z trhu. Pro stanovení tržní hodnoty jsou tyto hodnoty považovány za nejvhodnější a v praxi nejvíce využívané. Druhou nejvyšší váhu získala stavebnicová metoda. Tato metoda má přímý vztah k oceňované společnosti. Zahrnuje v sobě veškerá rizika, která se podniku týkají a mají na jejím fungování velký vliv.

Jak již bylo řečeno v předchozí části, naopak nejnižší váha byla přiřazena metodě, která využívá hodnoty průměrné rentability v odvětví, kdy se jedná o alternativní zjištění nákladů.

Průměrná hodnota vlastního kapitálu je tedy stanovena na 9,06 %.

Tabulka 65 Průměrné náklady na vlastní kapitál

	Váha	$N_{VK}$	Přepočtené $N_{VK}$
CAPM	4	5,33%	21,32%

I. Stavebnicový model (MPO)	2	7,82%	15,64%
II. Stavebnicový model (podnik)	3	12,94%	38,82%
Průměrná rentabilita v odvětví	1	14,80%	14,80%
Celkem	10		90,58%
<b>Průměrné náklady na vlastní kapitál</b>			<b>9,06%</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle MPO

### 11.1.2 Stanovení nákladů na cizí kapitál

Dále je nutné stanovit náklady na cizí kapitál, ale vzhledem k tomu, že společnost nedisponuje žádnými cizími zdroji, které by byly úročené, a v budoucnu neplánuje jejich další využití, je výše nákladů na cizí kapitál stanovena v nulové výši.

### 11.1.3 Vážené průměrné náklady na kapitál

Co se týká stanovení hodnoty vážených průměrných nákladů na kapitál, v případě oceňované společnosti tento krok není nutný. Společnost v současné době nevyužívá finančních prostředků plynoucích z cizího kapitálu. Vážené průměrné náklady na kapitál se tedy rovnají hodnotě průměrným nákladů na vlastní kapitál, které jsou ve výši 9,06 %.

## 11.2 Stanovení hodnoty podniku metodou DCF entity

Metoda diskontovaných peněžních toků patří mezi nejčastěji využívané výnosové metody. V rámci této práce je využita konkrétně metoda DCF entity. Princip této metody spočívá v diskontování peněžních toků, čímž je získána hodnota podniku jako celku, neboli brutto. Tyto peněžní toky jsou k dispozici nejenom samotným vlastníkům společnosti, ale zejména jejím věřitelům. Dalším krokem, který je nezbytné provést, je odečtení cizího kapitálu ke dni, ke kterému ocenění probíhá. Tím je vypočtena hodnota vlastního kapitálu, tedy netto.

Stanovení hodnoty společnosti prostřednictvím metody DCF entity je rozděleno do dvou fází. První fáze trvá tři roky, tedy od roku 2017 až 2019, a představuje časový úsek, po který lze stanovit volné peněžní toky, jenž jsou dále diskontovány prostřednictvím zvolené diskontní míry. Veškeré informace, které jsou pro první fázi nezbytné, vycházejí z vypracovaného finančního plánu společnosti.

Druhá fáze reprezentuje další průběh podniku od roku 2020 až do nekonečna. Nutným krokem zde je stanovení pokračující hodnoty na základě dvou vzorců – Gordonova a parametrického.

V první řadě je nutné vymezit výši investovaného provozně nutného kapitálu. Jeho hodnoty jsou čerpány z plánované rozvahy, která byla vytvořena v předchozí části práce. Je také potřeba rozlišit aktiva, která jsou pro společnost provozně nutná a nenutná. Této problematice již byla věnována samostatná kapitola. V případě oceňované společnosti se jedná o dlouhodobý finanční majetek, který představuje podíly v ovládaných osobách a podíly pod podstatným vlivem. Dále sem patří část dlouhodobých pohledávek, kam patří půjčka společnosti Vinařství Kovacs, s.r.o. a nadbytečné množství finančních prostředků, tedy více než 0,2 hodnoty krátkodobých závazků.

Následující tabulka č. 66 znázorňuje informace, které se týkají provozně nutného investovaného kapitálu, jehož výše byla stanovena v rámci kapitoly týkající se generátorů hodnoty společnosti. Jedná se o netto hodnoty kapitálu. Význam těchto údajů spočívá v tom, že jsou nezbytné pro výpočet volného peněžního toku společnosti.

Tabulka 66 Stanovení provozně nutného investovaného kapitálu

	(v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
+	Dlouhodobý nehmotný majetek	146	88	30	0
+	Dlouhodobý hmotný majetek	260 403	269 102	271 189	273 316
=	<b>Dlouhodobý majetek provozně nutný</b>	<b>260 549</b>	<b>269 190</b>	<b>271 219</b>	<b>273 316</b>
+	Zásoby	171 867	190 778	201 860	212 979
+	Pohledávky	50 686	53 701	54 791	55 815
+	Provozně nutná výše peněz	6 399	6 359	6 488	6 610
+	Ostatní aktiva	1 246	1 000	1 000	1 000
-	Krátkodobé závazky	31 993	31 796	32 442	33 048
-	Ostatní pasiva	18 549	2 500	2 500	2 500
=	<b>Pracovní kapitál provozně nutný</b>	<b>179 656</b>	<b>216 774</b>	<b>229 197</b>	<b>240 856</b>
=	<b>Investovaný kapitál provozně nutný</b>	<b>440 205</b>	<b>486 732</b>	<b>500 416</b>	<b>514 172</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

Aby bylo možné stanovit hodnotu podniku prostřednictvím této metody, je nezbytné vypočítat diskontní míru. Ta byla vymezena v předchozí kapitole pomocí několika metod, čímž byla nakonec určena průměrná hodnota na úrovni 9,06 %. Následujícím krokem je zjištění hodnoty volného peněžního toku jak pro vlastníky, tak věřitele, tzv. FCFF – Free Cash Flow to Firm. Pro tento krok je potřebné znát hodnotu korigovaného provozního výsledku hospodaření. Ten je v tomto případě shodný s provozním výsledkem hospodaření, protože v následujících letech společnost neplánuje prodávat žádný dlouhodobý majetek ani materiál.

Tabulka 67 Výpočet volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele

	(v tis. Kč)	2017	2018	2019
+	Korigovaný provozní VH	35 571	37 008	38 384
-	Upravená daň	6 759	7 032	7 293
=	Korigovaný provozní VH po dani	28 813	29 976	31 091
+	Odpisy	19 233	18 909	18 579
-	Investice do upraveného pracovního kapitálu	37 886	11 655	11 658
-	Investice do pořízení dlouhodobého majetku	27 875	20 938	20 675
=	<b>Volný peněžní tok entity (FCFF)</b>	<b>-17 714</b>	<b>16 292</b>	<b>17 336</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

Dalším krokem je diskontování peněžních toků, čímž je zjištěna hodnota první fáze. Diskontní míra je stanovena na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál, které jsou v případě oceňované společnosti rovny průměrným nákladům na vlastní kapitál. Součtem všech peněžních toků, které byly diskontovány pomocí WACC je dosaženo současné hodnoty první fáze společnosti. Všechny informace potřebné pro výpočet jsou zobrazeny v následující tabulce.

Tabulka 68 Stanovení hodnoty první fáze

(v tis. Kč)	2017	2018	2019
FCFF	-17 714	16 292	17 336
Diskontní míra	9,06%	9,06%	9,06%
Odúročitel	0,9169	0,8408	0,7709
Diskontované FCF (k 1. 1. 2017)	-16 243	13 697	13 364
<b>Hodnota první fáze k 1. 1. 2017</b>	<b>10 819</b>		

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

V rámci vypracování strategické analýzy bylo zjištěno, že podnik má veškeré dispozice, které potřebuje k tomu, aby mohl neomezeně dlouze fungovat, a pokračovat tak ve svých činnostech. To je důvodem, proč se musí zjistit, jakou hodnotu bude podnik přinášet svým vlastníkům a také věřitelům v budoucích letech. Tato druhá fáze je stanovena od roku 2020 dále. Pokračující hodnota společnosti je vypočítána pomocí Gordonova vzorce i vzorce parametrického.

Aby bylo možné stanovit hodnotu druhé fáze, je nejprve nutné určit tempo růstu podniku, kterého bude v dalších letech dosahovat. Je několik možností, jak tento parametr vypočítat. Tempo růstu má přímou souvislost s celkovým výstupem společnosti, tedy jeho celkovými tržbami. V případě oceňované společnosti se jedná o tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb. Parametr lze tedy zjistit na základě predikce vývoje HDP České republiky, který

je upravený o vliv působení inflace. Pro rok 2019, který je posledním rokem první fáze výpočtu stanovení hodnoty, se očekává vývoj HDP na úrovni 2,6 % a vývoj inflace na 1,9 %. Odhadované tempo je tedy na úrovni 4,5 %. Další možností je stanovení tempa růstu podle geometrického průměru tempa růstu tržeb společnosti minulého i plánovaného období. Výsledné tempo růstu oceňované společnosti je na 3,1 %. Takové tempo se však nedá očekávat donekonečna. Zároveň si lze také všimnout, že postupem let dochází ke zpomalení tempa růstu. To je důvodem, proč hodnota tempa růstu bude pro druhou fázi stanovena ve výši 2 %, což odpovídá přibližně tempu růstu z posledního roku plánu a také očekávané inflaci.

### Výpočet pokračující hodnoty pomocí parametrického vzorce:

Pro výpočet pokračující hodnoty je nejprve nutné vymezit korigovaný provozní výsledek hospodaření první rok po uplynutí období plánu, tzv.  $KPVH_{T+1}$ , dále hodnotu čistých investic –  $I_{nettoT+1}$ , míru investic –  $m_I$  a jako poslední jejich rentabilitu –  $r_I$ .

$$KPVH_{2020} = KPVH_{2019} * (1 + g) = 31\,091 * (1 + 0,02) = 31\,713 \text{ tis. Kč}$$

$$I_{netto2020} = K_{2019} * g = 514\,172 * 0,02 = 10\,283 \text{ tis. Kč}$$

$$m_I = I_{netto2020} / KPVH_{2020} = 10\,283,44 / 31\,712,82 = 32,43 \%$$

$$r_I = g / m_I = 0,02 / 0,3243 = 6,17 \%$$

Hodnota, o kterou rentabilita investovaného kapitálu převyšuje náklady vlastního kapitálu, tvoří tzv. rentu. Pro společnost to představuje zvýšení její hodnoty. V konkrétním případě CHÂTEU VALTICE se však jedná o velmi nízké hodnoty z důvodu nižší ziskovosti podniku. Avšak předpoklad vyšší rentability oproti nákladům je splněn.

Výpočet pokračující hodnoty na základě parametrického vzorce:

$$PH = \frac{KPVH_{2020} * (1 - \frac{g}{r_I})}{i_k - g} = \frac{31\,713 * (1 - \frac{0,02}{0,0617})}{0,0606 - 0,02} = 527\,817 \text{ tis. Kč}$$

Tato hodnota se dále převede na současnou hodnotu, jejíž výše je 442 413 tis. Kč

Následující tabulka obsahuje shrnutí veškerých informací, které jsou potřebné pro výpočet současné hodnoty PH prostřednictvím parametrického vzorce.

Tabulka 69 Stanovení současné hodnoty pokračující hodnoty

(v tis. Kč)	2020
KPVH	31 713
Investice netto	10 283
Míra investic	32,43%
Rentabilita investic netto	6,17%
<b>Pokračující hodnota</b>	<b>303 352</b>
<b>Současná hodnota pokračující hodnoty</b>	<b>233 996</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

### Výpočet pokračující hodnoty pomocí Gordonova vzorce:

V případě výpočtu pokračující hodnoty pomocí Gordonova vzorce, je v první řadě nutné stanovit volné cash flow v prvním roce druhé fáze, tzv.  $FCFF_{T+1}$ . Hodnoty tempa růstu i diskontní míry jsou stejné, jako tomu bylo v případě parametrického vzorce.

$$FCFF_{2020} = KPVH_{2020} - I_{netto2020} = 31\,713 - 10\,283 = 21\,430 \text{ tis. Kč}$$

$$PH = \frac{FCFF_{2020}}{i_k - g} = \frac{21\,430}{0,0606 - 0,02} = 527\,817 \text{ tis. Kč}$$

Současná hodnota pokračující hodnoty je na základě Gordonova vzorce ve výši 442 413 tis. Kč.

Pokračující hodnota, která je převedena na současnou hodnotu diskontováním dosahuje v obou případech výpočtu stejných hodnot.

Poté, co je již vypočtena současná hodnota první i druhé fáze, následují poslední úpravy, které jsou nezbytné pro výpočet hodnoty vlastního kapitálu. Hodnota ocenění podniku brutto představuje součet současné hodnoty první a druhé fáze. Následným odečtením úročeného cizího kapitálu, který je v případě oceňované společnosti nulový, je získána výše ocenění podniku netto. Posledním krokem je přičtení hodnoty neprovozních aktiv, čímž je získána již výsledná hodnota podniku. Výše neprovozních aktiv je k datu ocenění společnosti ve výši 67 428 tis. Kč

Tabulka číslo 70 znázorňuje konkrétní výpočet hodnoty podniku na základě metody DCF entity.

Tabulka 70 Výsledná hodnota podniku podle metody DCF entity

(v tis. Kč)	
Současná hodnota první fáze	10 819
Současná hodnota druhé fáze	233 996
<b>Ocenění podniku brutto</b>	<b>244 815</b>
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	0
<b>Ocenění podniku netto</b>	<b>244 815</b>
Hodnota neprovozních aktiv	67 428
<b>Hodnota podniku (VK) k 1. 1. 2017</b>	<b>312 243</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

### 11.3 Ocenění metodou EVA

Druhá metoda, která je pro stanovení hodnoty podniku CHÂTEU VALTICE v rámci práce použita, je metoda založená na ekonomické přidané hodnotě. Význam ekonomické přidané hodnoty neboli EVA spočívá ve stanovení čistého výnosu z provozní činnosti společnosti po odečtení nákladů na cizí a vlastní kapitál.

Stanovení hodnoty podniku prostřednictvím této metody je rozděleno do dvou fází. V první fázi je nejdříve stanovena hodnota EVA pro jednotlivé roky plánovaného období, které jsou diskontovány na současnou hodnotu ke dni, ke kterému se oceňuje společnost. Hodnota diskontní míry je použita ve výši WACC, které jsou v případě oceňované společnosti rovny hodnotě nákladů na vlastní kapitál. Hodnota první fáze je vyjádřena součtem diskontovaných EVA.

Ocenění pomocí ekonomické přidané hodnoty by mělo přinést stejný výsledek jako metoda DCF entity. Aby tohoto výsledku bylo dosaženo, je nezbytné, aby pro výpočet byla použita stejná vstupní data. Jedná se o tutéž výši vážených průměrných nákladů na kapitál, stejného výsledku hospodaření i provozně nutného investovaného kapitálu.

Následující tabulka prezentuje postup výpočtu současné hodnoty první fáze. NOA – čistá operativní aktiva odpovídají hodnotě provozně nutného investovaného kapitálu, NOPAT – zisk z hlavního provozu podniku po dani je stanoven na úrovni korigovaného provozního výsledku hospodaření po dani a průměrné vážené náklady na kapitál odpovídají hodnotě 9,06 %. Výše současné hodnoty první fáze je stanovena jako součet diskontovaných EVA během let 2017 – 2019.



Tabulka 71 Výpočet hodnoty EVA pro první fázi

(v tis. Kč)	2017	2018	2019
NOPAT	28 813	29 976	31 091
NOA	486 732	500 417	514 172
WACC	9,06%		
WACC * NOA <sub>T-1</sub>	39 883	44 098	45 338
EVA	-11 070	-14 121	-14 247
Odúročitel	0,9169	0,8408	0,7709
EVA diskontovaná	-10 150	-11 873	-10 983
<b>Současná hodnota první fáze k 1. 1. 2017</b>	<b>-33 006</b>		

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

Také u výpočtu druhé fáze je nutné použít stejná vstupní data jako u metody DCF entity. Hodnota tempa růstu tzv.  $g$  je ve výši 2 % a průměrné vážené náklady na kapitál jsou opět na úrovni 9,06 %. Výpočet EVA v prvním roce druhé fáze je následující:

$$NOPAT_{2020} = NOPAT_{2019} * (1 + g) = 31\,091 * (1 + 0,02) = 31\,713 \text{ tis. Kč}$$

$$\begin{aligned} EVA_{2020} &= NOPAT_{2020} - NOA_{2019} * WACC = 31\,712,82 - 514\,172 * 0,0906 \\ &= -14\,871 \text{ tis. Kč} \end{aligned}$$

Pokračující hodnota se zjistí pomocí vzorce:

$$PH = \frac{EVA_{2020}}{WACC - g} = \frac{-14\,871}{0,0906 - 0,02} = -210\,640 \text{ tis. Kč}$$

V další části výpočtu je nezbytné tuto pokračující hodnotu upravit na současnou hodnotu diskontováním, čímž je stanovena současná hodnota druhé fáze, jejíž hodnota je ve výši mínus 162 384 tis. Kč.

Dohromady se sečtou současné hodnoty první a druhé fáze, čímž je zjištěna tržní přidaná hodnota neboli MVA. K této hodnotě je dále nutné přičíst hodnotu čistých operativních aktiv a odečíst úročený cizí kapitál ve výši stanové pro den ocenění, kdy výsledkem je již provozní hodnota netto. Výsledná hodnota vlastního kapitálu se již vypočítá pouze přičtením neprovozního majetku k této hodnotě netto.

Celý postup výpočtu výsledné hodnoty vlastního kapitálu společnosti znázorňuje tabulka číslo 72.

Tabulka 72 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu pomocí metody založené na ekonomické přidané hodnotě

(v tis. Kč)	
Současná hodnota první fáze	- 33 006
Současná hodnota druhé fáze	-162 384
<b>MVA</b>	<b>-195 390</b>
NOA k datu ocenění	440 205
<b>Provozní hodnota brutto</b>	<b>244 815</b>
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	0
<b>Provozní hodnota netto</b>	<b>244 815</b>
Neprovozní majetek k datu ocenění	67 428
<b>Výsledná hodnota VK k 1. 1. 2017</b>	<b>312 243</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

Jak lze vidět, výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2017 je ve stejné výši jak pro metodu DCF entity, tak pro metodu ekonomické přidané hodnoty. Hodnota podniku vypočtená na základě těchto dvou metod je ve výši 312 243 tis. Kč.

#### 11.4 Stanovení hodnoty metodou čistých kapitalizovaných výnosů

Poslední metodou, která je pro zjištění hodnoty použita, je metoda čistých kapitalizovaných výnosů. Konkrétně se jedná o tzv. paušální metodu. Princip této metody spočívá v analýze minulých výsledků hospodaření a odhad jejich budoucího vývoje. Na základě několika úprav výkazu zisku a ztráty lze stanovit hodnotu podniku prostřednictvím trvale odnímatelného čistého výnosu.

Prvním krokem je korekce výsledku hospodaření před zdaněním o odpisy, finanční výnosy, tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu a o zůstatkovou cenu tohoto majetku. Na základě těchto úprav byl zjištěn upravený výsledek hospodaření. U toho výsledku bylo dále nezbytné zohlednit vliv inflace pomocí bazických indexů, které každý měsíc stanovuje Český statistický úřad.

Dále se upravenému výsledku hospodaření o inflaci přiřadí jednotlivé váhy. Největší váha je přidělena roku, který je nejbližší k datu stanovení hodnoty společnosti. Výsledkem těchto korektur je upravený výsledek hospodaření o inflaci a jednotlivé váhy. Následující tabulka představuje veškeré údaje, které jsou potřebné pro zjištění tohoto výsledku hospodaření.

Tabulka 73 Úprava výsledku hospodaření pro výpočet odnímatelného výnosu

		2014	2015	2016
+	VH před zdaněním	16 526	27 515	27 324
+	Odpisy	13 840	13 406	18 873
-	Finanční výnosy	81	153	14
-	Tržby z prodeje DM a materiálu	1 130	2 203	1 892
+	ZC prodaného DM a materiálu	579	836	1 769
=	<b>Upravený VH před daní</b>	<b>29 734</b>	<b>39 401</b>	<b>46 060</b>
	Cenový index řetězový	1,004	1,003	1,007
	Cenový index bazický	0,997	1	1,07
=	<b>UVH upravený o inflaci</b>	<b>29 823</b>	<b>39 401</b>	<b>43 047</b>
	Váhy	1	2	3
=	<b>UVH * váha</b>	<b>29 823</b>	<b>78 802</b>	<b>129 140</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle Českého statistického úřadu a interních materiálů společnosti

Následující krok výpočtu zahrnuje vydělení součtu upraveného výsledku hospodaření o inflaci a váhu celkovým součtem hodnot vah, čímž je zjištěna hodnota trvale odnímatelného čistého výnosu před odpisy. Dále je nutné od této hodnoty odečíst odpisy, které se rovnají výši odpisů v posledním roce, a daň z příjmů právnických osob, která je stanovena na 19 %. U této metody je použita úroková míra, která se rovná nákladům vlastního kapitálu, jejichž hodnota byla stanovena v předchozích kapitolách. Tuto úrokovou míru je nutné upravit o vliv inflace, ve výši jejího dlouhodobého odhadu 2 %. Provozní hodnota vlastního kapitálu je tedy vypočtena jako podíl trvale odnímatelného čistého výnosu po dani a úrokové míry, která je očištěna o inflaci. Posledním krokem v rámci této metody je přičtení hodnoty neprovozních aktiv k datu ocenění, čímž je zjištěna již výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti. Veškeré údaje a výpočty jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 74 Výsledná hodnota VK vybrané společnosti podle metody ČKV

(v tis. Kč)	Hodnota
Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	39 628
Odpisy	18 873
Trvale odnímatelný čistý výnos po odpisech	20 755
Daň 19 %	3 943
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	16 811
Předpokládaná dlouhodobá inflace	2,00%
Kalkulovaná úroková míra ( $N_{vk}$ - inflace)	7,06%

<b>Provozní hodnota VH</b>	<b>238 119</b>
Neprovozní majetek k datu ocenění	67 428
<b>Výsledná hodnota podle metody ČKV</b>	<b>305 547</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

## 11.5 Doplnkové stanovení hodnoty společnosti

Účetní hodnota vlastního kapitálu oceňované společnosti dosáhla k 1. 1. 2017 výše 349 020 tis. Kč. Toto zjištění hodnoty slouží pouze jako doplňková informace, protože tato hodnota vychází z účetních zásad.

## 11.6 Shrnutí výsledků použitých výnosových metod oceňování

Tabulka 75 Srovnání výsledků použitých metod oceňování

Oceňovací metoda	Hodnota VK k 1. 1. 2017 (v tis. Kč)
DCF	312 243
Ekonomická přidaná hodnota	312 243
Čisté kapitalizované výnosy	305 547
Účetní hodnota VK	349 020

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

Hodnota vlastního kapitálu společnosti CHÂTEU VALTICE – Vinné sklepy Valtice, a.s. byla stanovena k 1. 1. 2017 prostřednictvím několika výnosových metod oceňování. Tyto metody byly použity na základě výsledků strategické a finanční analýzy, ze které vyplynulo, že se jedná o perspektivní podnik. Byla využita metoda diskontovaných peněžních toků, metoda ekonomické přidané hodnoty a kapitalizovaných čistých výnosů. Metoda diskontovaných peněžních toků i EVA představují základní metody pro stanovení hodnoty podniku. Hodnota, která byla zjištěna pomocí těchto metod, byla stejná díky tomu, že při výpočtu byla použita stejná vstupní data. Jednalo se o hodnoty vážených průměrných nákladů na vlastní kapitál, zisk a investovaný kapitál. Dosažení těchto stejných výsledků může sloužit jako kontrolní funkce. Metoda ekonomické přidané hodnoty navíc poskytuje informace o tom, zdali v podniku byla vytvořena hodnota a v jaké výši. Metoda ČKV je spíše doplňková, protože poukazuje pouze na současný výnosový potenciál podniku, a využívá se v případech, kdy nelze použít metodu DCF. Při použití metody čistých kapitalizovaných výnosů se vychází z již dosažených výsledků společnosti. Tato metoda nebere v úvahu možný růst podniku, doplňuje však metodu DCF o informace, které se

týkají stanovení spodní hranice výnosového ocenění společnosti. Jak ukazuje následující tabulka, hodnota zjištěná pomocí metody ČKV je nižší o 6 696 tis. Kč.

Výsledná hodnota oceňované společnosti byla k 1. 1. 2017 stanovena ve výši 312 243 tis. Kč, což představuje hodnotu vypočítanou prostřednictvím metody diskontovaných peněžních toků a metody EVA. Dolní limit 305 547 tis. Kč, který byl stanoven metodou ČPK, znázorňuje spodní hranici výnosového ocenění společnosti. Rozdíl mezi použitými metodami, který je ve výši 6 696 tis. Kč, lze pokládat za růstové příležitosti, které má společnost do budoucna k dispozici.

### 11.7 Citlivostní analýza změny parametrů na hodnotu vlastního kapitálu

Samotný závěr kapitoly je věnován provedené citlivostní analýze, která představuje vhodný nástroj, který doprovází samotné stanovení hodnoty podniku. Význam této analýzy spočívá ve zjištění citlivosti výsledků hodnot, které byly provedeny jednotlivými metodami, na změnu parametrů – diskontní míry a tempa růstu. Tyto parametry budou buď zvýšeny, nebo sníženy o jeden procentní bod. Zároveň se předpokládá, že nedojde ke změně parametrů současně. Pro zjednodušení se počítá vždy pouze se změnou jednoho z nich.

V následujících dvou tabulkách jsou uvedeny výsledky citlivostní analýzy výsledné hodnoty vlastního kapitálu společnosti. V prvním případě se jedná o změnu diskontní míry o 1 % bod, druhá tabulka obsahuje změny tempa růstu.

Tabulka 76 Analýza citlivosti výsledné hodnoty VK na změnu diskontní míry

Oceňovací metoda	Hodnota VK (tis. Kč)		
	WACC - 1 %	Původní WACC	WACC + 1 %
	8,06%	9,06%	10,06%
DCF entity	358 973	312 243	277 214
EVA	358 973	312 243	277 214
ČKV	344 841	305 547	276 006

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

Tabulka 77 Analýza citlivosti výsledné hodnoty VK na změnu tempa růstu

Oceňovací metoda	Hodnota VK (tis. Kč)		
	g - 1 %	Původní g	g + 1 %
	1,00%	2,00%	3,00%
DCF entity	329 416	312 243	289 402

EVA	329 416	312 243	289 402
ČKV	-	305 547	-

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

Z předchozích tabulek je zřejmé, že hodnota vlastního kapitálu je mnohem citlivější na změnu diskontní míry než změnu tempa růstu. Snížením diskontní míry o 1 % se změní výsledná hodnota vlastního kapitálu oceňované společnosti při všech použitých metodách přibližně o 40 milionů Kč. Naopak při snížení tempa růstu o 1 % se výsledná hodnota vlastního kapitálu změní pouze o 17 milionů Kč.

Provedení citlivostní analýzy tedy potvrdilo, že u oceňované společnosti existuje přímá závislost stanovení hodnoty na změně těchto dvou parametrů. Jakákoliv sebemenší změna může výslednou hodnotu vlastního kapitálu výrazně změnit. Je tedy nutné dodržovat všechny kroky při oceňování společnosti, aby jak diskontní míra, tak tempo růstu byly zvoleny ve správné výši, aby vypovídací schopnost oceňování byla co největší.

## ZÁVĚR

Cílem této diplomové práce bylo stanovit hodnotu dané společnosti k 1. 1. 2017 pomocí vybraných výnosových metod oceňování.

Úvodní část práce byla věnována teoretickým poznatkům týkající se oblasti oceňování na základě literární rešerše české a zahraniční literatury. Byly zde popsány základní pojmy, které mají přímou souvislost se stanovením hodnoty podniku, postup samotného ocenění a zejména jednotlivé výnosové metody ocenění.

Aby provedené ocenění mělo co největší vypovídací schopnost, bylo nutné získat velké množství informací týkajících se nejenom samotné společnosti, ale zejména prostředí, do kterého daný podnik spadá. To bylo důvodem provedení strategické analýzy, v rámci které byla vymezena velikost relevantního trhu, který představují tržby podle klasifikace ekonomických činností CZ – NACE kategorie 11020 – Výroba vína z vinných hroznů. Odvětví, ve kterém se podnik nachází, bylo označeno jako dynamické a atraktivní s dalším rozvojem do budoucna. Na základě provedené analýzy vnitřního potenciálu disponuje daná společnost 62,96% konkurenční silou, což ji řadí mezi podniky s přijatelnou až dobrou perspektivou. Tento stav také značí možnost perspektivního nárůstu tržního podílu společnosti.

Aby mohl být potvrzen předpoklad nepřetržitého trvání podniku tzv. „going concern“, který představuje jednu z podmínek využití výnosových metod oceňování, bylo nezbytné provést kromě strategické analýzy analýzu finanční. V návaznosti na provedenou finanční analýzu bylo zjištěno, že společnost je zisková. Přestože jí vyšly oproti ostatním podnikům spíše podprůměrné hodnoty jednotlivých ukazatelů rentability, ostatní ukazatele vykazovaly spíše nadprůměrné hodnoty. Důvodem bylo, že společnost na rozdíl od konkurenčních podniků nevyužívá cizích zdrojů financování. Prostřednictvím těchto analýz a souhrnných ukazatelů bylo možné označit danou společnost za zdravý a dlouhodobě stabilní podnik, který je trvale ziskový a nehrozí mu žádný budoucí bankrot. Tyto skutečnosti potvrdily, že podnik splňuje předpoklad budoucího pokračování ve svých činnostech.

Aby mohla být stanovena hodnota společnosti s využitím výnosových metod oceňování, bylo nejprve nutné sestavit strategický finanční plán. Tento plán byl vypracován na základě poznatků plynoucích ze strategické analýzy a následně z analýzy a prognózy jednotlivých generátorů hodnoty.

Dalším krokem, který byl před stanovením hodnoty významný, bylo stanovení hodnoty diskontní míry. Diskontní míra představuje důležitý parametr v dalších výpočtech, protože v sobě promítá nejenom faktor času, ale i rizika. K vyčíslení nákladů na vlastní kapitál bylo využito několik metod, kdy konečný výsledek byl stanovený pomocí váženého průměru. Jelikož společnost nedisponuje žádnými cizími úročenými zdroji a v dalších letech ani neplánuje jejich využití, byly vážené průměrné náklady na kapitál ponechány ve stejné výši jako náklady na vlastní kapitál.

Hodnota vybrané společnosti byla stanovena prostřednictvím nejčastěji využívaných výnosových metod, mezi které se řadí metoda diskontovaných peněžních toků, metoda založená na ekonomické přidané hodnotě a jako poslední paušální metoda čistých kapitalizovaných výnosů. Vzhledem k tomu, že u metody DCF a EVA se kalkulovalo se stejnou výší diskontní míry, ziskem i celkovým kapitálem, výsledné hodnoty byly totožné. Tento fakt plnil rovněž kontrolní funkci. Metoda čistých kapitalizovaných výnosů představovala spíše doplňkovou metodu a poskytovala informace o dolní hranici hodnoty společnosti.

Závěr kapitoly týkající se stanovení hodnoty společnosti byl doplněn o provedenou citlivostní analýzu změny hodnoty vlastního kapitálu zaměřenou na změny dvou vstupních parametrů o jeden procentní bod. Jednalo se o parametr diskontní míry a tempa růstu  $g$ . Výsledky ukázaly, že hodnota společnosti je velmi citlivá na jejich změny. Je nutné, aby tyto parametry byly zvoleny ve správné výši, protože sebemenší změna má vliv na konečné ocenění společnosti.

Vybraná společnost byla k datu 1. 1. 2017 oceněna ve výši 312 243 tis. Kč, čímž byl naplněn hlavní cíl diplomové práce.



**SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY**

*Bohemia sekt s.r.o.* [online], © 2018. [cit. 2018-02-26]. Dostupné z: <http://www.bohemiasekt.cz/>

ČESKO, 2012. Zákon č. 89/2012 ze dne 3. února 2012 Občanský zákoník. In: *Sbírka zákonů* [online]. Částka 33 [cit. 2018-02-02]. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2004-321?text=89%2F2012>

ČESKO, 2004. Zákon č. 321/2004 ze dne 28. května 2004 Občanský zákoník. In: *Sbírka zákonů* [online]. Částka 105 [cit. 2018-02-02]. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2004-321>

ČESKOSLOVENSKO, 1991. Zákon č. 513/1991 ze dne 5. listopadu 1991 Obchodní zákoník. In: *Sbírka zákonů* [online]. Částka 98 [cit. 2018-02-02]. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1991-513>

Český statistický úřad [online], © 2016, [cit. 2018-02-02]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/pocet-obyvatel-v-obcich-k-112017>

NÝVLTOVÁ, Romana a Pavel MARINIČ, 2010. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. Praha: Grada, 204 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-3158-2.

*Damodaran online* [online], © 2017. [cit. 2018-02-02]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

DAMODARAN, Aswath, 2011. *The little book of valuation: how to value a company, pick a stock and profit*. Hoboken, N.J.: John Wiley&Sons, xvii, 230 p. ISBN 9781118004777.

DLUHOŠOVÁ, Dana, 2010. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 225 s. ISBN 978-80-86929-682.

Finanční analýza podnikatelské sféry 2014 - 2016, © 2005 - 2017. *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. [cit. 2018-02-02]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/>

*Finanční správa* [online], © 2013 – 2017. [cit. 2018-02-02]. Dostupné z: <http://www.financnisprava.cz/>

FOTR, Jiří a Ivan SOUČEK, 2005. *Podnikatelský záměr a investiční rozhodování*. Praha: Grada, 356 s. Expert. ISBN 80-247-0939-2.

HOLEČKOVÁ, Jaroslava, 2008. *Finanční analýza firmy*. Praha: ASPI, 208 s. ISBN 978-80-7357-392-8.

*International valuation standards 2011*. London: International Valuation Standards Council, 2011. ISBN 978-0-9569313-0-6

Interní materiály vybrané společnosti za období 2012 – 2016

JAKUBEC, Miroslav a Peter KARDOŠ, 2016. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava: Wolters Kluwer, 281 s. Ekonómia. ISBN 978-80-8168-460-9.

*Justice* [online], © 2018. Zlín [cit. 2018-02-02]. Dostupné z: <https://portal.justice.cz/Justice2/Uvod/uvod.aspx>

KALOUDA, František, 2017. *Finanční analýza a řízení podniku*. 3. rozšířené vydání. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 328 s. ISBN 978-80-7380-646-0.

KISLINGEROVÁ, Eva, 2001. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA, 2008. *Finanční analýza: krok za krokem*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, xxiii, 135 s. C.H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-7179-713-5.

KNÁPKOVÁ, Adriana a Drahomíra PAVELKOVÁ, 2010. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 1. vyd. Praha: Grada, 205 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-2473349-4.

KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS, 2015. *Valuation: measuring and margin the value of companies*. 6th edition. Hoboken: Wiley, 825 s. ISBN 978-1-11887370-0.

KRABEC, Tomáš, 2009. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada, 261 s. ISBN 978-80-247-2865-0.

KUBÍČKOVÁ, Dana a Irena JINDŘICHOVSKÁ, 2015. *Finanční analýza a hodnocení výkonnosti firem*. V Praze: C.H. Beck, xxiii, 342. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-538-1.

Legislativní dokumenty, © 2005 – 2013a. *Ministerstvo financí České republiky*[online]. [cit. 2018-02-02]. Dostupné z: [http://www.mfcr.cz/cs/legislativa/legislativni-dokumenty?t1\\_1=z%25c3%25a1kon](http://www.mfcr.cz/cs/legislativa/legislativni-dokumenty?t1_1=z%25c3%25a1kon)

MÁČE, Miroslav, 2013. *Účetnictví a finanční řízení*. Praha: Grada, 551 s. Účetnictví a daně. ISBN 978-80-247-4574-9.

Makroekonomická predikce - leden 2018, © 2005 – 2013b. *Ministerstvo financí České republiky*: [online]. [cit. 2018-02-03]. Dostupné z: [www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2018/makroekonomicka-predikce-leden-2018-30908](http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2018/makroekonomicka-predikce-leden-2018-30908).

MAREK, Petr, 2009. *Studijní průvodce financemi podniku*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Ekopress, 634 s. ISBN 978-80-86929-49-1.

MARTINOVIČOVÁ, Dana, Miloš KONEČNÝ a Jan VAVŘINA, 2014. *Úvod do podnikové ekonomiky*. Praha: Grada, 208 s. Expert. ISBN 978-80-247-5316-4.

MAŘÍK, Miloš, 2011a. *Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5

*Medical news today* [online], © 2014 - 2018. Zlín [cit. 2018-02-02]. Dostupné z: <https://www.medicalnewstoday.com/>

MRKVIČKA, Josef a Pavel KOLÁŘ, 2006. *Finanční analýza*. 2. přeprac. vyd. Praha: ASPI, 228 s. Vzdělávání účetních v ČR. Učebnice, (14). ISBN 80-7357-219-2.

NACE kódy, © 2018. *CZ NACE* [online]. [cit. 2018-02-02]. Dostupné z: <http://www.nace.cz/nace/11-02-0-vyroba-vina-z-vinnych-hroznu/>.

Panorama zpracovatelského průmyslu, © 2005 – 2017. *Ministerstvo průmyslu a obchodu*[online]. [cit. 2018-02-02]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/prumysl/zpracovatelsky-prumysl/panorama-zpracovatelskeho-prumyslu/>.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ, 2012. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 3. vyd. Praha: Linde. ISBN 978-80-7201-872-7.

*Reflex* [online], © 2001 - 2018. Zlín [cit. 2018-02-02]. Dostupné z: <https://www.reflex.cz>

REŽŇÁKOVÁ, Mária, 2010. *Řízení platební schopnosti podniku*. Praha: Grada, 191 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-3441-5.

ROSS, Stephen A., Randolph WESTERFIELD, Jeffrey F. JAFFE a Bradford D. JORDAN, 2018. *Corporate finance: core principles & applications*. Fifth edition. New York: McGraw-Hill-Education, xxxi, 680. The McGraw-Hill education series in finance, insurance, and realstate. ISBN 978-1-260-08327-9.

RŮČKOVÁ, Petra, 2015. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 152 stran. ISBN 978-80-247-5534-2.

SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA, 2006. *Strategická analýza*. 2., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck, xi, 121 s. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-367-1.

Situační a výhledová zpráva réva vinná a víno, © 2005 - 2015. *Wineofczechrepublic* [online]. [cit. 2018-02-02]. Dostupné z: <https://www.wineofczechrepublic.cz/o-nas/ke-stazeni.html>.

Spotřeba potravin 2016, © 2018. *Český statistický úřad* [online]. Zlín [cit. 2018-02-02]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/documents/10180/45565376/2701391702.pdf/d162185d-7e03-4ec6-96f6-6aee7a31aa47?version=1.0>

SRPOVÁ, Jitka a Václav ŘEHOŘ, 2010. *Základy podnikání: teoretické poznatky, příklady a zkušenosti českých podnikatelů*. Praha: Grada, 427 s. Expert. ISBN 978-80-247-3339-5.

Statistiky, © 2018. *Český statistický úřad* [online]. [cit. 2018-02-02]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/statistiky>.

*Státní zemědělský intervenční fond* [online], © 2013. Zlín [cit. 2018-02-02]. Dostupné z: <https://www.szif.cz/cs>

SYNEK, Miloslav, 2011. *Manažerská ekonomika*. 5., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 471 s. Expert. ISBN 978-80-247-3494-1.

SYNEK, Miloslav a Eva KISLINGEROVÁ, 2015. *Podniková ekonomika*. 6., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck, xxviii, 526 s. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-274-8.

*Templářské sklepy Čejkovice, vinařské družstvo* [online], © 2018. [cit. 2018-02-26]. Dostupné z: <http://www.templarske-sklepy.cz/>

VÁCHAL, Jan a Marek VOCHOZKA, 2013. *Podnikové řízení*. Praha: Grada, 685 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4642-5.

VALACH, Josef, 1999. *Finanční řízení podniku*. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, ,

324 s. ISBN 80-86119-21-1.

VEBER, Jaromír a Jitka SRPOVÁ, 2012. *Podnikání malé a střední firmy*. 3., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 332 s. Expert. ISBN 978-80-247-4520-6.

*Vinařství Mutěnice s.r.o.* [online], © 2018. [cit. 2018-02-26]. Dostupné z: <http://www.vinarstvimutenice.cz/>

VOCHOZKA, Marek, 2011. *Metody komplexního hodnocení podniku*. Praha: Grada, 246 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3647-1.

VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ, 2012. *Podniková ekonomika*. Praha: Grada, 570 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1.

*Znovín Znojmo, a.s.* [online], © 2011 - 2018. [cit. 2018-02-26]. Dostupné z: <http://www.znovin.cz/>

**SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK**

B	Koeficient rizikivosti podniku k průměrné rizikivosti trhu
A	Aktiva
apod.	A podobně
APV	Upravená současná hodnota
a.s.	Akciová společnost
atd.	A tak dále
C	Kapitál
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CF	Cash flow
CK	Cizí kapitál
CZK	Česká koruna
CZ-NACE	Klasifikace ekonomických činností
ČKV	Čisté kapitalizované výnosy
ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
ČR <sub>A</sub>	Časové rozlišení aktivní
ČR <sub>P</sub>	Časové rozlišení pasivní
ČV	Čistý výnos
d	Daň z příjmů
DCF	Diskontované peněžní toky
DDM	Dividendový diskontovaný model
DFM	Dlouhodobý finanční majetek
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek

---

DM	Dlouhodobý majetek
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
DPH	Daň z přidané hodnoty
EBIT	Zisk před úroky a zdaněním
EU	Evropská unie
EUR	Euro
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FCF	Volné peněžní toky
FCFE	Volné peněžní toky pro vlastníky
FCFF	Volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele
g	Tempo růstu
H <sub>B</sub>	Hodnota brutto
ha	Hektar
HDP	Hrubý domácí produkt
hl	Hektolitr
i <sub>k</sub>	Diskontní míra
Ing.	Inženýr
IVSC	International Valuation Standard Committee
KBÚ	Krátkodobé bankovní úvěry
Kč	Koruna česká
KFM	Krátkodobý finanční majetek
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
ks	kus
KZ	Krátkodobé závazky
l	Litr

MF ČR	Ministerstvo financí České republiky
Mgr.	Magistr
$m_i$	Míra investic
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MVA	Tržní přidaná hodnota
NOA	Čistá operativní aktiva
NOPAT	Zisk z hlavního provozu podniku po zdanění
NÚ	Nákladové úroky
$N_{CK}$	Náklady cizího kapitálu
$N_{VK}$	Náklady vlastního kapitálu
OA	Oběžná aktiva
PEST	Analýza politických, ekonomických, sociálních a technologických vlivů
PH	Pokračující hodnota
$r_e$	Náklady vlastního kapitálu
$r_f$	Bezriziková úroková míra
$r_{finstab}$	Přirážka za finanční stabilitu
$r_{finstr}$	Přirážka za riziko dílčí produkční síly
$r_{fr}$	Přirážka za finanční riziko
$r_i$	Rentabilita investic
$r_l$	Přirážka za sníženou likviditu
$r_{LA}$	Přirážka za velikost podniku
$r_m$	Průměrná výnosnost kapitálového trhu
$r_o$	Přirážka za obchodní riziko
ROA	Rentabilita aktiv
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu



---

ROI	Rentabilita investice
ROS	Rentabilita tržeb
Sb.	Sbírka zákonů
$S_n$	Substanční hodnota
SH	Současná hodnota
s.r.o.	Společnost s ručením omezeným
SZ	Sociální zabezpečení
SWOT	Analýza silných a slabých stránek, příležitostí a hrozeb
TARIC	Systém integrovaného tarifu Evropské unie
tzv.	Takzvaně
UNESCO	Organizace Spojených národů pro výchovu, vědu a kulturu
UVH	Upravený výsledek hospodaření
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
VOC	Vína originální certifikace
WACC	Vážené průměrné náklady na kapitál
ZC	Zůstatková cena
ZP	Zdravotní pojištění

**SEZNAM OBRÁZKŮ**

Obrázek 1 Postup strategické analýzy .....	28
Obrázek 2 Logo CHÂTEU VALTICE .....	49
Obrázek 3 Velikost trhu (mil. Kč) .....	60
Obrázek 4 Podíl alkoholických nápojů ve spotřebě.....	64
Obrázek 5 Míra investic ve vztahu k odpisům .....	78

**SEZNAM TABULEK**

Tabulka 1 Postup při vymezení volného peněžního toku pro DCF entity.....	35
Tabulka 2 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu podniku.....	38
Tabulka 3 Postup při vymezení volného peněžního toku pro DCF equity.....	38
Tabulka 4 Přehled majetkových účastí .....	50
Tabulka 5 Hlavní makroekonomické indikátory .....	53
Tabulka 6 Vývoj počtu obyvatel ČR .....	55
Tabulka 7 Vývoj tržeb společnosti .....	58
Tabulka 8 Výpočet velikosti trhu.....	58
Tabulka 9 Průměrné ceny vín .....	59
Tabulka 10 Váhy ve spotřebním portfoliu vín.....	59
Tabulka 11 Vážená průměrná cena vín.....	59
Tabulka 12 Velikost trhu v peněžním vyjádření (mil. Kč).....	59
Tabulka 13 Analýza vnějšího potenciálu – atraktivnosti trhu .....	60
Tabulka 14 Průměrná roční spotřeba alkoholu (litr/osobu).....	63
Tabulka 15 Hodnocení atraktivnosti trhu .....	65
Tabulka 16 Predikce vývoje tržeb daného odvětví.....	66
Tabulka 17 Velikost tržního podílu společnosti .....	67
Tabulka 18 Diagram konkurenční síly podniku .....	71
Tabulka 19 Odpisy a investice do dlouhodobého majetku společnosti.....	77
Tabulka 20 Hodnocení konkurenční pozice společnosti .....	78
Tabulka 21 Predikce vývoje tržeb daného podniku.....	79
Tabulka 22 Analýza výsledku hospodaření společnosti.....	86
Tabulka 23 Ukazatele finanční stability .....	87
Tabulka 24 Ukazatele likvidity.....	88
Tabulka 25 Ukazatele rentability .....	89
Tabulka 26 Ukazatele aktivity .....	90
Tabulka 27 Ukazatel čistého pracovního kapitálu .....	91
Tabulka 28 Výpočet Z-skóre .....	91
Tabulka 29 Výpočet Indexu IN05 .....	92
Tabulka 30 Ukazatel hotovostní likvidity společnosti.....	97
Tabulka 31 Propočtení provozně nutných peněžních prostředků .....	97
Tabulka 32 Celková výše provozně nenutného majetku .....	97

Tabulka 33 Provozně nutný investovaný kapitál .....	98
Tabulka 34 Korigovaný provozní výsledek hospodaření .....	99
Tabulka 35 Historický vývoj tržeb společnosti .....	100
Tabulka 36 Prognóza vývoje tržeb ve společnosti.....	100
Tabulka 37 Vývoj ziskové marže během let 2014 - 2016 .....	101
Tabulka 38 Prognóza ziskové marže metodou "shora" .....	101
Tabulka 39 Vývoj a prognóza aktivace a změny stavu zásob .....	102
Tabulka 40 Vývoj a prognóza výkonové spotřeby .....	103
Tabulka 41 Vývoj a prognóza osobních nákladů.....	103
Tabulka 42 Prognóza podílu nákladových a výnosových položek na tržbách .....	103
Tabulka 43 Prognóza nákladových a výnosových položek .....	104
Tabulka 44 Prognóza ziskové marže metodou "zdola" .....	104
Tabulka 45 Výpočet upraveného pracovního kapitálu .....	104
Tabulka 46 Analýza vývoje a prognóza dob obrátů zásob .....	105
Tabulka 47 Analýza vývoje a prognóza dob obrátů pohledávek.....	105
Tabulka 48 Analýza vývoje a prognóza dob obrátů závazků .....	106
Tabulka 49 Prognóza upraveného pracovního kapitálu.....	107
Tabulka 50 Vývoj a predikce dlouhodobého hmotného majetku a odpisů.....	107
Tabulka 51 Investice do staveb ve sledovaném období.....	108
Tabulka 52 Investice do samostatných movitých věcí ve sledovaném období .....	108
Tabulka 53 Investice do pěstitelských celků ve sledovaném období .....	109
Tabulka 54 Investice do pozemků ve sledovaném období .....	109
Tabulka 55 Investice do jiného dlouhodobého majetku ve sledovaném období .....	109
Tabulka 56 Prognóza položek dlouhodobého majetku.....	110
Tabulka 57 Analýza podílů odpisů na dlouhodobém majetku .....	110
Tabulka 58 Prognóza vývoje odpisů.....	110
Tabulka 59 Výpočet koeficientu beta .....	115
Tabulka 60 Výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí modelu CAPM .....	115
Tabulka 61 Náklady na vlastní kapitál stanovené dle stavebnicové metody (MPO) .....	116
Tabulka 62 Výpočet rizikové přírážky velikosti podniku .....	117
Tabulka 63 Náklady na vlastní kapitál stanovené dle stavebnicové metody pro podnik ...	117
Tabulka 64 Náklady na vlastní kapitál stanovené dle průměrné rentability v odvětví.....	118
Tabulka 65 Průměrné náklady na vlastní kapitál.....	118

---

Tabulka 66 Stanovení provozně nutného investovaného kapitálu.....	120
Tabulka 67 Výpočet volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele.....	121
Tabulka 68 Stanovení hodnoty první fáze .....	121
Tabulka 69 Stanovení současné hodnoty pokračující hodnoty.....	123
Tabulka 70 Výsledná hodnota podniku podle metody DCF entity .....	124
Tabulka 71 Výpočet hodnoty EVA pro první fázi.....	125
Tabulka 72 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu pomocí metody založené na ekonomické přidané hodnotě.....	126
Tabulka 73 Úprava výsledku hospodaření pro výpočet odnímatelného výnosu .....	127
Tabulka 74 Výsledná hodnota VK vybrané společnosti podle metody ČKV .....	127
Tabulka 75 Srovnání výsledků použitých metod oceňování .....	128
Tabulka 76 Analýza citlivosti výsledné hodnoty VK na změnu diskontní míry .....	129
Tabulka 77 Analýza citlivosti výsledné hodnoty VK na změnu tempa růstu.....	129

**SEZNAM PŘÍLOH**

- P I Rozvaha 2014 – 2016
- P II Výkaz zisku a ztráty 2014 – 2016
- P III Horizontální a vertikální analýza majetkové a finanční struktury
- P IV Horizontální a vertikální analýza výnosů a nákladů
- P V Analýza podílu nákladových a výnosových položek na tržbách společnosti
- P VI Plán výkazu zisku a ztráty
- P VII Plán rozvahy – aktiva
- P VIII Plán rozvahy – pasiva
- P IX Plán peněžních toků
- P X Finanční analýza plánu společnosti

## PŘÍLOHA P I: ROZVAHA 2014 – 2016

(v tis. Kč)	2014	2015	2016
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>474 484</b>	<b>513 069</b>	<b>558 175</b>
<b>DLOUHODOBÝ MAJETEK</b>	<b>217 983</b>	<b>227 344</b>	<b>272 623</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	202	0	146
Software	202	0	146
Nedokončený DNM	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	205 647	215 270	260 403
Pozemky	59 184	66 230	75 567
Stavby	78 976	74 666	74 707
Sam. movité věci a soubory mov. věci	33 864	28 706	27 661
Pěstitelské celky trvalých porostů	20 472	21 197	25 049
Jiný DHM	1 588	1 575	1 562
Nedokončený DHM	4 689	9 002	49 170
Poskytnuté zálohy na DHM	6 874	13 894	6 687
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0	0	0
Dlouhodobý finanční majetek	12 134	12 074	12 074
Podíly v ovláda. a říz. osobách	3 231	3 231	3 231
Podíly v úč. jednot. s podst. vlivem	8 823	8 823	8 823
Ost. dlouhodob. cenné papíry a podíly	20	20	20
Jiný dlouhodobý finanční majetek	60	0	0
<b>OBĚŽNÁ AKTIVA</b>	<b>255 666</b>	<b>285 620</b>	<b>284 306</b>
Zásoby	125 648	150 818	171 867
Materiál	9 954	9 797	9 271
Nedokončená výroba a polotovary	67 640	95 748	117 386
Výrobky	26 750	24 769	24 769
Zboží	4	4	3
Poskytnuté zálohy na zásoby	21 300	20 500	19 438
Dlouhodobé pohledávky	68 184	63 655	59 804
Pohledávky z obchodních vztahů	63 160	58 860	54 804
Ostatní pohledávky	5 024	4 795	5 000
Krátkodobé pohledávky	41 996	47 419	45 686
Pohledávky z obchodních vztahů	38 143	38 192	36 729
Ostatní pohledávky	0	0	0
Stát - daňové pohledávky	0	0	0
Krátkodobé poskytnuté zálohy	2 286	2 627	3 882
Jiné pohledávky	1 567	6 600	5 074
Krátkodobý finanční majetek	19 838	28 523	6 949
Peníze	32	236	222
Účty v bankách	19 806	28 287	6 727
<b>ČASOVÉ ROZLIŠENÍ AKTIV</b>	<b>835</b>	<b>105</b>	<b>1 246</b>

Náklady příštích období	345	16	445
Příjmy příštích období	490	89	501

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

(v tis. Kč)	2014	2015	2016
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>474 484</b>	<b>513 069</b>	<b>558 175</b>
<b>VLASTNÍ KAPITÁL</b>	<b>311 976</b>	331 189	349 020
Základní kapitál	66 797	66 797	66 797
Kapitálové fondy	0	0	0
Fondy ze zisku	229 113	240 581	259 815
Nerozdělení zisk minulých let	4 399	4 399	4 399
VH běžného účetního období	11 667	19 412	18 009
<b>CIZÍ ZDROJE</b>	<b>160 304</b>	<b>179 626</b>	<b>190 606</b>
Rezervy	124 900	134 900	149 900
Dlouhodobé závazky	10 479	9 750	8 773
Jiné závazky	1 645	1 267	1 167
Odložený daňový závazek	8 834	8 483	7 606
Krátkodobé závazky	24 925	34 976	31 993
Z obchodních vztahů	11 326	19 662	16 782
K zaměstnancům	2 272	2 419	2 352
Sociální a zdravotní pojištění	1 711	1 924	1 897
Stát - daňové závazky a dotace	6 408	8 031	7 011
Krátkodobé přijaté zálohy	24	84	8
Dohadné účty pasivní	0	30	1 176
Jiné závazky	3 184	2 826	2 707
<b>ČASOVÉ ROZLIŠENÍ PASIV</b>	<b>2 204</b>	<b>2 254</b>	<b>18 549</b>
Výdaje příštích období	2 203	2 254	18 548
Výnosy příštích období	1	0	1

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti



## PŘÍLOHA P II: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY 2014 – 2016

(v tis.Kč)	2014	2015	2016
Tržby za prodej zboží	0	400	1
Náklady vynaložené na prodané zboží	2	351	1
<b>Obchodní marže</b>	<b>-2</b>	<b>49</b>	<b>0</b>
<b>Výkony</b>	<b>198 480</b>	<b>243 352</b>	<b>235 285</b>
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	236 014	245 942	240 784
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-39 626	-4 829	-7 770
Aktivace	2 092	2 239	2 271
<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>125 315</b>	<b>154 360</b>	<b>137 118</b>
Spotřeba materiálu a energie	80 133	111 583	104 773
Služby	45 182	42 777	32 344
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>73 163</b>	<b>89 041</b>	<b>98 167</b>
Osobní náklady	35 745	38 699	39 182
Daně a poplatky	585	614	963
Odpisy dl. nehmotného a hmotného majetku	13 840	13 406	18 873
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	1 130	2 203	1 892
Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	579	836	1 769
Změna stavu rezerv a opravných položek	6 087	9 882	963
Ostatní provozní výnosy	4 636	3 643	6 639
Ostatní provozní náklady	5 090	3 507	4 354
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>17 003</b>	<b>27 943</b>	<b>27 551</b>
Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0
Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0
Výnosové úroky	65	62	51
Nákladové úroky	6	0	0
Ostatní finanční výnosy	81	153	14
Ostatní finanční náklady	617	643	591
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-477</b>	<b>-428</b>	<b>-227</b>
<b>Daň z příjmů za běžnou činnost</b>	<b>4 857</b>	<b>8 103</b>	<b>9 315</b>
Splatná	4 674	8 455	10 192
Odložená	185	-352	-877
<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	<b>11 667</b>	<b>19 412</b>	<b>18 009</b>
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>16 526</b>	<b>27 515</b>	<b>27 324</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

**PŘÍLOHA P III: HORIZONTÁLNÍ A VERTIKÁLNÍ ANALÝZA  
MAJETKOVÉ A FINANČNÍ STRUKTURY**

	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2015/2014</b>	<b>2016/2015</b>
<b>AKTIVA CELKEM</b>	100,00%	100,00%	100,00%	8,13%	8,79%
<b>Dlouhodobý majetek</b>	45,94%	44,31%	48,84%	4,29%	19,92%
DNM	0,04%	0,00%	0,03%	-100,00%	0,00%
DHM	43,34%	41,96%	46,65%	4,68%	20,97%
DFM	2,56%	2,35%	2,16%	-0,49%	0,00%
<b>Oběžná aktiva</b>	53,88%	55,67%	50,93%	11,72%	-0,46%
Zásoby	26,48%	29,40%	30,79%	20,03%	13,96%
Dlouhodobé pohledávky	14,37%	12,41%	10,71%	-6,64%	-6,05%
Krátkodobé pohledávky	8,85%	8,31%	26,58%	1,50%	7,18%
KFM	4,18%	5,56%	1,24%	43,78%	-75,64%
<b>Časové rozlišení</b>	0,18%	0,02%	0,22%	-87,43%	1086,67%

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2015/2014</b>	<b>2016/2015</b>
<b>PASIVA CELKEM</b>	100,00%	100,00%	100,00%	8,13%	8,79%
<b>Vlastní kapitál</b>	65,75%	64,55%	62,53%	6,16%	5,38%
Základní kapitál	14,08%	13,02%	11,97%	0,00%	0,00%
Kapitálové fondy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Fondy ze zisku	48,29%	46,89%	46,55%	5,01%	7,99%
VH minulých let	0,93%	0,86%	0,79%	0,00%	0,00%
VH účetního období	2,46%	3,78%	3,23%	66,38%	-7,23%
<b>Cizí zdroje</b>	33,78%	35,01%	34,15%	12,05%	6,11%
Rezervy	26,32%	26,29%	26,86%	8,01%	11,12%
Dlouhodobé závazky	2,21%	1,90%	1,57%	-6,96%	-10,02%
Krátkodobé závazky	5,25%	6,82%	5,73%	40,32%	-8,53%
<b>Časové rozlišení pasiv</b>	0,46%	0,44%	3,32%	2,27%	722,94%

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

## PŘÍLOHA P IV: HORIZONTÁLNÍ A VERTIKÁLNÍ ANALÝZA VÝNOSŮ A NÁKLADŮ

	2014	2015	2016	2015/2014	2016/2015
<b>VÝNOSY</b>	100,00%	100,00%	100,00%	22,22%	-2,37%
Tržby za prodej zboží	0,00%	0,16%	0,00%	0,00%	-99,75%
Výkony	97,11%	97,41%	96,47%	22,61%	-3,31%
* tržby za prodej vlast. vyr. a služeb	115,47%	98,45%	98,73%	4,21%	-2,10%
* změna stavu zásob	-19,39%	-1,93%	-3,19%	-87,81%	60,90%
* aktivace	1,02%	0,90%	0,93%	7,03%	1,43%
Tržby z prodeje DM a materiálu	0,55%	0,88%	0,78%	94,96%	-14,12%
Ostatní provozní výnosy	2,27%	1,46%	2,72%	-21,42%	82,24%
Výnosy z přecenění	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Výnosové úroky	0,03%	0,02%	0,02%	-4,62%	-17,74%
Ostatní finanční výnosy	0,04%	0,06%	0,01%	88,89%	-90,85%

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

	2014	2015	2016	2015/2014	2016/2015
<b>NÁKLADY</b>	100,00%	100,00%	100,00%	19,55%	-7,50%
Náklady na zboží	0,00%	0,15%	0,00%	17450,00%	-99,72%
Výkonová spotřeba	65,02%	67,00%	64,34%	23,18%	-11,17%
*spotřeba materiálu a energie	41,58%	48,43%	49,16%	39,25%	-6,10%
*služby	23,44%	18,57%	15,18%	-5,32%	-24,39%
Osobní náklady	18,55%	16,80%	18,38%	8,26%	1,25%
Daně a poplatky	0,30%	0,27%	0,45%	4,96%	56,84%
Odpisy DHM a DNM	7,18%	5,82%	8,86%	-3,14%	40,78%
ZC prodaného DM a materiálu	0,30%	0,36%	0,83%	44,39%	111,60%
Změna stavu rezerv (provozní)	3,16%	4,29%	0,45%	62,35%	-90,26%
Ostatní provozní náklady	2,64%	1,52%	2,04%	-31,10%	24,15%
Náklady z přecenění	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Nákladové úroky	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%	0,00%
Ostatní finanční náklady	0,32%	0,28%	0,28%	4,21%	-8,09%
Daň z příjmů	2,52%	3,52%	4,37%	66,83%	14,96%
Mimořádné náklady	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

**PŘÍLOHA P V: ANALÝZA PODÍLU NÁKLADOVÝCH  
A VÝNOSOVÝCH POLOŽEK NA TRŽBÁCH SPOLEČNOSTI**

(v tis. Kč)	2014	2015	2016
<b>Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb</b>	<b>236 014</b>	<b>245 942</b>	<b>240 784</b>
Obchodní marže	-2	49	0
<b>Podíl obchodní marže k tržbám</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,02%</b>	<b>0,00%</b>
Přidaná hodnota	73 163	89 041	98 167
<b>Podíl přidané hodnoty k tržbám</b>	<b>31,00%</b>	<b>36,20%</b>	<b>40,77%</b>
Osobní náklady	35 745	38 699	39 182
<b>Podíl osobních nákladů k tržbám</b>	<b>15,15%</b>	<b>15,74%</b>	<b>16,27%</b>
Daně a poplatky	585	614	963
<b>Podíl daní a poplatků k tržbám</b>	<b>0,25%</b>	<b>0,25%</b>	<b>0,40%</b>
Změna stavu rezerv	6 087	9 882	963
<b>Podíl ZS rezerv</b>	<b>2,58%</b>	<b>4,02%</b>	<b>0,40%</b>
Ostatní provozní výnosy	4 636	3 643	6 639
<b>Podíl ostatní provozních výnosů na tržbách</b>	<b>1,96%</b>	<b>1,48%</b>	<b>2,76%</b>
Ostatní provozní náklady	5 090	3 507	4 354
<b>Podíl ostatních provozních nákladů na tržbách</b>	<b>2,16%</b>	<b>1,43%</b>	<b>1,81%</b>
Ostatní finanční výnosy	81	153	14
<b>Podíl ostatních finančních výnosů na tržbách</b>	<b>0,03%</b>	<b>0,06%</b>	<b>0,01%</b>
Ostatní finanční náklady	617	643	591
<b>Podíl ostatních finančních nákladů na tržbách</b>	<b>0,26%</b>	<b>0,26%</b>	<b>0,25%</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

## PŘÍLOHA P VI: PLÁN VÝKAZU ZISKU A ZTRÁTY

(v tis. Kč)	2017	2018	2019
<b>Obchodní marže</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Výkony	249 780	254 850	259 616
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	257 904	263 139	268 060
Aktivace	2 450	2 500	2 547
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-10 574	-10 789	-10 990
Výkonová spotřeba	149 584	152 621	155 475
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>100 196</b>	<b>102 230</b>	<b>104 141</b>
Osobní náklady	42 554	43 418	44 230
Daně a poplatky	1 032	1 053	1 072
Odpisy DM	19 233	18 909	18 579
Změna stavu rezerv	2 579	2 631	2 681
Ostatní provozní výnosy	5 416	5 526	5 629
Ostatní provozní náklady	4 642	4 737	4 825
<b>KPVH před zdaněním</b>	<b>35 571</b>	<b>37 008</b>	<b>38 384</b>
Ostatní finanční výnosy	26	26	27
Ostatní finanční náklady	645	658	670
Výnosové úroky	49	46	42
Nákladové úroky	0	0	0
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-570</b>	<b>-586</b>	<b>-601</b>
Daň z příjmů za běžnou činnost	6 650	6 920	7 179
<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>28 351</b>	<b>29 502</b>	<b>30 604</b>
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>35 001</b>	<b>36 422</b>	<b>37 783</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

## PŘÍLOHA P VII: PLÁN ROZVAHY – AKTIVA

(v tis. Kč)	2017	2018	2019
<b>Aktiva celkem</b>	<b>594 589</b>	<b>627 767</b>	<b>662 090</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>281 264</b>	<b>283 293</b>	<b>285 390</b>
<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	88	30	0
<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	269 102	271 189	273 316
Pozemky	80 725	85 988	91 349
Stavby	134 707	132 145	129 536
Samostatné movité věci	25 914	24 132	22 317
Pěstitelské celky trvalých porostů	26 207	27 388	28 591
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	1 549	1 536	1 523
Nedokončený dlouhodobý majetek	0	0	0
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý majetek	0	0	0
<b>Dlouhodobý finanční majetek (provozně nenutný)</b>	12 074	12 074	12 074
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>312 325</b>	<b>343 474</b>	<b>375 700</b>
<b>Zásoby</b>	190 778	201 860	212 979
Materiál	10 599	10 814	11 016
Nedokončená výroba a polotovary	134 251	144 186	154 226
Výrobky	26 850	27 395	27 908
Zboží	0	0	0
Poskytnuté zálohy na zboží	19 078	19 465	19 829
<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	65 457	65 571	65 679
Dlouhodobé pohledávky provozně nutné	5 653	5 767	5 875
Dlouhodobé pohledávky provozně nenutné	59 804	59 804	59 804
<b>Krátkodobé pohledávky</b>	48 048	49 023	49 940
Pohledávky z obchodních vztahů	38 156	38 930	39 658
Stát – daňové pohledávky	0	0	0
Ostatní poskytnuté zálohy	4 240	4 326	4 406
Jiné pohledávky	5 653	5 767	5 875
<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	8 042	27 019	47 102
Peněžní prostředky provozně nutné	6 359	6 488	6 610
Peněžní prostředky provozně nenutné	1 683	20 531	40 492
<b>Časové rozlišení</b>	<b>1 000</b>	<b>1 000</b>	<b>1 000</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

## PŘÍLOHA P VIII: PLÁN ROZVAHY – PASIVA

(v tis. Kč)	2017	2018	2019
<b>Pasiva celkem</b>	<b>594 589</b>	<b>627 767</b>	<b>662 090</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>377 371</b>	<b>406 873</b>	<b>437 477</b>
Základní kapitál	66 797	66 797	66 797
Fondy ze zisku	277 824	306 175	335 677
Nerozdělený zisk minulých let	4 399	4 399	4 399
VH běžného účetního období	28 351	29 502	30 604
<b>Cizí zdroje</b>	<b>214 718</b>	<b>218 394</b>	<b>222 113</b>
Rezervy	174 179	177 219	177 881
Dlouhodobé závazky	8 733	8 733	8 733
Krátkodobé závazky	31 796	32 442	33 048
Závazky z obchodních vztahů	16 251	16 581	16 891
Závazky k zaměstnancům	2 826	2 884	2 938
Závazky ze SZ a ZP	2 120	2 163	2 203
Stát– daňové závazky a dotace	7 066	7 209	7 344
Odložený daňový závazek	0	0	0
Krátkodobé přijaté zálohy	0	0	0
Dohadné účty pasivní	707	721	734
Jiné závazky	2 826	2 884	2 938
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0
<b>Časové rozlišení</b>	<b>2 500</b>	<b>2 500</b>	<b>2 500</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

## PŘÍLOHA P IX: PLÁN PENĚŽNÍCH TOKŮ

(v tis. Kč)	2017	2018	2019
Peněžní prostředky na začátku účetního období	6 949	8 042	27 019
KPVH před zdaněním	35 571	37 008	38 384
Daň z KPVH	6 759	7 032	7 293
KPVH po zdanění	28 813	29 976	31 091
Úpravy o nepeněžní operace	21 683	21 409	21 125
Odpisy	19 233	18 909	18 579
Změna stavu rezerv	2 450	2 500	2 547
Změna stavu pohledávek	-2 362	-975	-917
Změna stavu krátkodobých závazků	-197	645	607
Změna stavu zásob	-18 911	-11 082	-11 119
<b>Peněžní tok z provozní činnosti</b>	<b>29 026</b>	<b>39 973</b>	<b>40 787</b>
Investice do DM brutto	-27 933	-20 996	-20 705
<b>Peněžní tok z investiční činnosti</b>	<b>-27 933</b>	<b>-20 996</b>	<b>-20 705</b>
<b>Peněžní tok celkem</b>	<b>1 093</b>	<b>18 977</b>	<b>20 082</b>
Peněžní prostředky na konci účetního období	8 042	27 019	47 102

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti



## PŘÍLOHA P X: FINANČNÍ ANALÝZA PLÁNU SPOLEČNOSTI

	2017	2018	2019
<b>Ukazatele likvidity</b>			
Běžná likvidita	9,8	10,6	11,4
Pohotová likvidita	1,8	2,3	2,9
Okamžitá likvidita	0,2	0,8	1,4
<b>Ukazatele rentability</b>			
Rentabilita vlastního kapitálu	7,51%	7,25%	7,00%
Rentabilita aktiv	5,91%	5,82%	5,73%
Rentabilita tržeb	11,0%	11,2%	11,4%
<b>Ukazatele aktivity</b>			
Doba obratu zásob	270	280	290
Doba obratu pohledávek	68	68	68
Doba obratu závazků	45	45	45
<b>Ukazatele zadluženosti</b>			
Celková zadluženost	36,1%	34,8%	33,5%
Míra zadlužení	56,9%	53,68%	50,77%
Úrokové krytí	0	0	0

Zdroj: Vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti