

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE

Fakulta financí a účetnictví

Katedra financí a oceňování podniku

studijní obor: Finance a oceňování podniku

Ocenění podniku KMOTR – Masna Kroměříž a.s.

Autor diplomové práce: Bc. Martina Polesná

Vedoucí diplomové práce: doc. Ing. Maříková Pavla, CSc.

Rok obhajoby: 2018

Čestné prohlášení:

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma „Ocenění podniku KMOTR – Masna Kroměříž a.s.“ vypracovala samostatně a veškerou použitou literaturu a další prameny jsem řádně označila a uvedla v příloženém seznamu.

V dne

Podpis:

Martina Polesná

OBSAH

1.	Úvod.....	5
2.	Základní informace	6
2.1	Předmět, účel a datum ocenění	6
2.2	Základní informace o oceňovaném podniku	6
2.3	Předmět činnosti, informace o vlastníkově	7
3.	Strategická analýza	8
3.1	Analýza vnějšího potenciálu.....	8
	• Vymezení relevantního trhu.....	8
	• Základní dosavadní tendence na relevantním trhu.....	11
	• Vymezení základních faktorů ovlivňující relevantní trh.....	18
	• Analýza atraktivity trhu	22
	• Prognóza relevantního trhu	29
3.2	Analýza vnitřního potenciálu	34
	• Identifikace hlavních konkurentů.....	34
	• Vývoj tržních podílů	36
	• Analýza faktorů.....	37
3.3	Prognóza tržeb a tržního podílu podniku.....	45
3.4	Závěr strategické analýzy	48
4.	Finanční analýza	49
4.1	Analýza účetní politiky.....	49
4.2	Analýza účetních výkazů.....	50
4.3	Analýza poměrových ukazatelů	57
	• Ukazatele rentability	57
	• Ukazatele likvidity	59
	• Ukazatele aktivity	61
	• Ukazatele zadluženosti.....	63
	• IN 05 index.....	64
4.4	Souhrnný pohled – finanční analýza	65
5.	Generátory hodnoty	66
5.1	Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná.....	67
	• Dlouhodobý majetek	67
	• Oběžná aktiva.....	67
5.2	Korigovaný provozní výsledek hospodaření	68

5.3	GH – Tržby	69
5.4	GH – Zisková marže	70
5.5	GH – Investice do pracovního kapitálu	79
5.6	GH - Investice do dlouhodobého provozně nutného majetku	84
5.7	Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu.....	88
6.	Finanční plán.....	91
6.1	Plánovaný výkaz zisku a ztrát	93
6.2	Plánovaný výkaz CF	94
6.3	Plánovaná rozvaha.....	95
6.4	Finanční analýza plánu	97
7.	Ocenění	99
7.1.	Stanovení diskontní míry.....	100
	• Náklady na cizí kapitál.....	100
	• Náklady na vlastní kapitál.....	101
	• WACC.....	106
7.2.	FCFF.....	107
7.3.	Pokračující hodnota	108
7.4.	Ocenění metodou DCF Entity	111
7.5.	Ocenění metodou odvětvových multiplikátorů	113
7.6.	Srovnání výsledných ocenění	115
8.	Závěr	117
9.	Zdroje.....	119
10.	Přehled použitých vzorců.....	122
11.	Přehled zkratk	124
12.	Seznam tabulek.....	126
13.	Seznam grafů	129
14.	Přílohy.....	130

1. Úvod

Cílem této diplomové práce je stanovení investiční hodnoty společnosti KMOTR – Masna Kroměříž a.s. Tuto společnost jsem si vybrala z toho důvodu, že se jedná o specifický druh firmy, která se na daném segmentu trhu zabývá převážně výrobou salámů. Výběr potravinářského průmyslu, a to se zaměřením na masný průmysl jsem zvolila z toho důvodu, že mne zajímá, jaký bude mít vývoj produkce a spotřeby masa v České republice dopad na firmu působící v tomto odvětví. Tímto bych se chtěla zabývat v rámci strategické analýzy. Následně se tedy bude jednat o vyvození důsledku toho, jak situace a nastavené podmínky v České republice v rámci masného průmyslu mohou mít vliv na hodnotu společnosti, která podniká v tomto odvětví.

V rámci této práce jsem se rozhodla zvolit pro ocenění vybrané společnosti investiční bázi hodnoty, na místo obvyklejší tržní. Důvod proč jsem se tak rozhodla, se pokusím vyjádřit pomocí slov pana Krabce, který o standardech hodnoty pojednává ve své knize. Dle něj je benefitem stanovení investiční hodnoty velmi blízký vztah k realitě, což je ovšem vykoupeno tím, že z hlediska externího posuzovatele může být obtížné stanovit přesnou hodnotu společnosti. (Krabec, 2009, s. 114-115). Já jsem se v této práci rozhodla využít výhody stanovení investiční hodnoty, tedy její reálnosti, přičemž jsem si vědoma určitého omezení, které je dáno tím, že jsem pouze v pozici externího oceňovatele.

2. Základní informace

2.1 Předmět, účel a datum ocenění

Předmětem ocenění je výrobní podnik KMOTR – Masna Kroměříž, a.s., se sídlem Hulínská 2286/28, Kroměříž, 767 01.

Účelem ocenění je nalezení investiční hodnoty podniku, která odpovídá hodnotě, jež je specifická z hlediska konkrétního kupujícího. Investiční hodnotu můžeme chápat jako hodnotu stávajícího užití, která představuje ocenění z pohledu stávajícího vlastníka.¹ Stávajícím vlastníkem je koncern AGROFERT, který vlastní 100 % společnosti KMOTR – Masna Kroměříž a.s., z vlastnictví tohoto subjektu plynou koncernu určité synergické efekty. Společnost AGROFERT se sama vyjádřila, že její manažerskou filozofií je vytváření a stálé zlepšování vertikál mezi jednotlivými dceřinými společnostmi, díky čemuž se jim nabízí využití synergických efektů v řízení společnosti, v produkci či v oblasti centrálního nákupu.²

Datem ocenění je 1.1.2016.

Zpracované ocenění je určeno pouze pro účely diplomové práce a nesmí být použito k jiným účelům.

2.2 Základní informace o oceňovaném podniku

Název podniku: KMOTR – Masna Kroměříž a.s.

Sídlo: Hulínská 2286/28, Kroměříž, 767 01

IČO: 25570765

Právní forma: akciová společnost

Předmět činnosti (CZ NACE – převažující): 10130 – Výroba masných výrobků a výrobků z drůbežího masa

Datum vzniku: 26.7.1999

Vlastníci: AGROFERT, a.s. (100 % podíl) – rok 2010

¹ S1 OP VŠE - Standard pro oceňování podniku v České republice (návrh č.1) (<http://iom.vse.cz/odborna-cinnost/ceske-ocenovaci-standardy/>)

²<https://www.agrofert.cz/o-agrofertu/koncern-AGROFERT>

Statutární orgán – představenstvo (k 31.12.2015):

- AGROFERT, a.s. v zastoupení PhDr. Simona Sokolová
(funkce: předseda představenstva)
- Ing. Iveta Matisová (funkce: místopředseda představenstva)
- Ing. Kamil Fojt (funkce: člen představenstva)

Dozorčí rada (k 31.12.2015):

- Ing. Martin Krystián (funkce: předseda dozorčí rady)
- Ing. Jan Otčenášek (funkce: člen dozorčí rady)
- MVDr. František Mikeš (funkce: člen dozorčí rady)

2.3 Předmět činnosti, informace o vlastníkovi

Předmětem činnosti společnosti je výroba trvanlivých masných výrobků (fermentovaných i tepelně opracovaných). Společnost patří mezi zavedené výrobce na trhu. Značka KMOTR je hodnocena jako výrobce kvalitních trvanlivých salámů.

Společnost KMOTR – Masna Kroměříž a.s. působí na českém trhu více než padesát let. Zkratka KMOTR ve jménu společnosti vznikla ze spojení slov kroměřížské (KM) trvanlivé (TR) salámy.³

Společnost je přímo ovládána společností AGROFERT, a.s., která má ve společnosti vklad ve výši 100% (akcie ve jmenovité hodnotě 100% základního kapitálu). AGROFERT, a.s. je tudíž jediným akcionářem společnosti a řídí ji jako člena koncernu AGROFERT. Společnost je součástí konsolidačního celku skupiny AGROFERT.

³<http://www.kmotr.cz/cs/o-kmotrovi>

3. Strategická analýza

Cílem strategické analýzy je zhodnotit potenciál oceňovaného podniku. Jedná se o velmi podstatnou část práce vzhledem k tomu, že je nutné posoudit trh, na kterém společnost působí, a zároveň postavení společnosti na trhu vůči konkurenčním firmám.

Tato část práce bude rozdělena na tři větší podkapitoly, a to na analýzu vnějšího potenciálu, dále analýzu vnitřního potenciálu neboli analýzu konkurenční síly a na závěr bude následovat shrnutí společně s výslednou prognózou tržeb.

Podstatnými závěry by mělo být posouzení příležitostí a zároveň i rizik, která se nacházejí na vymezeném relevantním trhu. Následně i zhodnocení toho, jak je oceňovaná firma schopna využít takto nastavených podmínek na trhu, zda se jí daří lépe či hůře oproti konkurentům.

3.1 Analýza vnějšího potenciálu

Analýza vnějšího potenciálu by měla zejména vymezit relevantní trh, na kterém společnost působí. Touto oblastí je nezbytné se zabývat z několika úhlů pohledu. Jedná se jak o vymezení z hlediska věcného, územního, tak i z hlediska konkurence.

Po vymezení relevantního trhu přistoupím k jeho charakteristikám, přičemž na zřetel budu mít období od roku 2010-2015 a budu se snažit identifikovat faktory, které měly vliv na působení na relevantním trhu. Následně přistoupím k analýze atraktivity trhu, která bude jakýmsi vrcholem analýzy vnějšího potenciálu.

• Vymezení relevantního trhu

Společnost KMOTR a.s. zařadím v této kapitole do kontextu relevantního trhu, na kterém působí, a to z hlediska věcného, územního, z hlediska zákazníků a z hlediska konkurentů.

Relevantní trh – z hlediska věcného

Společnost KMOTR a.s. působí na trhu v rámci zpracovatelského průmyslu ve výrobě potravinářských výrobků. Dle klasifikace ekonomických činností CZ NACE je společnost řazena k předmětu činnosti 10.13 - *Výroba masných výrobků a výrobků z drůbežního masa*. Společnost se zaměřuje v rámci daného předmětu zejména na výrobu trvanlivých salámů.

Tabulka č. 1: Kategorizace - CZ NACE 10.13

C	Zpracovatelský průmysl
10	Výroba potravinářských výrobků
10.1	Zpracování a konzervování masa a výroba masných výrobků
10.11	Zpracování a konzervování masa, kromě drůbežího
10.12	Zpracování a konzervování drůbežího masa
10.13	Výroba masných výrobků a výrobků z drůbežího masa

Zdroj: <http://www.nace.cz/nace/10-1-zpracovani-a-konzervovani-masa-a-vyroba-masnych-vyrobku/>

Relevantní trh z věcného hlediska bude tudíž vymezen výrobou a zpracováním masa. Dle databáze Euromonitor bude relevantní trh vymezen pomocí tržeb za odvětví „Processed meat“, přičemž od těchto tržeb bude odečten vývoz v rámci tohoto odvětví a zároveň přičten dovoz, výsledkem tedy bude spotřeba masných výrobků.

Relevantní trh – z hlediska území

Z územního hlediska společnost KMOTR a.s. působí převážně na českém trhu. Procentuální zastoupení exportu na výši tržeb se každoročně mírně navyšuje, ale přesto je majoritní část zisků tvořena na trhu České republiky. Pokud pohlédneme na kvantitativní vyjádření exportu, mezi lety 2010 a 2015 se zvýšil podíl exportu na tržbách z 11 % na 24 %. Jedinou exportní zemí je Slovensko. Vzhledem k tomuto faktu bude v rámci prognózy tržeb na relevantním trhu brán v potaz i slovenský trh.

Tabulka č. 2: Vymezení relevantního trhu – ČR (v mil.)

Česká republika	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby - "Processed meat" (CZK)	14 530	15 103	15 674	16 076	16 362	16 636
Dovoz v USD	870	1 128	1 192	1 211	1 221	1 071
Průměrný roční kurz USD/CZK	19,1	17,7	19,6	19,6	20,7	24,6
Dovoz v CZK	16 627	19 957	23 349	23 693	25 339	26 347
Vývoz v USD	221	289	323	330	330	260
Průměrný roční kurz USD/CZK	19,1	17,7	19,6	19,6	20,7	24,6
Vývoz v CZK	4 227	5 112	6 327	6 460	6 840	6 386
Spotřeba - ČR	26 929	29 949	32 695	33 309	34 861	36 597

Zdroj: databáze Euromonitor, <http://www.kurzy.cz/kurzy-men/historie>, vlastní zpracování

Tabulka č. 3: Vymezení relevantního trhu – SK (v mil.)

Slovensko	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby - "Processed meat" (EUR)	260	267	280	288	290	291
Průměrný roční kurz EUR/CZK	25,29	24,586	25,143	25,974	27,533	27,283
Tržby - "Processed meat" (CZK)	6 563	6 575	7 040	7 476	7 978	7 944
Dovoz v USD	438	534	505	523	483	385
Průměrný roční kurz USD/CZK	19,1	17,7	19,6	19,6	20,7	24,6
Dovoz v CZK	8 363	9 440	9 891	10 238	10 027	9 476
Vývoz v USD	181	180	219	196	173	125
Průměrný roční kurz USD/CZK	19,1	17,7	19,6	19,6	20,7	24,6
Vývoz v CZK	3 455	3 177	4 287	3 835	3 587	3 073
Spotřeba - Slovensko	11 470	12 839	12 644	13 879	14 418	14 348

Zdroj: databáze Euromonitor, <http://www.kurzy.cz/kurzy-men/historie> , vlastní zpracování

Výsledná velikost relevantního trhu bude dána českými a slovenskými tržbami v rámci odvětví „Processed meat“, přičemž v rámci každé země je přičten dovoz a odečten vývoz.

Relevantní trh – z hlediska zákazníků

Společnost KMOTR a.s. zásobuje jak obchodní řetězce, tak velkoobchody. Dále také provozuje dvě pojízdné prodejny. Zákazníky této společnosti jsou tedy jak obchody, tak i koneční spotřebitelé, kteří se k danému produktu dostanou buď prostřednictvím obchodních řetězců či přímo díky pojízdám společností KMOTR.

Relevantní trh – z hlediska konkurentů

Z hlediska konkurentů je vymezen trh pro společnost KMOTR a.s., jak již bylo řečeno, prvotně na základě toho, zda se nachází v rámci výroby potravinářských výrobků u výroby a zpracování masa. V rámci této skupiny bude ale třeba provést výběr přímých konkurentů společnosti KMOTR a.s., což bude provedeno v další kapitole založené na analýze vnitřního potenciálu.

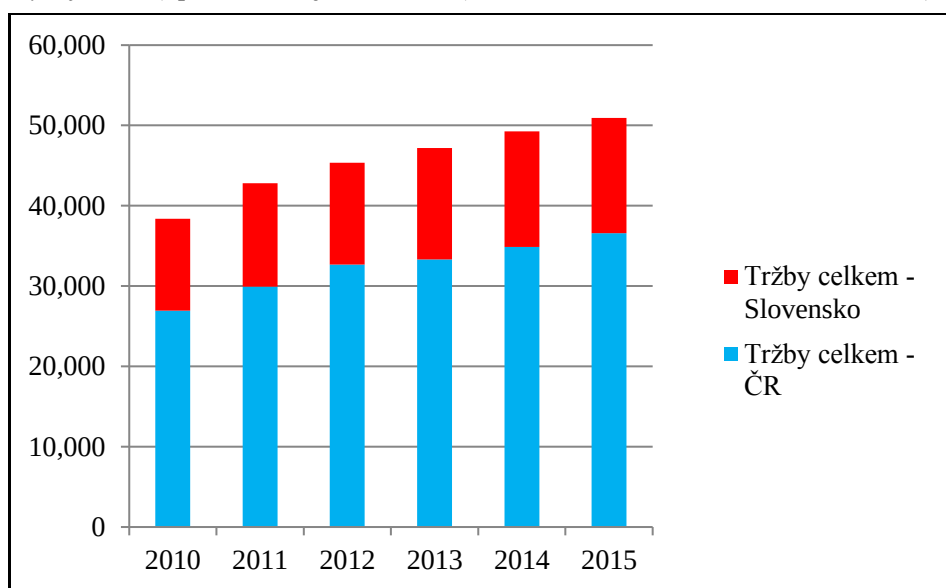
- **Základní dosavadní tendence na relevantním trhu**

Společnost KMOTR působí z hlediska užšího vymezení trhu na trhu vymezeném dle CZ NACE 10.13 - Výroba masných výrobků a výrobků z drůbežího masa. Výroba potravinářských výrobků je důležitou složkou celého zpracovatelského průmyslu. Samotné zpracování a konzervování masa a výroba masných výrobků se v roce 2015 podílely nejvyšším procentem tržeb v rámci celkových tržeb za výrobu potravinářských výrobků.

Vymezení trhu – peněžní jednotky

Nežli přistoupím k trendům, které lze identifikovat na relevantním trhu a faktorům, které mají u tohoto vývoje významný vliv, ráda bych vymezila trh v peněžních jednotkách a následně ve fyzických jednotkách, jedná se tudíž o kvantitativní vymezení trhu.

Graf č. 1: Vývoj tržeb (upravené o vývoz a dovoz) – relevantní trh – „Processed meat“ (v mil. Kč)

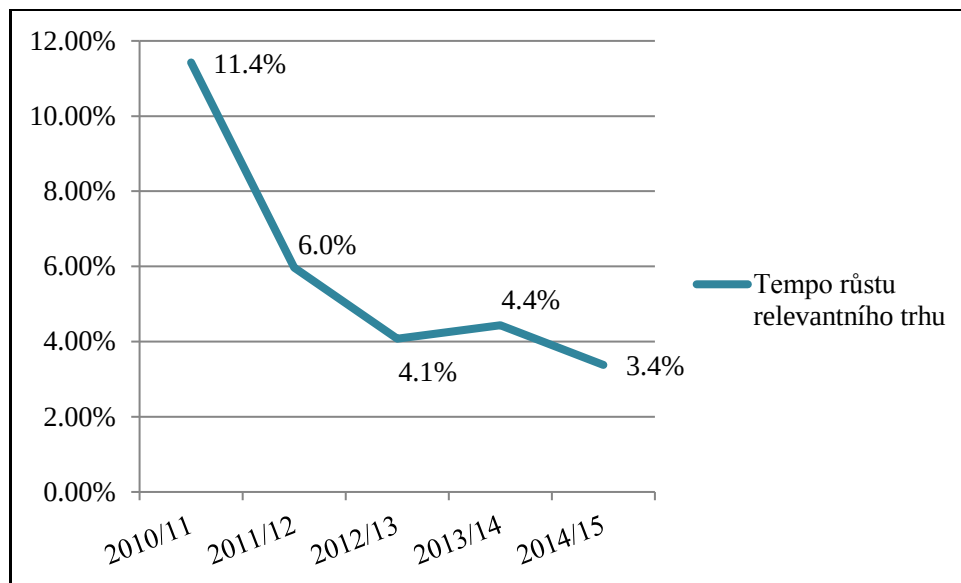


Zdroj: Databáze Euromonitor, vlastní zpracování

Vymezení trhu v peněžních jednotkách jsem vyjádřila pomocí grafu č. 1, který nám ukazuje vývoj tržeb na relevantním trhu. Zdrojem pro vyjádření trhu v peněžních jednotkách byla databáze Euromonitor. Přesněji se jedná o vymezení „Processed meat“, a to v rámci České a Slovenské republiky.

Tržby na relevantním trhu se každým rokem navyšují, ovšem jak můžeme vidět z grafu č. 2, tempo růstu se každým rokem snižuje.

Graf č. 2: Tempo růstu tržeb na relevantním trhu – ČR + SK (v %)

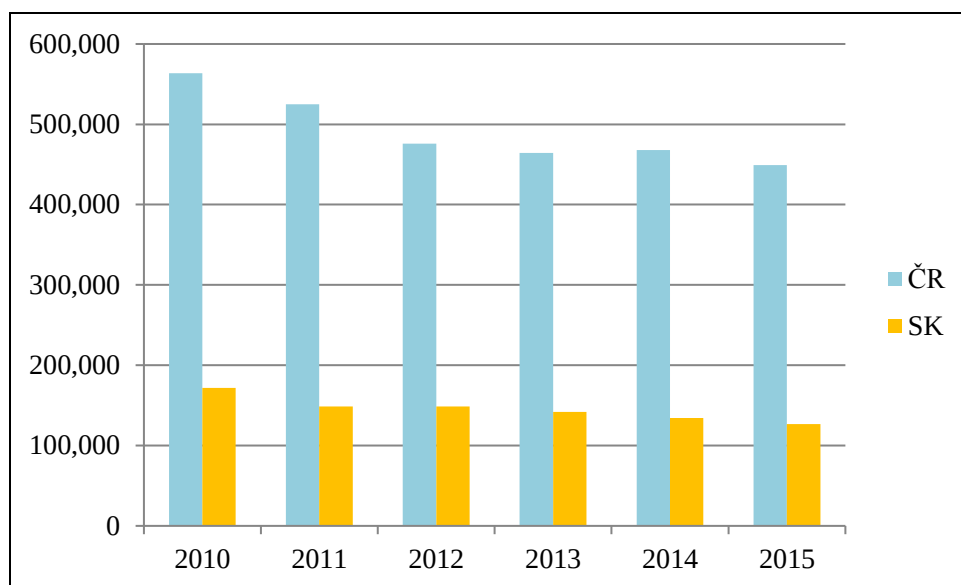


Zdroj: Databáze Euromonitor, vlastní zpracování

Výroba a spotřeba masa

Dále jsem se rozhodla zařadit do této části také vývoj objemu výroby masa. Graf č. 3 nám tedy zobrazuje vymezený trh v tzv. naturálních jednotkách. V časové řadě lze vidět, že výroba masa má spíše klesající tendenci, a to jak na českém, tak i na slovenském trhu.

Graf č. 3: Výroba masa v ČR a SK – 2010 -2015 (tuny)



Zdroj: ČSÚ (https://www.czso.cz/csu/czso/zem_cr), SSÚ (<http://datacube.statistics.sk/>)

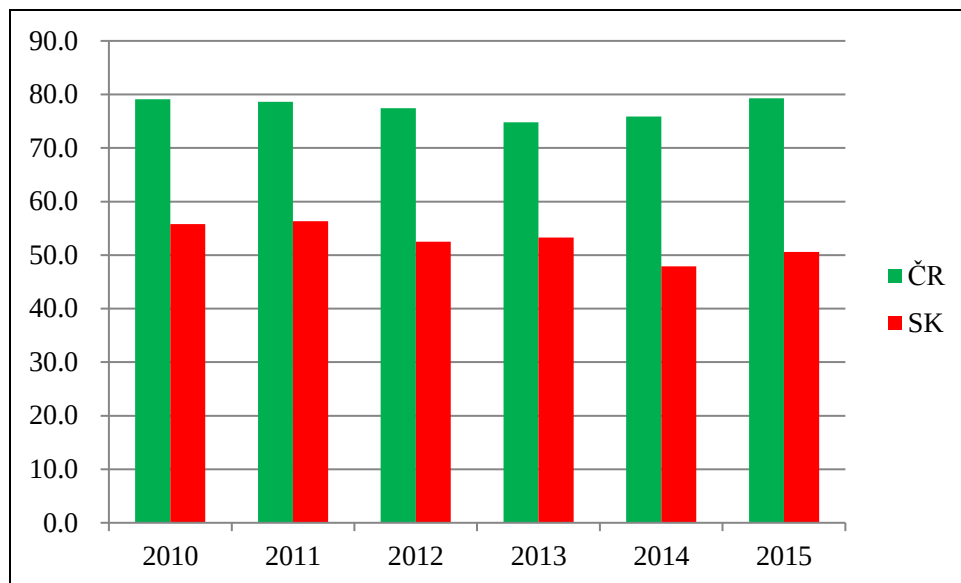
Na základě prostudování informací dostupných na webových stránkách Ministerstva zemědělství – Panorama potravinářského průmyslu⁴ bych uvedla důvody, které stojí za poklesem výroby masa. Tendence poklesu jsou provázány s celkovou spotřebou masa.

V České republice se od roku 2009 snížila celková spotřeba masa hovězího a vepřového, a to jakožto surovina pro vlastní výrobu v masokombinátech. Po těchto druzích masa se také snížila poptávka od spotřebitelů, kteří upřednostnili maso drůbeží a výrobky z něj. U hovězího masa můžeme vidět mezi lety 2010 až 2014 spíše klesající tendenci ve spotřebě, ovšem v roce 2015 došlo k mírnému oživení poptávky (viz graf č. 5). U hovězího masa je v ČR celková výroba vyšší nežli domácí spotřeba a míra soběstačnosti z dlouhodobého hlediska převyšuje 100 %.

Z grafu č. 4 lze vidět, že vývoj spotřeby masa na slovenském trhu má podobný trend jako na tom českém, spotřeba má tedy spíše klesající tendenci.

⁴<http://eagri.cz/public/web/mze/potraviny/publikace-a-dokumenty/panorama-potravinarskeho-prumyslu/>

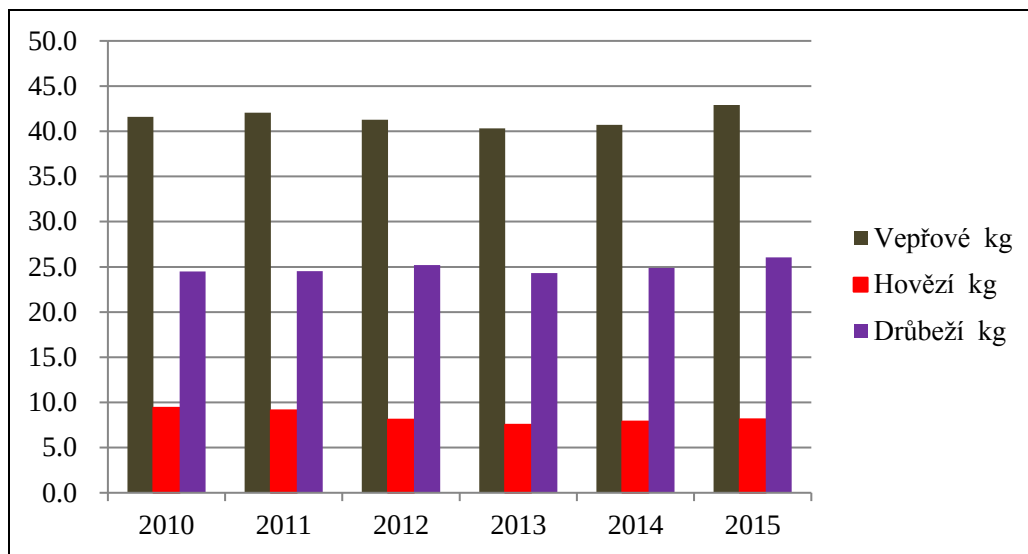
Graf č. 4: Spotřeba masa v kg/osoba za rok v ČR a SK – 2010 -2015



Zdroj: ČSÚ (<https://www.czso.cz/csu/czso/spotreba-potravin-2015>), SSÚ (<http://datacube.statistics.sk/>)

Křivka vývoje spotřeby dle druhů mas je odrazem toho, jak se vyvíjí chování spotřebitele, tedy cílového zákazníka oceňované společnosti. Spotřebitelé v průběhu analyzovaných let stále více tíhnou ke spotřebě drůbežího masa, a to z důvodu jeho rychlejší úpravy, cenové dostupnosti, tak i zdravotního hlediska. Na úkor těchto událostem se snižuje spotřeba hovězího masa. Dalším faktorem, jež má jednoznačně vliv na vývoj na trhu je trend zdravého životního stylu, který se v posledních letech stále více ubírá ke snižování podílu masa ve stravě člověka.

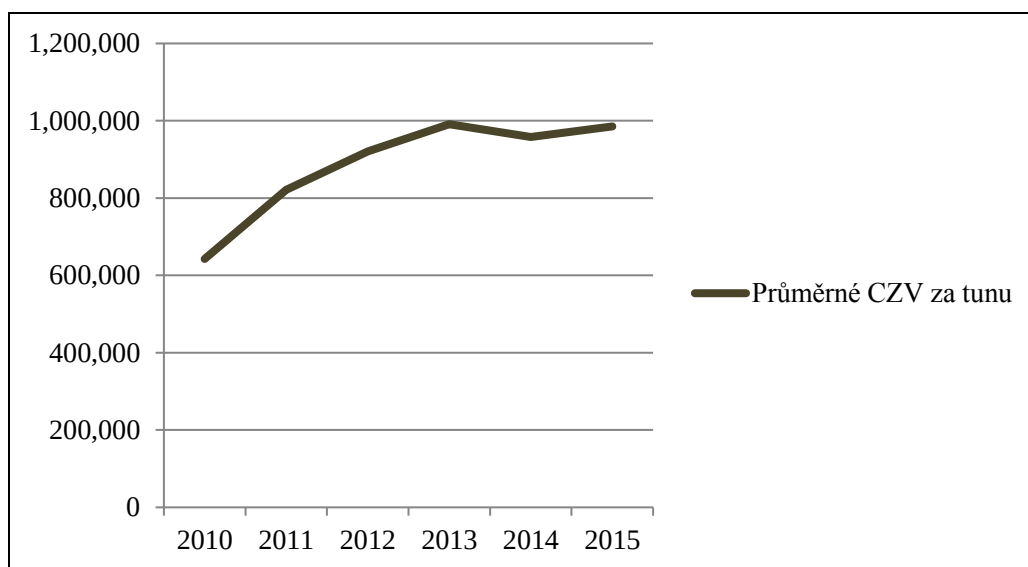
Graf č. 5: Spotřeba masa v kg/osoba za rok v ČR dle druhů mas – 2010 -2015



Zdroj: ČSÚ (<https://www.czso.cz/csu/czso/spotreba-potravin-2015>)

Neméně podstatný vliv na výše uvedený vývoj výroby masa a zároveň spotřebu masa v kg/osoba za rok v ČR (viz graf č. 4) měl cenový vývoj masa, na kterém se odrazilo to, že většina zpracovatelů masa upřednostňovala levnější suroviny z dovozu na úkor těch domácích. Tuto tendenci můžeme vyčíst také z vývoje průměrné ceny zemědělských výrobků, v tomto případě se bude jednat o ceny surovin, které jsou potřeba pro výrobu masných produktů.

Graf č. 6: Průměrná cena zemědělských výrobků – ČR (v Kč za tunu)



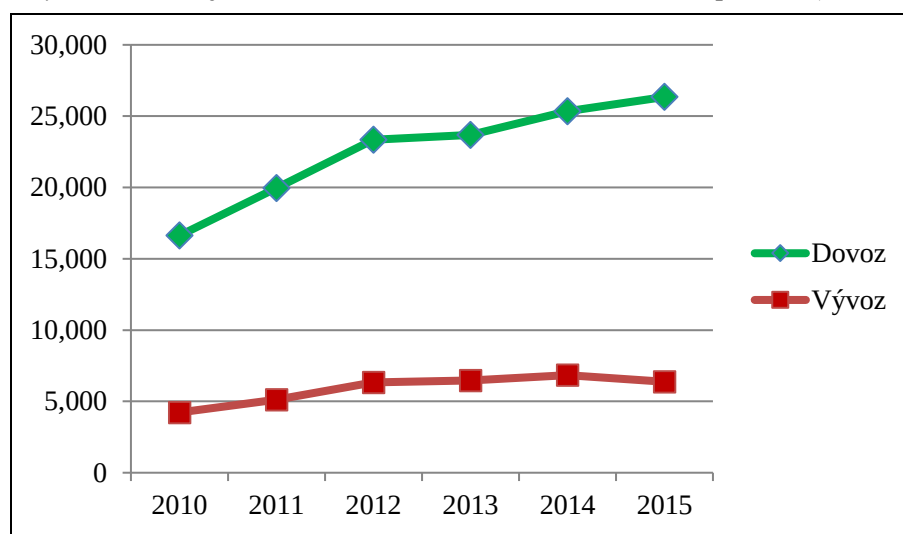
Zdroj: ČSÚ (<https://www.czso.cz/csu/czso/spotreba-potravin-2015>)

Průměrná cena zemědělských výrobků (CZV) nám říká, kolik si účtuje výrobce za produkt odběrateli, tedy v případě společnosti KMOTR se bude jednat o to, za kolik oceňovaná společnost zakoupila vstupní suroviny, ze kterých vytváří výsledné produkty. Tento údaj je proto velmi důležitý, jelikož se promítá do nákladů společnosti a může významně ovlivnit ziskovost celé společnosti. Důležité je poznamenat, že průměrné CZV, které je vyobrazeno v grafu č. 6 jsem vypočetla jako sumu průměrných CZV za živočišnou výrobu, ovšem očištěné o mléko, vejce a ryby.

Zahraniční obchod

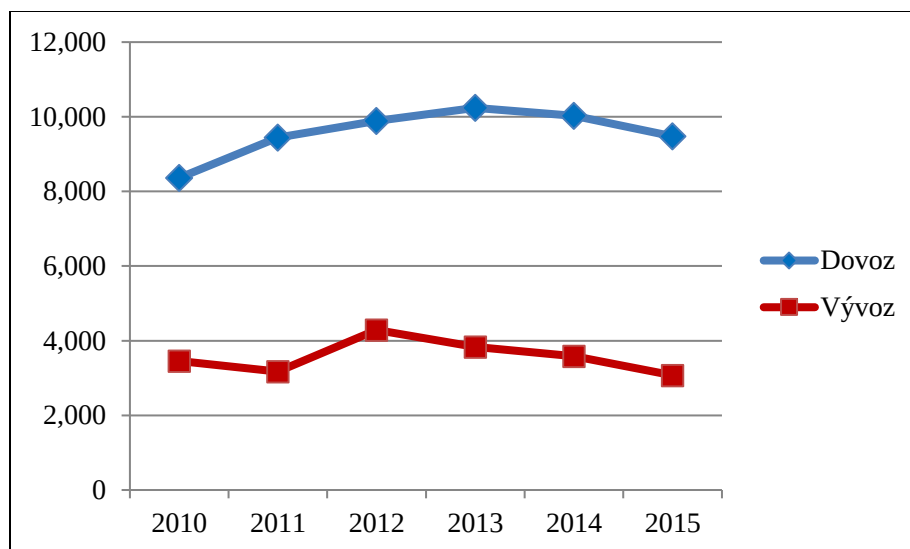
Společnosti KMOTR – Masna Kroměříž a.s. plyne určitá část tržeb ze zahraničí, tento podíl se od roku 2010 zvýšil z 10 % na 24 % z celkových tržeb. Pro společnost je jedinou zemí, kam vyváží, Slovensko, proto je třeba pohlédnout na vývoj na trhu s výrobou a zpracováním masa i na Slovensku. Grafy č. 7 a č. 8 názorně ukazují, jaký je vývoj dovozu a vývozu v odvětví „Processed meat“ mezi lety 2010 až 2015, v České republice i na Slovensku. Vzhledem k značné převaze dovozu u obou zemí musím konstatovat, že tento trend není pozitivní pro domácí země, jelikož jim zahraniční země ubírají prostor pro odběr svých výrobků.

Graf č. 7: Tržby z dovozu a vývozu – odvětví Processed meat – Česká republika (mil. Kč)



Zdroj: Databáze Euromonitor, vlastní zpracování

Graf č. 8: Tržby z dovozu a vývozu – odvětví Processed meat – Slovensko (mil. Kč)



Zdroj: Databáze Euromonitor, vlastní zpracování

- **Vymezení základních faktorů ovlivňující relevantní trh**

Národohospodářské faktory – ČR

Do národohospodářských faktorů jsem zahrnula HDP v běžných cenách a inflaci vyjádřenou pomocí indexu spotřebitelských cen. Prognózu těchto ukazatelů jsem převzala ze stránek Ministerstva financí ČR, přičemž jsem vycházela z prognózy, která byla utvořena v říjnu 2015, jelikož byla nejbližší datu ocenění, tedy 1.1 2016. Vzhledem k tomuto faktu jsem pro čtvrtý rok prognózy použila stejné tempo růstu jako pro rok předchozí.

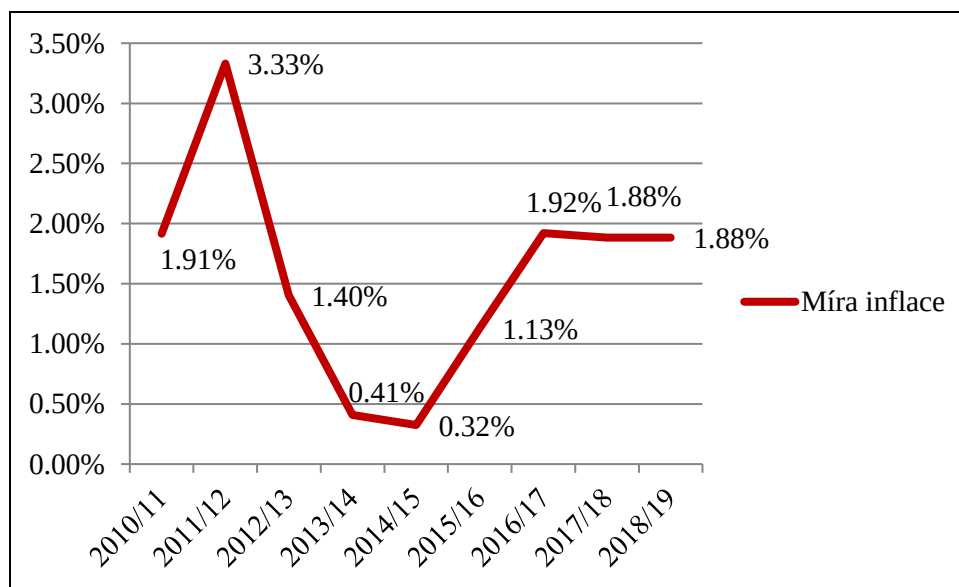
Tabulka č. 4: Vývoj HDP b.c.v České republice (i s prognózou 2016 – 2019) (v mld. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
HDP b.c.	3 962	4 034	4 060	4 098	4 314	4 596	4 642	4 820	5 014	5 216
Tempo růstu	X	1,80%	0,65%	0,94%	5,26%	6,54%	1,01%	3,83%	4,02%	4,02%

Zdroj: MFČR- Makroekonomická predikce říjen 2015 (www.mfcr.cz), vlastní zpracování

Prognóza vývoje HDP značí, že ekonomice se bude dařit a poroste zejména díky růstu zahraniční poptávky. Inflace bude také růst. Míra inflace bude na vzestupu, což bude způsobeno tím, že porostou náklady na mzdy vlivem ekonomického růstu, tudíž bude docházet ke zvyšování spotřebitelských cen.⁵

Graf č. 9: Vývoj míry inflace na relevantním trhu – ČR (i s prognózou 2016 – 2019) (v %)



Zdroj: MFČR- Makroekonomická predikce říjen 2015 (www.mfcr.cz), vlastní zpracování

⁵Zprávy o inflaci IV/2015

(https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2015/2015_IV/download/zoj_IV_2015.pdf)

Národohospodářské faktory - SK

Z hlediska národohospodářských faktorů v rámci Slovenska jsem zařadila stejně jako u České republiky HDP v běžných cenách (po přepočtení na CZK pomocí průměrného ročního kurzu EUR/CZK⁶) a míru inflace. U vývoje HDP b.c. lze v prognóze nejdříve očekávat další pokles tempa růstu, který je dán zejména vývojem v automobilovém průmyslu, v dalších letech se ovšem předpokládá opětovné oživení.⁷

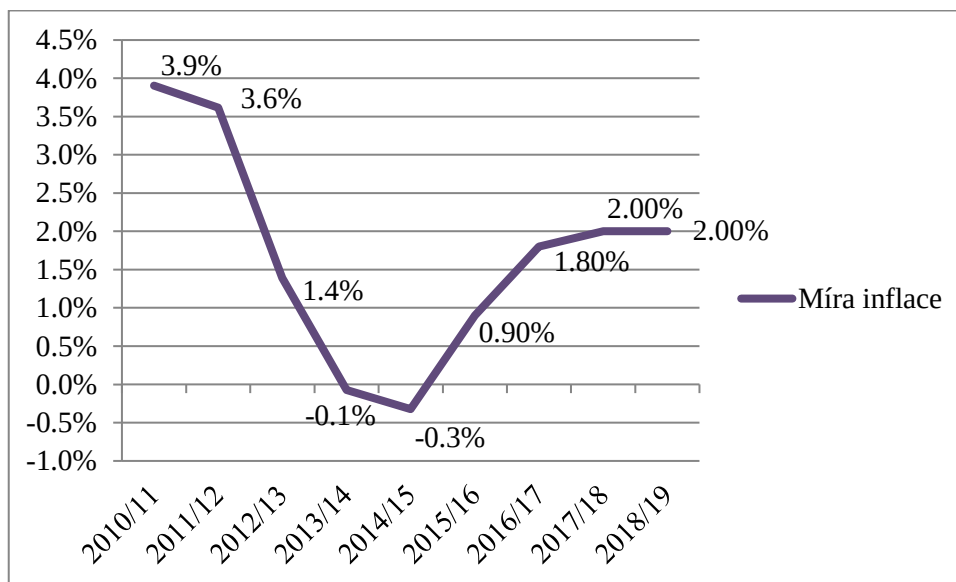
Tabulka č. 5: Vývoj HDP b.c. na Slovensko (i s prognózou 2016 – 2019) (v mld. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
HDP b.c.	1 709	1 736	1 828	1 926	2 095	2 153	2 176	2 255	2 355	2 489
Tempo růstu		1,60%	5,27%	5,39%	8,74%	2,75%	1,10%	3,63%	4,44%	5,67%

Zdroj: SSÚ (www.slovak.statistics.sk) 37. zasadnutie výboru pre makroekonomické prognózy (september 2015)– <http://www.finance.gov.sk>, vlastní zpracování

Zápornou inflaci v minulosti i nyní způsobily ceny energií, u ostatních složek ovšem docházelo k růstu. Do budoucna se očekává postupné zrychlování meziročního růstu z důvodu růstu cen zemědělských komodit a růstu mezd, což se projeví v růstu cen služeb.⁸

Graf č. 10: Vývoj míry inflace na relevantním trhu – SK (i s prognózou 2016 – 2019) (v %)



Zdroj: SSÚ (www.slovak.statistics.sk), 37. zasadnutie výboru pre makroekonomické prognózy (september 2015) - <http://www.finance.gov.sk>, vlastní zpracování

⁶<http://www.kurzy.cz/kurzy-men/historie>

⁷Mesačný Bulletin – prosinec 2015 (<https://www.nbs.sk/sk/publikacie/mesacny-bulletin-nbs/2015>)

⁸Mesačný Bulletin – prosinec 2015 (<https://www.nbs.sk/sk/publikacie/mesacny-bulletin-nbs/2015>)

Obecné faktory - ČR

Mezi obecné faktory jsem zařadila počet obyvatel ČR a průměrnou hrubou měsíční mzdu v nominálním vyjádření. Vzhledem k tomu, že relevantní trh lze v širším hledisku zařadit do potravinářského průmyslu je dobré pohlédnout na počet obyvatel na vymezeném trhu, jelikož z nich lze rámcově odvodit, jaká bude poptávka, kolik potenciálních konzumentů bude na trhu, tudíž na jak velkou skupinu se bude moci společnost při své produkci zaměřit. Mezi obecné faktory jsem dále zařadila průměrnou měsíční mzdu, a to v nominálním vyjádření.

Pro predikci veličin v letech 2016 až 2019 jsem stejně jako u národohospodářských faktorů vycházela z prognóz Ministerstva financí ČR – říjen 2015, přičemž pro poslední rok jsem užila stejné tempo růstu jako v roce předchozím.

Tabulka č. 6: Vývoj obecných faktorů – ČR (i s prognózou 2016 – 2019)

	Rok	Počet obyvatel ČR (v tis.)	Průměrná hrubá měsíční mzda - nominální
MINULOST	2010	10 507	23 864
	2011	10 487	24 455
	2012	10 505	25 067
	2013	10 516	25 035
	2014	10 512	25 607
	2015	10 538	26 500
PROGNÓZA	2016	10 550	27 600
	2017	10 552	28 800
	2018	10 553	30 100
	2019	10 554	31 459

Zdroj: ČSÚ (www.czso.cz), MFČR- Makroekonomická predikce říjen 2015 (www.mfcr.cz), vlastní zpracování

Obecné faktory–SK

Pro Slovensko zde uvádím také počet obyvatel a průměrnou hrubou měsíční mzdu v nominálním vyjádření, přičemž prognózované veličiny byly zjištěny na Ministerstvu financí Slovenské republiky a na Infostatu.

Tabulka č. 7: Vývoj obecných faktorů – SK (i s prognózou 2016 – 2019)

	Rok	Počet obyvatel SK (v tis.)	Průměrná hrubá měsíční mzda - nominální (v CZK)
MINULOST	2010	5 435	18 387
	2011	5 404	18 608
	2012	5 411	19 607
	2013	5 416	20 780
	2014	5 421	22 758
	2015	5 426	23 236
PROGNÓZA	2016	5 458	24 462
	2017	5 468	25 122
	2018	5 477	26 017
	2019	5 484	26 943

Zdroje: 37. zasadnutie výboru pre makroekonomické prognózy (september 2015) - <http://www.finance.gov.sk/>, www.infostat.sk/vdc

Specifické faktory

Specifické faktory jsou v rámci vymezeného relevantního trhu významné z toho důvodu, že se v nich odráží značná část vývojových tendencí na trhu. Toto bude zřejmé v rámci analýzy atraktivitu trhu, kde se v jedné z položek hodnotí citlivost na konjunkturu. Já budu mírně předbíhat a uvedu to již nyní. Vzhledem k tomu, že vymezený trh řadíme do potravinářského průmyslu, což znamená, že pro spotřebitele je to odvětví, které vyrábí produkty jejich každodenní potřeby, bude to zároveň odvětví, kde bude spíše neutrální vliv národohospodářského cyklu. Tudíž budou nastupovat specifické, potažmo obecné faktory, které se budou podílet na růstu či poklesu na trhu.

Mezi specifické faktory lze zařadit zejména objem spotřeby masa v kg na osobu za rok v rámci ČR, dále spotřební zvyklosti, tudíž různé tendence v rámci životních stylů. Jak jsem již uvedla, nastupuje u určitých skupin obyvatel omezení či úplné vyřazení masa, a to buď ze zdravotních či z etických důvodů.

- **Analýza atraktivitu trhu**

Analýza atraktivitu trhu představuje souhrnné kvalitativní hodnocení vymezeného relevantního trhu, a to z hlediska několika složek, od růstu trhu až po vlivy prostředí. Tyto složky poté budou součástí celkového hodnocení, na základě něhož bude možné získat informaci, zda se oceňovaná společnost pohybuje na průměrném, nadprůměrném či podprůměrném trhu.

Růst trhu (3 bod ze 6)

Růst trhu byl v posledních letech ovlivněn mírně sníženou poptávkou po mase, jeho zvýšenou cenou a celkově spotřebitelskými tendencemi, které směřují k omezení konzumace některých druhů masa a příklonu k rostlinné stravě.

Primární pro posouzení růstu je zde srovnání tempa růstu HDP b.c. v ČR a tempa růstu tržeb na českém trhu, kde jak lze vidět se toto tempo v roce 2013 razantně snížilo a nyní se drží pod tempem růstu HDP b.c.. Díky tomu, že vezmeme v potaz i slovenský trh, na kterém jsou z hlediska růstu značné výkyvy, hodnotila bych růst trhu na průměrné úrovni.

Tabulka č. 8: Srovnání tempa růstu HDP b.c. a tempa růstu tržeb – ČR (upravené o Im a Ex) (v %)

	2011	2012	2013	2014	2015	Průměr
Tempo růstu HDP b.c.	1,80%	0,65%	0,94%	5,26%	6,54%	3,04%
Tempo růstu tržeb - ČR	11,21%	9,17%	1,88%	4,66%	4,98%	6,38%

Zdroj: ČSÚ, Databáze Euromonitor, vlastní zpracování

Tabulka č. 9: Srovnání tempa růstu HDP b.c. a tempa růstu tržeb – SK (upravené o Im a Ex) (v %)

	2011	2012	2013	2014	2015	Průměr
Tempo růstu HDP b.c.	1,60%	5,27%	5,39%	8,74%	2,75%	4,75%
Tempo růstu tržeb - SK	11,93%	-1,51%	9,77%	3,88%	-0,49%	4,71%

Zdroj: SSÚ, Databáze Euromonitor, vlastní zpracování

Velikost trhu (4 body ze 6)

Faktor velikosti trhu bych zde hodnotila spíše pozitivně, jelikož jak již bylo řečeno, zpracování a konzervování masa a výroba masných výrobků se v roce 2015 podílelo nejvyšším procentem tržeb v rámci celkových tržeb za výrobu potravinářských výrobků. Nutné je ale zohlednit i územní velikost trhu, kterou je Česká republika a zároveň i Slovenská republika, kam KMOTR vyváží své výrobky, čímž se zvětšuje možnost působení společnosti na potenciální spotřebitele.

Intenzita konkurence (2 body ze 6)

Intenzita konkurence je zde velmi zajímavým faktorem, vzhledem k tomu, že společnost KMOTR je součástí koncernu AGROFERT, pod který patří v rámci masného průmyslu ještě společnost Kostecké uzeniny, a.s. a Krahulík – Masozávod Krahulčí, a.s. Spekuluje se⁹, zda se vedle AGROFERTu nestane významným lídrem v rámci masného průmyslu společnost PENTA, která investovala do společnosti Schneider, která rovněž působí na poli masných výrobků. V budoucnu bychom se mohli dočkat i určité formy oligopolu, pokud by společnosti dále pokračovaly v akvizicích menších firem, tento scénář se mi ovšem nezdá příliš pravděpodobný, a to z toho důvodu, že společnosti Hamé a LE & CO, které mají na trhu významný podíl, se s krizí v roce 2012 vypořádaly mnohem lépe nežli společnost AGROFERT, tudíž předpokládám, že nebudou potřebovat „pomocnou ruku“ v podobě konsolidace. Abych shrnula hodnocení kritéria intenzity konkurence na trhu, myslím, že vzhledem k tomu, že na trhu působí značný počet středně velkých či menších firem, jedná se o značně konkurenční trh, hodnotím 2 body ze 6.

Průměrná rentabilita (2 body ze 6)

K posouzení průměrné rentability relevantního trhu jsem využila data dostupná na webových stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu, kde jsem si vyhledala průměrné rentability vlastního kapitálu za odvětví Výroby potravinářských výrobků a následně i za celý zpracovatelský průmysl. Srovnání rentabilit je uvedeno v grafu č. 11, z kterého lze usoudit, že od roku 2012 se průměrné ROE za Výrobu potravinářských výrobků pohybuje mírně pod průměrem za celý zpracovatelský průmysl (viz. Tabulka č. 10).

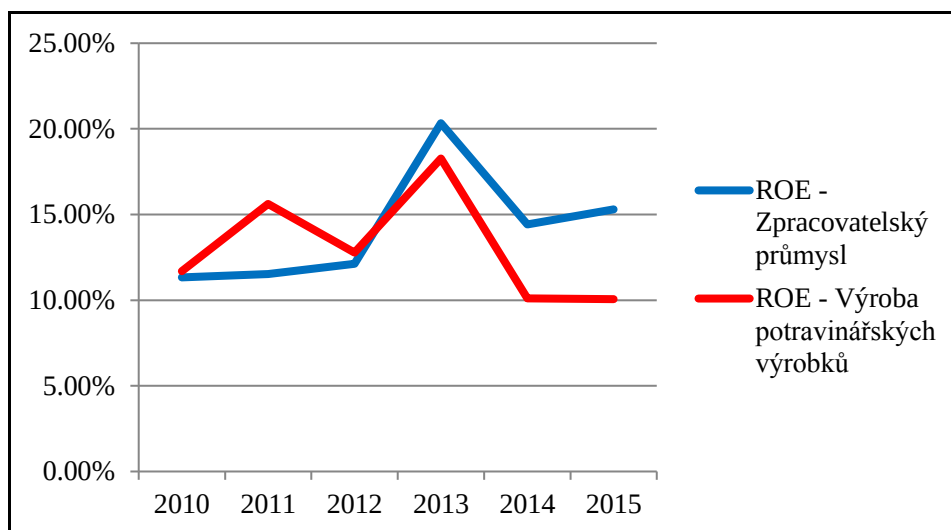
⁹<http://zpravy.e15.cz/byznys/zemedelstvi/masny-prumysl-se-stava-bojistem-babise-a-penty-831455>

Tabulka č. 10: Srovnání ROE - výroba potravinářských výrobků a zpracovatelský průmysl

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Průměr
ROE - Zpracovatelský průmysl	11,33%	11,52%	12,12%	20,33%	14,42%	15,30%	14,17%
ROE - Výroba potravinářských výrobků	11,69%	15,62%	12,77%	18,27%	10,10%	10,06%	13,09%

Zdroj: MPO (<https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/>)

Graf č. 11: Srovnání ROE za výrobu potravinářských výrobků a za zpracovatelský průmysl



Zdroj: MPO (<https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/>)

Bariéry vstupu (2 body ze 6)

Trh, na kterém působí společnost KMOTR, podléhá mnoha předpisům a normám, abych byla konkrétní, jedná se o Zákon č. 110/1997 Sb., o potravinách a tabákových výrobcích a o změně a doplnění některých souvisejících zákonů. Přímou na masné výrobky se zaměřuje Vyhláška č. 69/2016 Sb., o požadavcích na maso, masné výrobky, produkty rybolovu a akvakultury a výrobky z nich, vejce a výrobky z nich. V této vyhlášce je mimo jiné řečeno, jak lze definovat konkrétní masné výrobky, jaké jsou požadavky na jakost či jaké jsou požadavky při výrobě – technologické požadavky. Následně se společnosti na tomto trhu také musí podřizovat nařízením Evropské Unie o hygienických požadavcích na výrobu potravin.

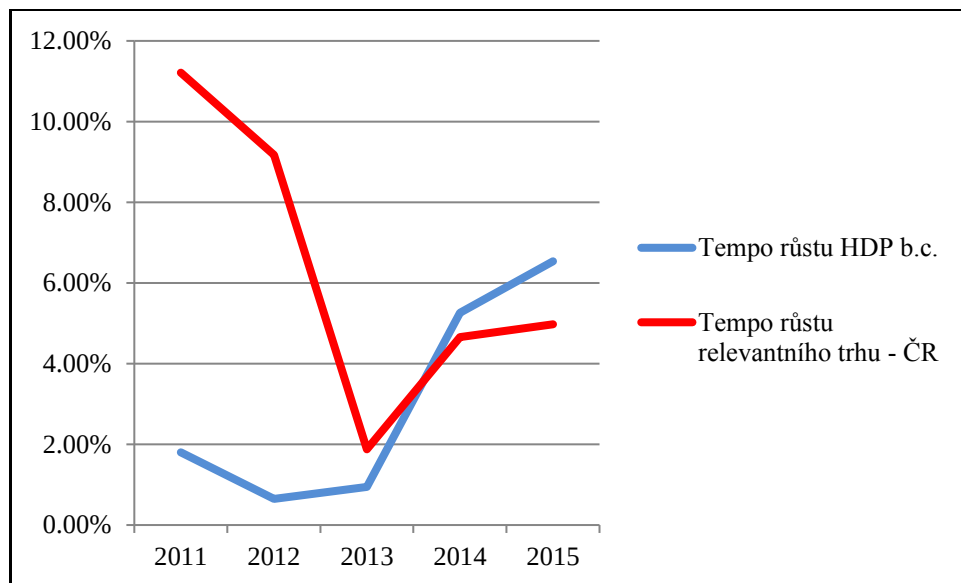
Možnosti substituce (5 body ze 6)

Možnost substituce u masných výrobků je velmi zajímavou položkou celé analýzy atraktivity trhu. Ještě před několika lety nebyly výrobky, které nahrazují maso či masné výrobky, tolik rozšířené. Dnes je ovšem na trhu nepřehledné množství výrobků, které mohou ve stravě nahradit, tedy substituovat maso, mezi ně patří ať už různé výrobky ze sóji, tofu či z pšeničné bílkoviny. S tímto trendem jde ruku v ruce i rozšiřující se počet lidí, kteří vyřazují ze své stravy maso (tzv. vegetariáni). Ovšem přesto nelze předpokládat zvýšené nebezpečí, že by zákazníci odešli od masa a masných produktů trvale k alternativním výrobkům.

Citlivost na konjunkturu (6 bodů ze 6)

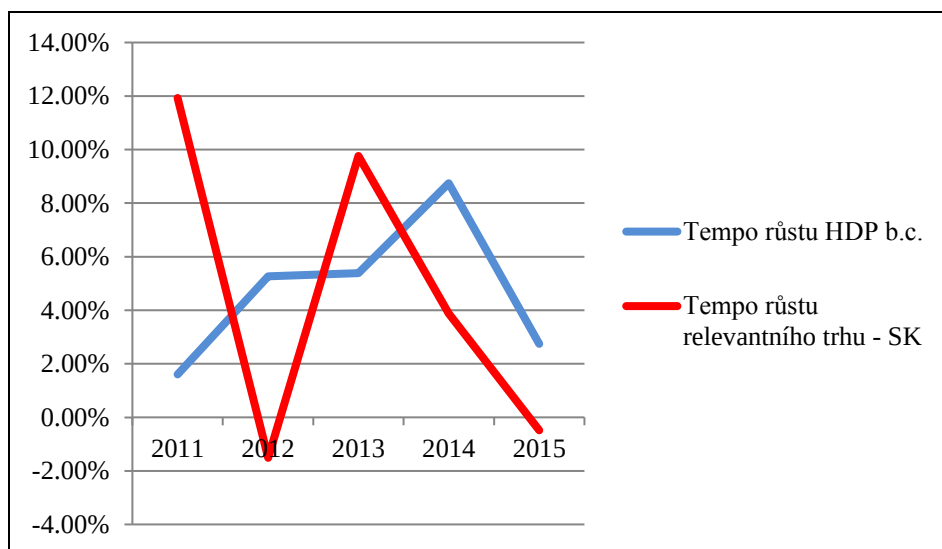
Trh, na kterém působí společnost KMOTR, je nutné posoudit z hlediska vlivu a působení hospodářského cyklu. Vzhledem k tomu, že relevantní trh je řazen do potravinářského průmyslu, je zřejmé, že vývoj HDP nebude mít zásadní vliv na vývoj v tomto odvětví. Důvod je zřejmý, potraviny budou lidé kupovat, i pokud se jim budou snižovat mzdy a životní podmínky. Pouze se lze setkat s tím, že budou preferovat levnější výrobky, pokud dojde ke snižování mezd. Jak již bylo řečeno, potravinářský průmysl bychom mohli zařadit do neutrálních odvětví, tedy do takových, na které nemá hospodářský cyklus vliv (či jen velmi malý). Abychom tuto skutečnost pojali v kontextu oceňovaného podniku, je vhodné porovnat tempo růstu relevantního trhu s tempem růstu HDP. Srovnání je zobrazeno v grafech č. 12 a č. 13 v rozdělení na český a slovenský trh. Z grafů je patrné, že vývoj odvětví nekoresponduje s hospodářským cyklem.

Graf č. 12: Srovnání tempa růstu HDP b.c. a tempa růstu relevantního trhu - ČR (v %)



Zdroj: MFČR- Makroekonomická predikce říjen 2015(www.mfcr.cz), Databáze Euromonitor, vlastní zpracování

Graf č. 13: Srovnání tempa růstu HDP b.c. a tempa růstu relevantního trhu - SK (v %)

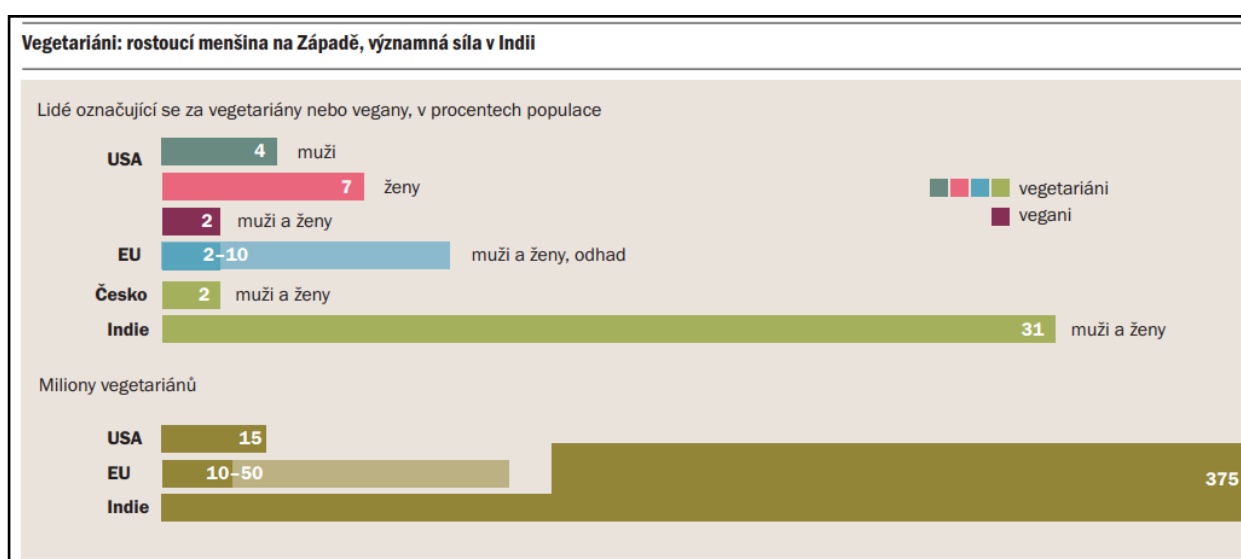


Zdroj:SSÚ (www.slovak.statistics.sk) 37. zasadnutie výboru pre makroekonomické prognózy (september 2015)- <http://www.finance.gov.sk>, vlastní zpracování

Struktura zákazníků (5 bodů ze 6)

Zákazníky jsou koncoví spotřebitelé. Vzhledem k tomu, že nemůžeme zákazníky zobecnit na celkový počet obyvatel ČR, jelikož zde existují určité spotřební zvyklosti, srážím hodnocení o 1 bod. Někteří zákazníci upřednostňují jiné formy výrobků, které nejsou z masa, jak jsem již uvedla i v české společnosti se zvedá zájem o vegetariánství či veganství, a proto nemohu hodnotit plným počtem bodů. Na obrázku č. 1 můžeme vidět, že v České republice se k vegetariánství či veganství hlásí 2 % lidí.

Obrázek č. 1: Zastoupení vegetariánů a veganů v EU, USA, ČR (v %)



Zdroj: Atlas masa

(http://hnutiduha.cz/sites/default/files/publikace/2014/08/meatatlas2014_cz_web.pdf)

Vlivy prostředí (4 body ze 6)

Ke kritériu vlivu prostředí bych zmínila zejména to, že český národ je poměrně tradiční v konzumaci masa a masných výrobků, ovšem jak jsem zmínila výše i zde dochází k mírnému odklonu od tradic. Lidé se více začínají zajímat o zdravý životní styl, což může v některých případech vést k omezení konzumace průmyslově zpracovaných masných výrobků. Společnosti působící na tomto trhu se ovšem na tyto tendence snaží reagovat a přizpůsobovat složení těmto požadavkům.

Celkové hodnocení atraktivity trhu

Celkové hodnocení atraktivity trhu je shrnuto v tabulce č. 11, která zahrnuje vyhodnocení všech kritérií, které byly v této kapitole okomentovány. Každé kritérium bylo hodnoceno na škále od 0 do 6, přičemž každé kritérium nese jinou váhu, tudíž růst trhu má větší váhu nežli například vliv prostředí. Výsledné hodnocení je 56,25 %, což nám říká, že se jedná spíše o průměrný trh.

Tabulka č. 11: Celkové hodnocení atraktivity trhu

KRITÉRIUM	VÁHA	BODOVÉ HODNOCENÍ KRITÉRIA TRHU							VÁHA X BODY
		Negativní		Průměr			Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5	6	
Růst trhu	3				X				9
Velikost trhu	2					X			8
Intenzita konkurence	3			X					6
Průměrná rentabilita	2			X					4
Bariéry vstupu	1			X					2
Možnosti substituce	1						X		5
Citlivost na konjunkturu	1							X	6
Struktura zákazníků	2						X		10
Vlivy prostředí	1					X			4
Celkem	16								54
Dosažený počet bodů	54								
Maximální počet bodů	96								
Hodnocení	56,25%								

Zdroj: Mařík, M.: *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*. Praha, Ekopress 2011, str. 66, vlastní tvorba

- **Prognóza relevantního trhu**

Prognóza tržeb – ČR

Prognózu tržeb na českém trhu jsem predikovala na základě několika modelů, přičemž důležité bylo vybrat vhodný model vzhledem k vývoji faktorů, které jsem identifikovala jako určující při vývoji na trhu.

Nejdříve jsem pro prognózu tržeb využila časový trend, ve variantě lineární a logaritmické funkce. Dále jsem pracovala s faktory mající vliv na relevantní trh, kterými je HDP b.c., míra inflace, průměrná mzda v nominálním vyjádření a počet obyvatel. U těchto faktorů jsem aplikovala jednoduchou regresi, jelikož vzhledem ke zvolené délce časové řady by při použití vícenásobné regrese mohlo dojít k nepřesnostem.

Vhodnost modelu jsem určovala na základě několika kritérií. Za prvé bylo důležité pohlédnout na výši korelačního koeficientu, který vypovídá o síle závislosti mezi proměnnou a trhem, dále index determinace, který říká, jak velká část variability byla modelem vysvětlena. Další hledisko je suma odchylek, která nám říká, jak se model přibližoval skutečnému trhu, přičemž odchylky jsou kumulovány za všechny minulé roky. Nezbytným faktorem při rozhodování je samozřejmě reálnost prognózovaného tempa růstu trhu, přičemž tuto reálnost lze posuzovat na základě tempa růstu HDP b.c. . Tempo růstu trhu by nemělo v dlouhodobém horizontu překračovat nominální růst HDP, tudíž max. odhad by neměl překročit tempo růstu HDP. A neposledně je nezbytné pohlédnout na celkový vývoj na trhu, jak z hlediska výroby, tak i spotřeby masa.

V tabulce č. 12 jsou uvedeny u jednotlivých modelů nezbytné informace pro rozhodování o kvalitě modelu, podrobné analýzy jsou uvedeny v příloze práce.

Tabulka č. 12: Výběr modelu – trh ČR

VÝBĚR MODELU	Korelační koeficient	Index determinace	Hodnota P	Významnost F	Významnost F (<5%)	SUMA delt
Čas - lineární funkce	0,978	0,957	ANO	0,1%	ANO	0,4%
Čas - logaritmická funkce	0,991	0,983	X	X	X	0,0%
Počet obyvatel	0,689	0,474	NE	13,0%	NE	3,5%
HDP b.c.	0,852	0,727	NE	3,1%	ANO	1,9%
Inflace	0,970	0,941	ANO	0,1%	ANO	0,3%
Nominální mzda	0,970	0,940	ANO	0,1%	ANO	0,5%

Zdroj: vlastní zpracování

Prognózy opřené o faktory míry inflace či mzdu sice poskytovaly uspokojivé hodnoty korelačního koeficientu či významnost F vůči hladině významnosti, ale při prognóze tržeb do budoucna docházelo k příliš nereálnému růstu trhu, který by zřejmě nekorespondoval s vývojem trhu jako takového a samozřejmě by bylo tempo výrazně vyšší nežli růst HDP b.c. Díky tomu jsem pro prognózu tržeb použila časový trend, kde vycházely i velmi vysoké korelační koeficienty (viz Tab. č. 12).

Vzhledem ke kompozici prognózy tržeb ve třech scénářích, a to pesimistickém, optimistickém a tzv. střední variantě je vhodné vysvětlit, jak jsem postupovala při sestavování těchto scénářů. Pro pesimistický scénář jsem využila prognózu pomocí časového trendu – logaritmické funkce, a to z toho důvodu, že průměrné prognózované tempo růstu trhu je zde přibližně na úrovni inflace tedy 1,8 %, což odpovídá situaci, kdy trh bude směřovat ke stagnaci, ale stále bude mírně růst. Pro optimistický scénář jsem použila též predikci dle časového trendu, ale ve tvaru lineární funkce. Pouze jsem tempa růstu upravila na 0,9 násobek, a to z toho důvodu, že u této prognózy opět docházelo k mírnému „předbírání“ ekonomiky, což by z dlouhodobého hlediska nebylo reálné. Střední varianta poté představuje průměr z pesimistické a optimistické.

Tato prognóza je také opřena o to, že na relevantním trhu dochází ke značnému přebytku dovozu nad vývozem a celkově lze zaznamenat klesající výrobu masa i oslabující spotřebu některých druhů mas. Z těchto důvodů se nepředpokládá do budoucna příliš vysoké tempo růstu trhu.

Tabulka č. 13: Prognóza tržeb na relevantním trhu – ČR (v mil. Kč, v %)

		Pesimistický scénář		Střední varianta		Optimistický scénář	
	Rok	Tržby (v mil. Kč)	Tempo růstu	Tržby (v mil. Kč)	Tempo růstu	Tržby (v mil. Kč)	Tempo růstu
MINULOST	2010	26 929	X	26 929	X	26 929	X
	2011	29 949	11,21%	29 949	11,21%	29 949	11,21%
	2012	32 695	9,17%	32 695	9,17%	32 695	9,17%
	2013	33 309	1,88%	33 309	1,88%	33 309	1,88%
	2014	34 861	4,66%	34 861	4,66%	34 861	4,66%
	2015	36 597	4,98%	36 597	4,98%	36 597	4,98%
PROGNÓZA	2016	37 413	2,2%	37 816	3,3%	38 219	4,4%
	2017	38 119	1,9%	38 972	3,1%	39 834	4,2%
	2018	38 743	1,6%	40 077	2,8%	41 442	4,0%
	2019	39 300	1,4%	41 140	2,7%	43 043	3,9%

Zdroje: databáze Euromonitor, vlastní zpracování

Prognóza tržeb – Slovensko

Při prognóze slovenského trhu jsem postupovala obdobně jako u trhu českého, opět bylo hlavním kritériem reálnost prognózy, kterou mi poskytl model. I zde jsem nejdříve pracovala s časovým trendem ve formě lineární funkce a logaritmické funkce. Následně jsem definované proměnné HDP b.c., míru inflace, průměrnou hrubou mzdu v nominální vyjádření a počet obyvatel použila jako faktory v lineární regresi. Podrobné výsledky z analýz lze najít v přílohách. V tabulce č. 14 lze ovšem vidět vše důležité, na základě čeho jsem volila vhodný model pro prognózované tržby na slovenském trhu.

Tabulka č. 14: Výběr modelu – trh SK

VÝBĚR MODELU	Korelační koeficient	Index determinace	Hodnota P	Významnost F	Významnost F (<5%)	SUMA delt
Čas - lineární funkce	0,942	0,888	ANO	0,5%	ANO	0,5%
Čas - logaritmická funkce	0,957	0,915	X	X	X	0,3%
Počet obyvatel	0,144	0,021	NE	78,6%	NE	3,8%
HDP b.c.	0,911	0,830	NE	1,1%	ANO	0,7%
Inflace	0,889	0,791	ANO	1,8%	ANO	0,8%
Nominální mzda	0,910	0,828	NE	1,2%	ANO	0,8%

Zdroje: vlastní zpracování

Na základě hodnot z tabulky č. 14 jsem rozhodla pro využití časového trendu s lineární funkcí, a to z důvodu vysokého korelačního koeficientu, statistické spolehlivosti a nízké odchylky dat reálných od dat z teoretického modelu. Tuto prognózu jsem využila jako střední variantu vzhledem k tomu, že nepřesahovala tempo růstu HDP b.c.. Optimistický a pesimistický scénář byl odvozen na základě násobku tempa růstu od střední varianty.

Tabulka č. 15: Prognóza tržeb na relevantním trhu – SK (v mil. Kč, v %)

		Pesimistický scénář		Střední varianta		Optimistický scénář	
	Rok	Tržby (v mil. Kč)	Tempo růstu	Tržby (v mil. Kč)	Tempo růstu	Tržby (v mil. Kč)	Tempo růstu
MINULOST	2010	11 470	X	11 470	X	11 470	X
	2011	12 839	11,93%	12 839	11,93%	12 839	11,93%
	2012	12 644	-1,51%	12 644	-1,51%	12 644	-1,51%
	2013	13 879	9,77%	13 879	9,77%	13 879	9,77%
	2014	14 418	3,88%	14 418	3,88%	14 418	3,88%
	2015	14 348	-0,49%	14 348	-0,49%	14 348	-0,49%
PROGNÓZA	2016	14 801	3,2%	14 915	4,0%	14 971	4,35%
	2017	15 251	3,0%	15 481	3,8%	15 597	4,18%
	2018	15 698	2,9%	16 048	3,7%	16 225	4,03%
	2019	16 142	2,8%	16 615	3,5%	16 856	3,89%

Zdroje: databáze Euromonitor, vlastní zpracování

Celková prognóza tržeb na relevantním trhu ČR + SK

Celková prognóza tržeb na relevantním trhu představuje prostý součet prognózy na české a slovenském trhu. Ve všech variantách prognóz lze vidět, že trh stále poroste, ale tempo se bude postupem času snižovat.

Tempo růstu na relevantním trhu v 2. fázi se při mém určování orientovalo zejména na základě prognózovaného tempa růstu HDP, jelikož v dlouhodobém horizontu by tempo růstu trhu nemělo překračovat nominální růst HDP, přičemž z hlediska pesimistického scénáře je důležité pohlížet na vývoj inflace. Neposledně je nezbytné uvědomit si, že tempo 2. fáze znamená, že trh by měl takto růst donekonečna.

Na pesimistický scénář jsem pohlížela z hlediska toho, jak se bude dle prognóz vyvíjet inflace v ČR i v SK, průměr budoucích temp se pohybuje mezi 1,6 až 1,7 %, já jsem ovšem zvolila ještě více konzervativní odhad na úrovni 1,5 %, vzhledem k tomu, že je třeba předpokládat stabilizovaný vývoj do nekonečna. Optimistický scénář jsem naopak konstruovala v závislosti na vývoji HDP, jak již bylo řečeno, byl na tom závislý i výběr modelu, na základě něhož vznikla výsledná tempa růstu za český i slovenský trh dohromady. Výsledkem je tedy tempo růstu v 2. fázi na úrovni 3,5 %, které se pohybuje pod prognózovaných tempem růstu HDP, které se v průměru za prognózované trhy v rámci ČR i SK pohybovalo okolo 4 %. Střední varianta je následně zvolena jako prostý průměr temp v 2. fázi v rámci optimistického a pesimistického scénáře.

Tabulka č. 16: Prognóza celkových tržeb na relevantním trhu (v mil. Kč, v %)

		Pesimistický scénář		Střední varianta		Optimistický scénář	
	Rok	Tržby (v mil. Kč)	Tempo růstu	Tržby (v mil. Kč)	Tempo růstu	Tržby (v mil. Kč)	Tempo růstu
MINULOST	2010	38 400	X	38 400	X	38 400	X
	2011	42 787	11,43%	42 787	11,43%	42 787	11,43%
	2012	45 340	5,97%	45 340	5,97%	45 340	5,97%
	2013	47 188	4,08%	47 188	4,08%	47 188	4,08%
	2014	49 279	4,43%	49 279	4,43%	49 279	4,43%
	2015	50 944	3,38%	50 944	3,38%	50 944	3,38%
PROGNÓZA	2016	52 214	2,49%	52 730	3,51%	53 191	4,41%
	2017	53 370	2,22%	54 453	3,27%	55 431	4,21%
	2018	54 440	2,00%	56 125	3,07%	57 667	4,03%
	2019	55 442	1,84%	57 755	2,90%	59 899	3,87%
	2.fáze	X	1,50%	X	2,50%	X	3,50%

Zdroje: databáze Euromonitor, vlastní zpracování

3.2 Analýza vnitřního potenciálu

- Identifikace hlavních konkurentů

Při výběru konkurentů ke srovnání se společností Kmotr pro mne bylo určující jejich postavení v odvětví, které se zabývá zpracováním masa a výrobou masných výrobků. Úžeji lze tyto společnosti zařadit do NACE 10.13.

Jako hlavní dva konkurenty jsem zvolila společnost Hamé s.r.o. a společnost LE & CO – Ing. Jiří Lenc, s.r.o., tyto dvě firmy jsem vybrala z toho důvodu, že mají určující postavení na relevantním trhu. Obě firmy působí převážně v České republice a jejich podíl exportu na objemu tržeb je přibližně ve stejném rozmezí jako je tomu u společnosti Kmotr. U společnosti LE & CO se export podílí na tržbách mezi 15-18 %, přičemž u firmy Hamé je toto číslo vyšší, kdy se podíl exportu na tržbách zvýšil z 26 % v roce 2010 na 35 % v roce 2015. U společnosti Kmotr se hodnoty pohybovaly od roku 2010 okolo 10 %, přičemž v roce 2015 již vyváží okolo 24 %. Důležitým faktorem je také to, že většina výrobků a zboží, která jsou vyvážena společností KMOTR mimo Českou republiku, putují pouze na Slovensko. Dále jsem mezi konkurenty zařadila ještě dvě firmy, a to MP Krásno, a.s. a Bivoj, a.s.

Dále bych také ráda zmínila, z jakého důvodu nebyly jako konkurenti vybrány společnosti Kostelecké uzeniny a.s. či KRAHULÍK – Masozávod Krahulčí, a.s.. Tyto společnosti patří pod společnost AGROFERT, stejně jako společnost Kmotr, proto mi nepřišlo vhodné použít jako konkurenty společnosti, které řídí v podstatě jedna a ta samá společnost, čímž by mohlo být srovnání značně zkresleno a nebyly by znatelné rozdíly oproti relevantním konkurentům.

Hamé¹⁰

Společnost Hamé má v České republice dlouholetou tradici. Má velice široké portfolio výrobků, ovšem nás budou zajímat pouze substituty, které mohou spotřebitelé nahradit produkty společnosti KMOTR, a to budou masné výrobky.

U společnosti Hamé je zajímavé, že na jejich webových stránkách se spotřebitel dočte mnoho informací, které jsou zaměřeny na zdravý životní styl, vyvážený jídelníček či informace o nabídce bio a bezlepkových potravin. Tento fakt bude u spotřebitele zřejmě velmi dobře zohledněn.

¹⁰<http://www.hame.cz/>

LE & CO - Ing. Jiri Lenc, s.r.o.¹¹

Společnost LE & CO se zaměřuje primárně na produkci šunek a šunkových salámů. V jejich portfoliu lze nalézt velmi rozmanité druhy šunek, a to od těch s nejvyšší jakostí, které se pyšní vysokým podílem masa až po ty, které jsou mířeny na dětské spotřebitele, a tudíž obsahují co nejméně přídavných látek „E“. Můžeme tedy říci, že tato společnost je stejně výjimečná jako společnost KMOTR, jelikož obě tyto společnosti si v rámci masného průmyslu našly výrobek, na který se snaží výhradně zaměřit. Společnost KMOTR se zaměřuje na výrobu salámů, zatímco společnost LE & CO na výrobu šunek.

Co se týká podílu na trhu této společnosti, jak můžeme vidět z tabulky č. 17, společnosti se daří každým rokem navyšovat svůj tržní podíl, a vzhledem k růstu i mezi lety 2012/2013, které byly v tomto odvětví krizové, si se situací dobře poradily a firma prospívá.

MP Krásno, a.s.¹²

Společnost MP Krásno a.s. působící zejména na Valašsku nabízí ve svém portfoliu výrobky od šunek až po salámy a klobásy. Zejména salámy jsou zde důležitou složkou vzhledem k posouzení konkurence vůči společnosti KMOTR. Společnost MP Krásno vybudovala v roce 2008 novou provozovnu, která se zaměřuje výhradně na výrobu trvanlivých salámů. Co se týká exportu, tak vzhledem k poloze se společnosti nabízí export na Slovensko a Maďarsko.

Bivoj, a.s.¹³

Společnost Bivoj, a.s. působí na trhu masných výrobků zejména v oblasti Moravy a Slezska. Tato firma není orientovaná na export svých výrobků, 90 % produkce zůstává na území České republiky.

¹¹<http://www.le-co.cz/>

¹²<http://www.krasno.cz/>

¹³<http://www.bivoj.cz/>

• Vývoj tržních podílů

Mezi vybranými konkurenty a společností KMOTR je leadrem, co se týká tržního podílu společnost Hamé, která má v roce 2015 podíl 7,50 % na trhu vymezeném v peněžních jednotkách dle databáze Euromonitor – zpracování masa a masných výrobků („Processed meat“) za Českou a Slovenskou republiku¹⁴. Významným konkurentem společnosti KMOTR je ovšem i společnost LE & CO - Ing. Jiri Lenc, s.r.o., která každoročně navyšuje svůj tržní podíl a nyní v roce 2015 se nachází již na 5,61 %.

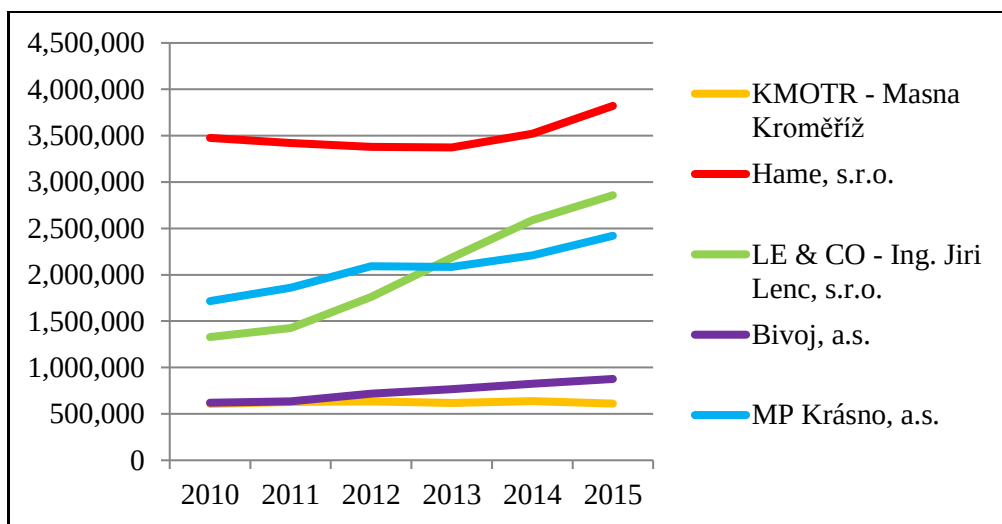
Oceňované společnosti tržní podíl od roku 2010 mírně klesá, ne však nijak rapidně. V roce 2013 a 2014 byl dokonce téměř na stejné úrovni. Konkurence v tomto odvětví je ovšem vysoká a i přesto, že u společnosti KMOTR nedošlo k rapidnímu snížení tržeb, její tržní podíl mírně poklesl.

Tabulka č. 17: Vývoj tržních podílů hlavních konkurentů v rámci relevantního trhu (v %)

Tržní podíl	2010	2011	2012	2013	2014	2015
KMOTR - Masna Kroměříž	1,58%	1,47%	1,40%	1,31%	1,30%	1,20%
Hame, s.r.o.	9,05%	7,99%	7,45%	7,15%	7,15%	7,50%
LE & CO – Ing. Jiri Lenc, s.r.o.	3,46%	3,34%	3,88%	4,63%	5,25%	5,61%
Bivoj, a.s.	1,62%	1,49%	1,58%	1,62%	1,67%	1,72%
MP Krásno, a.s.	4,47%	4,35%	4,62%	4,41%	4,48%	4,75%

Zdroj: Účetní výkazy analyzovaných společností, databáze Euromonitor, vlastní tvorba

Graf č. 14: Vývoj tržeb hlavní konkurentů v rámci relevantního trhu (v tis. Kč)



Zdroj: Účetní výkazy analyzovaných společností, vlastní zpracování

¹⁴ do relevantního trhu ČR + SK byly zahrnuty tržby z dovozu a vyloučeny tržby z vývozu

- **Analýza faktorů**

V této části se zaměřím na analýzu faktorů, které ovlivňují konkurenční postavení společnosti KMOTR. Faktory jsou rozděleny na přímé a nepřímé, přičemž mezi ty přímé jsem zařadila kvalitu výrobků, cenovou úroveň, intenzitu reklamy, šíři sortimentu a distribuci. Mezi nepřímé jsem naopak zařadila finanční situaci, vedení podniku, zaměstnance a faktor majetku a investic.

a) Přímé faktory

Kvalita výrobků (2 body ze 6)

Oceňovaná společnost působí v odvětví, které zpracovává potraviny, a tudíž podléhá přísné kontrole na dodržování předpisů a certifikací. Aby společnost mohla v tomto odvětví působit, je třeba, aby se držela standardů, které zajišťují nezávadnost potravin a celkově jednotných pravidel při dodržování bezpečnosti a kvality potravin.¹⁵ Mezi takové certifikace a normy patří např. IFS (International Food Standard) - mezinárodní potravinářský standard či HACCP (Hazard Analysis and Critical Control Points) - systém analýzy rizika a stanovení kritických kontrolních bodů ve výrobě potravin. Společnost KMOTR drží certifikát IFS od roku 2007. Pokud tedy půjde o srovnání kvality výrobků mezi společností KMOTR a jejími konkurenty budu se muset posunout z úrovně, kterou musí dodržovat všechny společnosti na úroveň určitých ocenění. Pokud bych tak neprovedla, byla by společnost KMOTR na úrovni konkurentů.

Pro odlišení jsem tedy zvolila kritérium, zda některý z výrobků nese označení kvality KLASA (národní značka kvality). Oceňovaná společnost KMOTR nemá žádný výrobek s tímto oceněním, přičemž ostatní konkurenti, mimo společnosti LE a CO si stojí lépe. Bivoj má 5 výrobků s tímto označením, MP krásno také 5, Hamé 3. Výrobky společnosti BIVOJ a MP Krásno byly dále oceněny v soutěži Česká chuťovka.

Hodnotím proto 2 body, jelikož podnik KMOTR je na tom z hlediska ocenění kvality výrobků hůře nežli konkurenti, ovšem potřebné certifikace a normy má splněny.

¹⁵https://www.potravinainfo.cz/33/prehled-narizeni-eu-hygienicke-pozadavky-na-vyrobu-potravin-uniqueidmRRWSbk196FNf8-jVUh4ElJC_cGyFPGgmIL3oclrmNmU/?uri_view_type=5

Cenová úroveň (5 body ze 6)

Pro zhodnocení cenové úrovně jsem se rozhodla využít statistiky ČSÚ o průměrných spotřebitelských cenách vybraných potravin, které jsou zveřejňovány každý měsíc. Pro porovnání se společností KMOTR jsem si vybrala údaje o šunkovém salámu, který také patří do portfolia výrobků společnosti KMOTR, přičemž jsem využila údaje z prosince 2015. Dle šetření ČSÚ byla průměrná cena šunkového salámu za měsíc prosinec 2015 129,38 Kč/kg¹⁶. Společnost KMOTR ale prodává stejný výrobek v roce 2015 okolo 89 Kč/kg. Z porovnání tedy vyplývá, že společnost KMOTR prodává šunkový salám levněji, nežli jsou průměrné ceny na trhu, tudíž má v tomto bodě konkurenční výhodu. Vzhledem k tomu, že se jedná o průměr na trhu, nehodnotím „cenovou úroveň“ 6 body, jelikož беру v potaz fakt, že průměr mohl být zkreslen krajními hodnotami.

Intenzita reklamy (3 body ze 6)

Výrobky společnosti KMOTR můžeme najít prezentovány v akčních letáčích různých obchodních řetězců, kam společnost výrobky dodává. Nejinak tomu je i u konkurentů. Jistou konkurenční výhodu má společnost Bivoj a MP Krásno, kteří vlastní nespočet podnikových prodejen, u kterých speciálně vydávají své akční letáky. Obecně lze říci, že ale společnosti v tomto ohledu nemají zvláštní konkurenční výhodu či nevýhodu.

Šíře sortimentu (2 body ze 6)

U kritéria šíře sortimentu se opět potvrdí to, že společnost KMOTR je na trhu masných výrobků poměrně ojedinělou firmou vzhledem k tomu, že je známá zejména díky zaměření na výrobu salámů, a to na ty fermentované i ty tepelně opracované. Podobnou společností u vybraných konkurentů může být společnost LE a CO, která se naopak specializuje na výrobu šunek. Ostatní tři společnosti poté nabízí pestré možnosti v oblasti masných výrobků, od různých klobás, šunek až po konzervy u společnosti Hamé. I přesto, že za jedinečnost by společnost KMOTR mohla dostat hodnocení 10 z 10, tak z hlediska šíře nabízeného sortimentu se bude nacházet v hodnocení horší než konkurence vzhledem k tomu, že ve svém portfoliu má převážně salámy a tudíž se může zaměřit pouze na vybrané spotřebitele, proto hodnotím 2 body ze 6.

¹⁶<https://www.czso.cz/csu/czso/ci/setreni-prumernych-cen-vybranych-vyrobků-potravinarske-vyroby-prosinec-2015>

Distribuce (2 body ze 6)

Všechny společnosti dodávají své výrobky do prodejen a obchodních řetězců, důležité je ovšem pohlédnout na to, zda společnosti vlastní prodejny, které by přímo prezentovaly své výrobky.

Společnost Hamé disponuje 5 podnikovými prodejny, které se nacházejí přímo u výrobních závodů, cca 50 % produkce plyne do zahraničí. Společnost Bivoj vlastní 26 podnikových prodejen, které jsou ovšem situovány na střední a severní Moravě, tudíž neobsluhují celou Českou republiku. Společnost KMOTR vlastní 2 pojízdné prodejny, což je poměrně ojedinělý koncept vůči konkurentům. Tyto prodejny mají své vytyčené trasy, které obsluhují, přičemž rozsah je stejně jako u společnosti Bivoj zejména v okruhu vlastní výroby, tedy Morava a jednou ze zastávek je také Slovensko. Společnost MP Krásno vlastní 38 prodejen, které jsou vhodně strategicky rozmístěné po celé České republice, aby došlo k obslužení celého segmentu.

Z celkového hodnocení distribuce vychází společnost KMOTR hůře nežli jeho konkurenti, i přesto, že vlastní ojedinělý koncept pojízdných prodejen, společnost MP Krásno či Bivoj vlastní až desítky podnikových prodejen díky čemuž se jim podaří obsloužit větší okruh odběratelů. V kritériu distribuce má tudíž společnost konkurenční nevýhodu, ovšem pokud koncept pojízdných prodejen do budoucna rozvine a počet prodejen se zvýší, karta by se mohla obrátit a společnost by z toho mohla těžit.

b) Nepřímé faktory

Vedení podniku (5 bodů ze 6)

Společnost KMOTR – Masna Kroměříž je jednou z mnoha dceřiných společností koncernu AGROFERT. Tento fakt má na společnost bezesporu dobrý vliv, vzhledem k tomu, že koncern AGROFERT má ve svém portfoliu mnoho firem, a to jak z oboru potravinářství, tak i zemědělství. Tento faktor umožňuje společnosti KMOTR využít tzv. transferových cen, tedy cen mezi spřízněnými osobami. Nepřímý faktor vedení podniku tedy hodnotím 5 body ze 6. Srážím bod vzhledem k tomu, že ve vedení společnosti AGROFERT stojí Ing. Andrej Babiš, který ve společnosti působí spíše jako kontroverzní osoba, jelikož má své příznivce i velké odpůrce. Tímto mám na mysli, že z vlastnictví koncernem AGROFERT může plynout společnosti KMOTR i určité stigma a zároveň beru v potaz to, že se jakožto dceřiná společnost musí přizpůsobit vyššímu orgánu.

Zaměstnanci (3 body ze 6)

V tabulce č. 18, lze vidět srovnání počtu zaměstnanců mezi vybranými konkurenty, kde dominuje společnost MP Krásno. U této společnosti je vysoký počet zaměstnanců odrazem jejich počtu podnikových prodejen, kterých je 38. Jak již bylo řečeno ve faktoru distribuce, společnost KMOTR má prozatím pouze 2 pojízdné prodejny, tudíž dle rozsahu se to odráží i v počtu zaměstnanců. Ovšem mezi lety 2013/2014 došlo ke zvýšení počtu zaměstnanců o 75 díky investici do nového krájecího a balicího centra. Lze tedy odhadovat, že pokud by došlo k dalšímu rozvoji společnosti, dosáhne z hlediska počtu zaměstnanců na některé ze svých konkurentů. Momentálně tomu tak ovšem není. Počet zaměstnanců je nutné ovšem pojmut v kontextu produktivity práce, tedy přidané hodnoty vůči osobním nákladům. Tento ukazatel je nejmenší právě u společnosti MP Krásno, která má největší počet zaměstnanců. Společnost KMOTR se nachází mezi průměrnými hodnotami vůči konkurentům.

Tabulka č. 18: Srovnání počtu zaměstnanců a produktivity práce s konkurenty – rok 2015

	Počet zaměstnanců	Přidaná hodnota (v tis.Kč)	Osobní náklady (v tis.Kč)	Produktivita práce
KMOTR - Masna Kroměříž	225	125 624	68 905	1,82
Hame, s.r.o.	750	541 445	318 364	1,70
LE & CO - Ing. Jiri Lenc, s.r.o.	375	633 129	204 060	3,10
Bivoj, a.s.	375	185 733	93 178	1,99
MP Krásno, a.s.	1 250	437 476	336 723	1,30

Zdroj: databáze Amadeus, Účetní výkazy analyzovaných společností, vlastní zpracování

Finanční situace (3 body ze 6)

Z finančního hlediska se firma pohybuje spíše na úrovni konkurentů, hodnotím 3 body ze 6. Z tabulky č. 19 lze vidět, že v rámci výše čistého zisku a rentability vlastního kapitálu dominuje firma LE & CO - Ing. Jiri Lenc, s.r.o., která má i nejnižší celkovou zadluženost. Společnost KMOTR se z hlediska celkové zadluženosti nachází někde mezi konkurenty, přičemž to samé lze říci i o výši zisku, který je u vybraných firem, mimo leadra skupiny firmy LE & CO - Ing. Jiří Lenc, s.r.o., téměř na stejné úrovni.

Tabulka č. 19: Srovnání základních finančních údajů s konkurenty – rok 2015 (v tis. Kč, v %)

	Aktiva	Vlastní kapitál	EAT	ROE	ROS	Celková zadluženost
KMOTR - Masna Kroměříž	297 968	137 341	27 147	16,52%	4,44%	44,85%
Hame, s.r.o.	4 342 625	2 261 307	33 125	1,46%	0,87%	47,84%
LE & CO - Ing. Jiri Lenc, s.r.o.	1 135 096	789 226	345 531	43,78%	12,09%	29,20%
Bivoj, a.s.	251 641	174 687	28 768	16,47%	3,28%	30,57%
MP Krásno, a.s.	1 002 357	483 873	24 366	5,04%	1,01%	51,66%

Zdroj: Účetní výkazy analyzovaných společností, vlastní zpracování

Majetek a investice (4 bodů ze 6)

Pro posouzení faktoru „Majetek a investice“ u společnosti KMOTR jsem se rozhodla porovnat tempo růstu investic této společnosti s jejími konkurenty, díky čemuž bude možné zjistit, jak je na tom oceňovaná společnost v rámci rozsáhlosti investic vůči konkurentům. Při propočtu tempa růstu investic jsem vycházela z meziroční změny investic brutto.¹⁷

V tabulce č. 20 lze vidět, že tempo růstu investic má u společnosti KMOTR kolísavý charakter. Pro srovnání s konkurenty jsem se rozhodla využít průměrné TRI za analyzované roky.

¹⁷Investice brutto = $DM_t - DM_{t-1} + \text{Odpisy}_t$

Tabulka č. 20: Tempo růstu investic (TRI) - společnost KMOTR (v tis. Kč, v %)

KMOTR - Masna Kroměříž	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Dlouhodobý majetek	111 493	115 070	104 646	149 824	149 251	150 702
Odpisy	12 898	14 338	14 621	13 719	13 698	13 528
Investice netto	X	3 577	-10 424	45 178	-573	1 451
Investice brutto	X	17 915	4 197	58 897	13 125	14 979
TRI			-76,57%	1303,31%	-77,72%	14,13%

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky č. 21 můžeme vidět, že dle průměrných hodnot společnost KMOTR a.s. značně převyšuje konkurenty z hlediska tempa růstu investic. Společnost se snaží více prosadit na trhu plném konkurence, a proto se snaží vynakládat prostředky do zlepšování výroby.

Tabulka č. 21: Srovnání tempa růstu investic (TRI) společnosti KMOTR a konkurentů (v %)

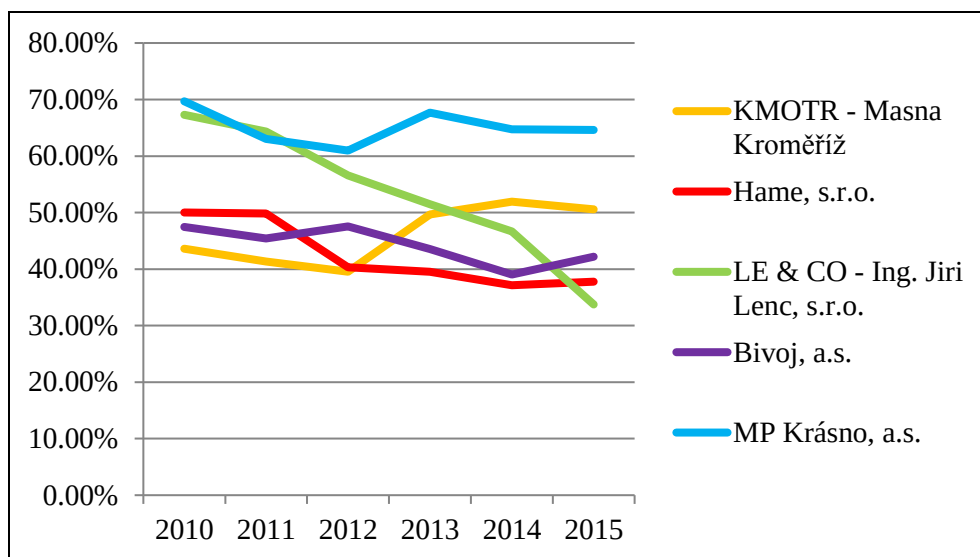
TRI – průměr 2011-2015	
KMOTR - Masna Kroměříž	290,79%
Hame, s.r.o.	1,22%
LE & CO – Ing. Jiri Lenc, s.r.o.	11,07%
Bivoj, a.s.	29,47%
MP Krásno, a.s.	8,11%

Zdroj: vlastní zpracování

Druhou stránkou věci je ovšem, zda společnost KMOTR splňuje zlaté poměrové pravidlo, které říká, že by tempo růstu investic nemělo ani v krátkodobém horizontu překračovat tempo růstu tržeb. To zda ho splňuje, nám totiž říká, zda společnost uplatňuje opatrnou strategii při financování. Tento aspekt je na tomto místě ovšem druhotný, jelikož z hlediska majetku a investic má společnost konkurenční výhodu.

Pro doplnění informací o majetku je vhodné pohlédnout i na to, jaký je podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech u společnosti KMOTR ve srovnání s jeho konkurenty.

Graf č. 15: Srovnání podílu DM na A - Kmotr X konkurenti (v %)



Zdroj: vlastní zpracování

Z grafu č. 15 můžeme vidět, že u konkurentů jako je Hamé, Le & CO - Ing. Jiri Lenc, s.r.o. či Bivoj v průběhu let podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech klesá oproti společnosti KMOTR, které se podíl spíše mírně zvyšuje. Jeden z konkurentů ovšem převyšuje z hlediska tohoto ukazatele oceňovanou společnost, a to je společnost MP Krásno. Dokresluje se nám tedy informace, že podnik KMOTR má z hlediska majetku spíše mírnou převahu, ale ve srovnání z hlediska podílu majetku na aktivech zcela nedominuje.

Celkové hodnocení analýzy konkurenční síly

Z celkového hodnocení analýzy konkurenční síly vychází, že společnost KMOTR se nachází na průměrných hodnotách konkurentů. Jeho konkurenční výhodou je zajisté určitá specifičnost zaměření zejména na salámy i ojedinělý způsob distribuce, kterou jsou pojízdné prodejny. Jako negativum je zde ovšem nižší možnost obsloužit větší počet zákazníků nežli je tomu u konkurentů, kteří vlastní značný počet podnikových prodejen.

Tabulka č. 22: Celkové hodnocení analýzy konkurenční síly

KRITÉRIUM		BODOVÉ HODNOCENÍ KRITÉRIA TRHU							BODY
		Konkurence má převahu			Průměr	Podnik má převahu			
		0	1	2		3	4	5	
Přímé faktory	1. Kvalita výrobků			X					2
	2. Cenová úroveň						X		5
	3. Intenzita reklamy				X				3
	4. Šíře sortimentu			X					2
	5. Distribuce			X					2
Nepřímé faktory	6. Vedení podniku						X		5
	7. Zaměstnanci				X				3
	8. Finanční situace				X				3
	9. Majetek a investice					X			4
	Celkem								29
	Dosažený počet bodů	29							
	Maximální počet bodů	54							
	Hodnocení	53,70%							

Zdroj: Mařík, M.: *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*. Praha, Ekopress 2011, str. 89, vlastní tvorba

3.3 Prognóza tržeb a tržního podílu podniku

Prognózu tržeb jsem sestavila na základě výsledků z analýzy trhu, analýzy konkurenční síly a samozřejmě z celkové prognózy tržeb na relevantním trhu.

Prognóza tržeb podniku je vytvořena ve třech scénářích, je to z toho důvodu, že relevantní trh je ovlivněn mnoha faktory a je dobré zvážit situace, kdy převáží ty kladné a kdy naopak ty záporné. Pokud se jedná o scénář optimistický, předpokládám, že trh bude stále růst, ale tempo se bude mírně snižovat. U pesimistického scénáře naopak předpokládám převážení tendence k poklesu spotřeby masa, jehož indikátory lze zaznamenat už nyní. Jedná se o variantu, kdy trh bude ztrácet spotřebitele díky nedostatečné reakci na požadavky spotřebitelů, ovšem pokles tempa růstu tržeb za celý relevantní trh nebude nijak rapidní.

Na základě těchto předpokladů, jsem určila vývoj tržního podílu společnosti KMOTR, přičemž klíčový byl výsledek z analýzy konkurenční síly, který vyšel 53,70 %, tedy že společnost si stojí téměř stejně jako konkurenti a z analýzy atraktivity trhu, která vyšla 56,25%, se tedy jedná spíše o průměrný trh. Na základě těchto analýz mi byly poskytnuty informace ohledně perspektivnosti podniku, díky čemuž mohu predikovat, že společnost splňuje předpoklad going concern, i přesto, že tržní podíl bude díky silné konkurenci na trhu v průběhu mírně slábnout.

Tabulka č. 23: Prognóza tržeb společnosti KMOTR – optimistický scénář (v mil. Kč, v %)

Optimistický scénář						
	Rok	Tržby celkem (v mil. Kč)	Tempo růstu	Tržby KMOTR (v mil. Kč)	Tempo růstu	Tržní podíl
MINULOST	2010	38 400	X	607		1,58%
	2011	42 787	11,43%	629	3,54%	1,47%
	2012	45 340	5,97%	636	1,06%	1,40%
	2013	47 188	4,08%	618	-2,78%	1,31%
	2014	49 279	4,43%	638	3,28%	1,30%
	2015	50 944	3,38%	612	-4,17%	1,20%
PROGNÓZA	2016	53 191	4,41%	633	3,49%	1,19%
	2017	55 431	4,21%	654	3,34%	1,18%
	2018	57 667	4,03%	675	3,15%	1,17%
	2019	59 899	3,87%	701	3,87%	1,17%
	2.fáze	X	3,50%	X	3,50%	X

Zdroj: Databáze Euromonitor, účetní výkazy společnosti KMOTR, vlastní tvorba

Tabulka č. 24: Prognóza tržeb společnosti KMOTR – střední varianta (v mil. Kč, v %)

		Střední varianta				
	Rok	Tržby celkem (v mil. Kč)	Tempo růstu	Tržby KMOTR (v mil. Kč)	Tempo růstu	Tržní podíl
MINULOST	2010	38 400	X	607		1,58%
	2011	42 787	11,43%	629	3,54%	1,47%
	2012	45 340	5,97%	636	1,06%	1,40%
	2013	47 188	4,08%	618	-2,78%	1,31%
	2014	49 279	4,43%	638	3,28%	1,30%
	2015	50 944	3,38%	612	-4,17%	1,20%
PROGNÓZA	2016	52 730	3,51%	627	2,60%	1,19%
	2017	54 453	3,27%	643	2,40%	1,18%
	2018	56 125	3,07%	657	2,20%	1,17%
	2019	57 755	2,90%	676	2,90%	1,17%
	2.fáze	X	2,50%	X	2,50%	X

Zdroj: Databáze Euromonitor, účetní výkazy společnosti KMOTR, vlastní tvorba

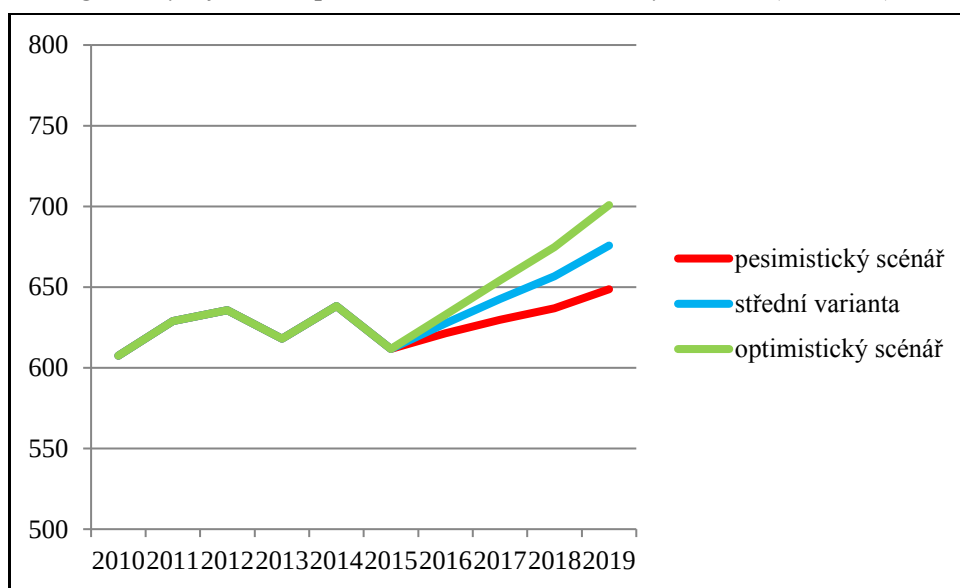
Tabulka č. 25: Prognóza tržeb společnosti KMOTR – pesimistický scénář (v mil. Kč, v %)

		Pesimistický scénář				
	Rok	Tržby (v mil. Kč)	Tempo růstu	Tržby KMOTR (v mil. Kč)	Tempo růstu	Tržní podíl
MINULOST	2010	38 400	X	607		1,58%
	2011	42 787	11,43%	629	3,54%	1,47%
	2012	45 340	5,97%	636	1,06%	1,40%
	2013	47 188	4,08%	618	-2,78%	1,31%
	2014	49 279	4,43%	638	3,28%	1,30%
	2015	50 944	3,38%	612	-4,17%	1,20%
PROGNÓZA	2016	52 214	2,49%	621	1,59%	1,19%
	2017	53 370	2,22%	630	1,36%	1,18%
	2018	54 440	2,00%	637	1,14%	1,17%
	2019	55 442	1,84%	649	1,84%	1,17%
	2.fáze	X	1,50%	X	1,50%	X

Zdroj: Databáze Euromonitor, účetní výkazy společnosti KMOTR, vlastní tvorba

Jak je možné vidět z provedených prognóz délka první fáze je stanovena na 4 roky, kdy dojde k postupné stabilizaci tržeb relevantního trhu i podniku. Bude tedy splněna podmínka stabilizace pro 2. fázi, kdy by podnik měl teoreticky fungovat až donekonečna. Tempo růstu pro 2. fázi činí u pesimistické varianty 1,50 %, u střední varianty 2,50 % a u optimistického scénáře 3,50 %, přičemž toto tempo je shodné jak u tržeb za relevantní trh, tak i u tržeb společnosti KMOTR.

Graf č. 16: Prognóza vývoje tržeb společnosti KMOTR – všechny scénáře (v mil. Kč)



Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní tvorba

3.4 Závěr strategické analýzy

V závěru strategické analýzy bych ráda zhodnotila potenciál podniku KMOTR na relevantním trhu. Propojím zde tedy charakter oceňované společnosti se situací na trhu a možnostmi dalšího vývoje.

Příležitosti

Společnost KMOTR se odlišuje od svých konkurentů na trhu strategií, kterou bych nazvala jako **strategie diferenciacie**. Společnost se snaží zaměřovat zejména na **produkcí salámů**, ve které se snaží být nejlepší. Pokud tímto činem zaujme větší množství spotřebitelů, mohla by dosáhnout stejného úspěchu jako společnost LE & CO, která se zaměřila na produkci šunek a každým rokem navyšuje svůj tržní podíl na vymezeném relevantním trhu. Dalším bodem, kterým se společnost KMOTR zajisté zapsala do strategie diferenciacie, je **koncept pojízdných prodejen**, se kterými se u konkurentů nesetkáme. Pokud by tento koncept byl více rozvinut, znamenal by opět potenciál rozvoje podniku.

Dalším možnou příležitostí je pro podnik zvyšující se podíl tržeb, které plynou z exportu, přičemž se tento podíl zvýšil od roku 2010 z 11 % na 24 % v roce 2015. **Vývoz masných výrobků** by tudíž mohl být pro společnost příležitostí. KMOTR by mohl rozšířit působnost v rámci vyvážení svých produktů o dalších země, jelikož nyní vyváží jen na Slovensko.

Hrozby

Hrozbou pro společnost KMOTR je spojení **vyšší konkurence na trhu**, která působí společně s **poklesem tržeb na relevantním trhu**. Dochází tedy k tomu, že na trhu je vysoká konkurence, ale prostor se zmenšuje. Na základě kombinace těchto faktorů jsem i usuzovala vývoj tržního podílu společnosti KMOTR do budoucna, kdy předpokládám, že se bude mírně snižovat, i přes výše uvedené příležitosti podniku.

Vliv na podnik mají zajisté i **spotřebitelské tendence**, které se přesouvají k zdravému životnímu stylu a společnosti na tomto trhu proto musí pružně reagovat na poptávku a podřizovat tomu složení svých výrobků.

4. Finanční analýza

Finanční analýza společnosti KMOTR – Masna Kroměříž a.s. je provedena mezi lety 2010 až 2015, tento časový rámec byl zvolen na základě toho, že v roce 2010 se stala oceňovaná společnost dceřinou společností koncernu AGROFERT, a.s.

4.1 Analýza účetní politiky

Účetní závěrky podniku KMOTR – Masna Kroměříž podávají dle auditorů ze společností A&CE Auditoři a znalci Praha, spol. s.r.o. a Ernst & Young Audit s.r.o. věrný a poctivý obraz aktiv, pasiv, nákladů, výnosů a peněžních toků v souladu s českými účetními předpisy.

Účetní závěrky firmy KMOTR jsou sestavovány jako nekonsolidované, a to v souladu se Zákonem č.563/1991 Sb. o účetnictví a prováděcí vyhlášky č.500/2002 Sb.

Následně uvedu některé skutečnosti z výročních zpráv, které pojednávají o použitých účetních metodách, způsobech oceňování a odpisování.

- Dlouhodobý nehmotný majetek je oceňován v pořizovacích cenách, které obsahují cenu pořízení a náklady s pořízením související. DNM nad 40 tis. Kč je odepisován do nákladů.
- Dlouhodobý hmotný majetek je také oceňován v pořizovacích cenách, přičemž ty zahrnují cenu pořízení, náklady na dopravu, clo a jiné náklady, které souvisejí s pořízením. Pokud je dlouhodobý hmotný majetek vyroben přímo ve společnosti, je oceněn vlastními náklady. DHM nad 40 tis. Kč se odepisuje po předpokládanou dobu životnosti. Přijetí investiční dotace snižují ocenění DHM. Náklady na technické zhodnocení naopak zvyšují pořizovací cenu DHM.
- Zásoby jsou ve společnosti oceňovány pořizovací cenou, přičemž pro jejich úbytek je používána metoda váženého aritmetického průměru. U nepotřebných, zastaralých či pomalu obrátkových zásob se snižuje jejich prodejní cena prostřednictvím opravných položek.
- Výrobky a nedokončená výroba se oceňují vlastními náklady, které zahrnují přímé materiálové a mzdové náklady a výrobní režii.
- Rezervy jsou tvořeny v případě ztrát a rizik, kdy je možné s vysokou mírou pravděpodobnosti stanovit titul, výši a termín plnění.
- O najatém majetku účtuje společnost prostřednictvím leasingových splátek, které zahrnuje do nákladů.

4.2 Analýza účetních výkazů

V této části zaměřené na analýzu účetních výkazů společnosti KMOTR vymezím ty nejvýznamnější změny, které lze u této společnosti identifikovat z výkazů, díky čemuž nám bude umožněn souhrnnější pohled na hospodaření oceňované společnosti.

Rozvahu a výkaz zisku a ztrát jsem podrobila horizontální a vertikální analýze, přičemž plnou verzi těchto analýz lze nalézt v příloze práce. Tato práce neobsahuje teoretickou část zaměřenou na finanční analýzu, jelikož považuji tuto část, v souladu s cílem práce, za nadbytečnou. V závěru práce lze ovšem najít podkapitolu, kde jsou uvedeny použité vzorce.

V následující tabulce jsou zobrazeny ty nejvýznamnější hodnoty, které v rámci aktiv a pasiv vykazuje společnost KMOTR a.s.. Tyto položky byly vybrány z toho důvodu, že u nich mezi lety 2010 – 2015 došlo k nejvýznamnějším změnám a je třeba, aby si čtenář mohl udělat prvotní představu o finanční situaci společnosti Kmotr.

Tabulka č. 26: Vybrané položky z rozvahy – 2010 – 2015 (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
AKTIVA	255 580	278 419	264 676	301 531	287 406	297 968
DLOUHODOBÝ MAJETEK	111 493	115 070	104 646	149 824	149 251	150 702
Dlouhodobý nehmotný majetek	979	708	353	96	188	382
Dlouhodobý hmotný majetek	110 514	114 362	104 293	149 728	149 063	150 320
OBĚŽNÁ AKTIVA	143 082	162 685	159 546	151 247	137 667	146 891
Zásoby	35 416	44 525	48 616	46 198	45 584	44 730
Krátkodobé pohledávky	97 586	116 203	109 419	96 867	87 670	82 905
Krátkodobý finanční majetek	10 080	1 957	1 511	8 182	4 413	19 256
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	1 005	664	484	460	488	375
PASIVA	255 580	278 419	264 676	301531	287 406	297 968
VLASTNÍ KAPITÁL	167 662	118 567	125 000	137 341	157 183	164 318
Základní kapitál	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000
RF, NF a ostatní fondy ze zisku	6 042	8 595	8 595	8 595	8 595	8 595
Výsledek hospodaření minulých let	89 559	48 067	88 972	94 969	107 746	107 576
Výsledek hospodaření běžného období	51 061	40 905	6 433	12 777	19 842	27 147
CIZÍ ZDROJE	87 918	159 852	139 676	164 190	130 223	133 650
Rezervy	11 015	1 732	1 529	1 540	2 565	8 472
Dlouhodobé závazky	6 066	6 292	6 018	5 249	5 357	6 337
Krátkodobé závazky	65 837	96 414	96 430	134 446	95 488	93 882
Bankovní úvěry a výpomoci	5 000	55 414	35 699	22 955	26 813	24 959

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s.

Nejprve bych se zaměřila na položky dlouhodobého hmotného majetku. Pozemky jsou každým rokem ve stejné výši, ovšem u staveb dochází k navýšení. V roce 2014 došlo k nárůstu této položky, a to z důvodu investice společnosti do nového krájecího a balicího centra. Díky této investici dochází i ke změně poměru mezi dlouhodobým majetkem a oběžnými aktivy v rámci celkových aktiv, kdy od roku 2013 je tento poměr cca 50:50. Tuto skutečnost ilustruje tabulka č. 28 a graf č. 17.

Tabulka č. 27: Struktura dlouhodobého hmotného majetku – 2010 – 2015 (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Dlouhodobý hmotný majetek	110 514	114 362	104 293	149 728	149 063	150 320
Pozemky	1 448	1 448	1 448	1 448	1 448	1 448
Stavby	69 700	72 079	70 253	68 364	111 513	108 813
SMV a soubory movitých věcí	39 366	38 932	29 830	20 601	34 472	34 016
Nedokončený DHM	0	1 903	2 762	59 047	1 630	5 987
Poskytnuté zálohy na DHM	0	0	0	268	0	56

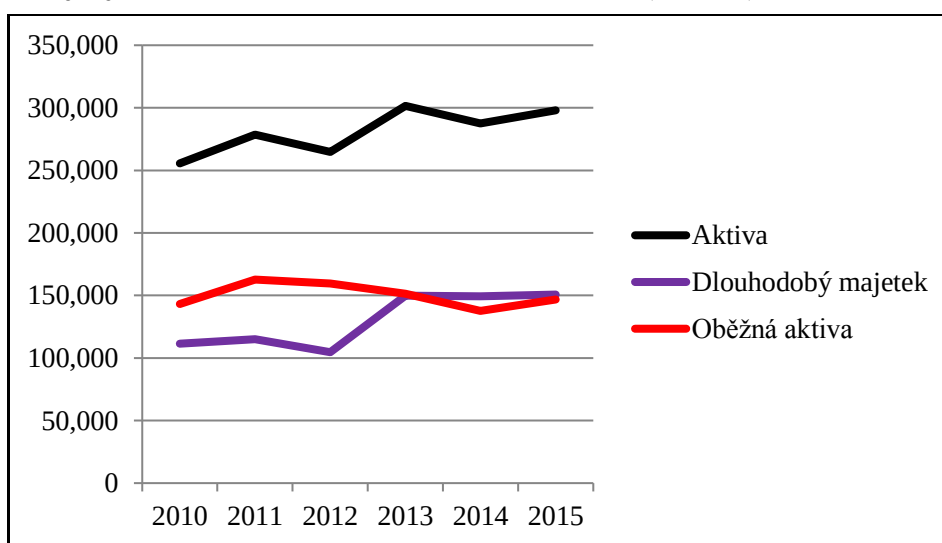
Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s.

Tabulka č. 28: Poměr DM a OA v rámci aktiv – 2010 – 2015 (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Aktiva	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Dlouhodobý majetek	43,62%	41,33%	39,54%	49,69%	51,93%	50,58%
Oběžná aktiva	55,98%	58,43%	60,28%	50,16%	47,90%	49,30%
Časové rozlišení	0,39%	0,24%	0,18%	0,15%	0,17%	0,13%

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s.

Graf č. 17: Vývoj OA a DM v rámci aktiv v letech 2010 -2015 (v tis. Kč)



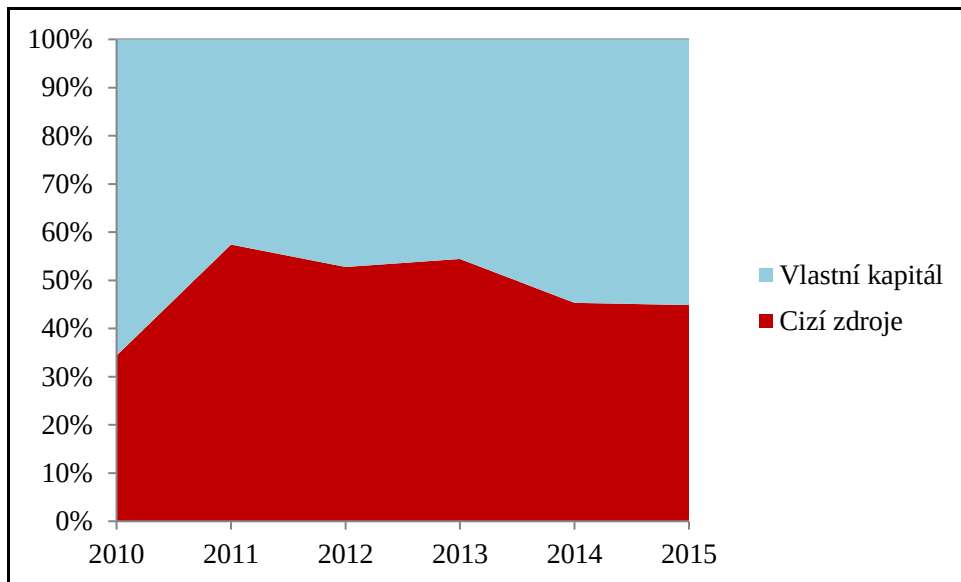
Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní zpracování

V oblasti oběžných aktiv nedochází k příliš velkým změnám, zásoby jsou v průběhu let na poměrně konstantní úrovni, ovšem u pohledávek z obchodních vztahů dochází každým rokem k poklesu. Zda lze toto snižování považovat, jako veskrze pozitivní jev budu moci říci až dále v souvislosti s ukazatelem doby obratu pohledávek, kde budu moci s větší jistotou říci, že je to pro společnost dobré. Krátkodobý finanční majetek jako celek netvoří příliš významnou část v rámci aktiv a zřejmě už zde značí potíže, které si později budeme moci potvrdit v rámci ukazatele okamžité likvidity. Již v rámci vertikální analýzy lze vysledovat, že krátkodobý finanční majetek tvoří pouze zanedbatelné procento z celkové sumy.

V rámci analýzy oblasti pasiv bych se chtěla zaměřit zejména na rozložení vlastního a cizího kapitálu v rámci celkových pasiv, dále na využití bankovního úvěru a samozřejmě na ziskovost společnosti Kmotr.

Vývoj poměru vlastního kapitálu vůči cizímu kapitálu v rámci pasiv je zobrazen v grafu č. 18, kde lze názorně vidět, že v roce 2011 došlo k nárůstu cizího kapitálu. V tomto roce si společnost přibrala krátkodobý bankovní úvěr, který změnil poměr využití zdrojů v podniku. Od tohoto roku dochází ke splácení úvěru, tudíž k poklesu cizích zdrojů.

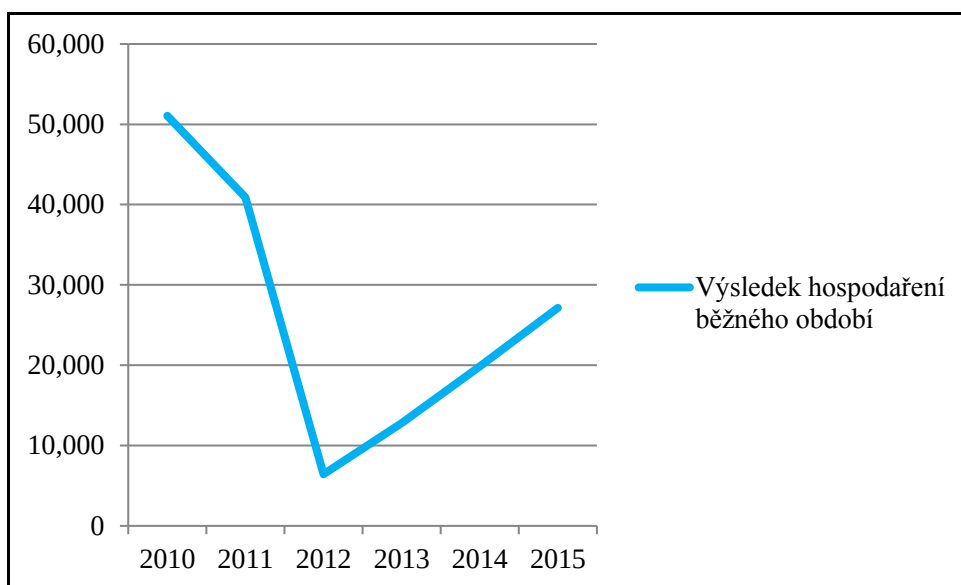
Graf č. 18: Vývoj VK a CZ v rámci pasiv mezi lety 2010 – 2015 (v %)



Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní zpracování

Pokud pohlédneme na graf č. 19, který nám mapuje vývoj výsledku hospodaření za běžné období, je nutné říci, proč došlo v roce 2012 k tak rapidnímu poklesu zisku. Absolutně se jednalo o pokles ze 40 005 tis. v roce 2011 na 6 433 tis. v roce 2012. Příčinou byl výrazný nárůst cen vstupních surovin.

Graf č. 19: Vývoj EAT mezi lety 2010 – 2015 (v tis. Kč)



Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s.

Po zmínění zásadních poznatků v rámci analýzy rozvahy bych se přesunula k analýze výkazu zisku a ztrát, čímž doplním předešlé informace.

V rámci výkazu zisku a ztrát bych navázala na předchozí část, kde bylo řečeno, že společnost Kmotr se potýkala v roce 2012 s významným nárůstem nákladů na vstupní suroviny, které postihlo celý sektor. Vývoj významných položek je v tabulce č. 29.

Společnost si mezi lety 2011/2012 udržela přibližně stejnou výši tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb, u tržeb za prodej zboží došlo dokonce ke zvýšení, ovšem i přesto došlo v roce 2012 k rapidnímu snížení zisku. Příčinu lze vidět ve zvýšení výkonové spotřeby, zejména ve spotřebě materiálu a energie. Toto se zároveň projevilo ve snížení přidané hodnoty.

V dalších letech došlo k postupnému vyrovnání s předchozími problémy. Od roku 2013 nastal pozvolný nárůst, jak přidané hodnoty, tak i zisku. U společnosti nedošlo během let ke změnám ve výši tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb, ovšem jak můžeme vidět, oblast nákladů významně ovlivňovala zisk v průběhu let. V roce 2015 můžeme konstatovat, že se společnost dostala v rámci nákladů na spotřebu na přijatelnou výši, kdy je schopna generovat zisk.

Tabulka č. 29: Přehled vybraných položek z výkazu zisku a ztrát – 2010 – 2015 (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby za prodej zboží	79 824	84 459	95 036	90 175	86 344	84 965
Náklady vynaložené na prodané zboží	61 892	67 588	77 850	73 548	69 224	66 767
Obchodní marže	17 932	16 871	17 186	16 627	17 120	18 198
Výkony	521 832	552 114	546 645	525 450	552 620	525 823
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	527 668	544 536	540 610	527 801	551 898	526 642
Výkonová spotřeba	413 535	455 488	485 406	459 816	465 626	418 397
Spotřeba materiálu a energie	366 913	406 586	438 303	414 690	419 188	362 386
Služby	46 622	48 902	47 103	45 126	46 438	56 011
Přidaná hodnota	126 229	113 497	78 425	82 261	104 114	125 624
Provozní výsledek hospodaření	65 800	51 683	10 243	19 670	24 774	37 169
Finanční výsledek hospodaření	-2 610	-1 055	-2 030	-3 645	-171	-2 073
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	51 061	40 905	6 433	12 777	19 842	27 147

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s.

V souvislosti s poklesem přidané hodnoty v roce 2012 je více než vhodné pohlédnout na to, jak se vyvíjel ukazatel produktivity práce. Jak jsme mohli předvídat, u tohoto ukazatele došlo v roce 2012 k poklesu, ovšem od té doby se produktivita práce stále zvyšuje, což je pro podnik pozitivní. Dále lze v tabulce č. 30 vidět i vývoj počtu zaměstnanců, kdy v roce 2014 společnost zaměstnala navíc 75 lidí oproti předchozímu roku, tento krok byl zřejmě díky investici do nového krájecího centra a balicí linky. Na tuto novou oblast potřeboval podnik novou pracovní sílu.

Tabulka č. 30: Vývoj počtu zaměstnanců a ukazatele produktivity práce (v tis. Kč¹⁸)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Počet zaměstnanců	150	150	150	150	225	225
Přidaná hodnota	126 229	113 497	78 425	82 261	104 114	125 624
Osobní náklady	48 500	50 862	52 154	51 505	63 262	68 905
Produktivita práce	2,60	2,23	1,50	1,60	1,65	1,82

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní výpočty

¹⁸ v tis. Kč – výjimka u položky počtu zaměstnanců

Vertikální analýza výkazu zisku a ztrát pouze dokresluje výše řečené. Přidaná hodnota se vůči tržbám vyvíjí od „krizového“ roku 2012 pozitivním směrem. To samé lze říci o nákladové položce spotřeby materiálu a energie, u které od roku 2012 zaznamenáváme pokles podílu na tržbách. V důsledku toho dochází ke zvýšení podílu zisku na tržbách. Z hlediska finančního výsledku hospodaření zde nelze mluvit o významných pohybech mezi lety 2010 až 2015.

Tabulka č. 31: Vertikální analýza výkazu zisku a ztrát – 2010 – 2015 (v %)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby za prodej zboží	15,13%	15,51%	17,58%	17,09%	15,64%	16,13%
Náklady vynaložené na prodané zboží	11,73%	12,41%	14,40%	13,93%	12,54%	12,68%
Obchodní marže	3,40%	3,10%	3,18%	3,15%	3,10%	3,46%
Výkony	98,89%	101,39%	101,12%	99,55%	100,13%	99,84%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-1,11%	1,33%	0,96%	-0,57%	-0,14%	-0,51%
Aktivace	0,00%	0,06%	0,15%	0,12%	0,27%	0,35%
Výkonová spotřeba	78,37%	83,65%	89,79%	87,12%	84,37%	79,45%
Spotřeba materiálu a energie	69,53%	74,67%	81,08%	78,57%	75,95%	68,81%
Služby	8,84%	8,98%	8,71%	8,55%	8,41%	10,64%
Přidaná hodnota	23,92%	20,84%	14,51%	15,59%	18,86%	23,85%
Osobní náklady	9,19%	9,34%	9,65%	9,76%	11,46%	13,08%
Mzdové náklady	6,61%	6,73%	6,97%	7,16%	8,16%	9,28%
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	0,02%	0,03%	0,02%	0,02%	0,28%	0,29%
Náklady na SZ a ZP	2,22%	2,19%	2,38%	2,33%	2,77%	3,22%
Sociální náklady	0,34%	0,39%	0,28%	0,24%	0,26%	0,29%
Daně a poplatky	0,16%	0,19%	0,23%	0,24%	0,24%	0,27%
Odpisy DNM a DHM	2,44%	2,63%	2,70%	2,60%	2,48%	2,57%
Tržby z prodeje DM a materiálu	0,52%	0,26%	0,27%	0,31%	0,22%	0,17%
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0,12%	0,00%	0,02%	0,01%	0,00%	0,02%
Tržby z prodeje materiálu	0,40%	0,26%	0,25%	0,30%	0,21%	0,14%
Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	0,37%	0,20%	0,23%	0,25%	0,15%	0,08%
Zůstatková cena prodaného DM	0,00%	0,00%	0,02%	0,00%	0,00%	0,00%
Prodaný materiál	0,00%	0,20%	0,20%	0,25%	0,15%	0,08%
Změna stavu rezerv, OP, komplex. N	-0,22%	-0,85%	-0,01%	0,00%	-0,11%	0,90%
Ostatní provozní výnosy	0,35%	0,21%	0,21%	1,15%	0,29%	0,52%
Ostatní provozní náklady	0,38%	0,32%	0,30%	0,47%	0,66%	0,58%
Provozní výsledek hospodaření	12,47%	9,49%	1,89%	3,73%	4,49%	7,06%
Výnosové úroky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Nákladové úroky	0,16%	0,10%	0,11%	0,05%	0,08%	0,05%
Ostatní finanční výnosy	0,53%	0,63%	0,74%	0,46%	0,30%	0,30%
Ostatní finanční náklady	0,86%	0,72%	1,01%	1,10%	0,25%	0,65%
Finanční výsledek hospodaření	-0,49%	-0,19%	-0,38%	-0,69%	-0,03%	-0,39%
Daň z příjmů za běžnou činnost	2,30%	1,79%	0,33%	0,62%	0,86%	1,51%
Daň z příjmů za běžnou činnost - splatná	2,18%	1,74%	0,38%	0,76%	0,84%	1,32%
Daň z příjmů za běžnou činnost - odložená	0,12%	0,04%	-0,05%	-0,15%	0,02%	0,19%
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	9,68%	7,51%	1,19%	2,42%	3,60%	5,15%
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	9,68%	7,51%	1,19%	2,42%	3,60%	5,15%
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	11,98%	9,30%	1,52%	3,04%	4,46%	6,66%

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní výpočty

4.3 Analýza poměrových ukazatelů

Po shrnutí podstatných informací, které lze vyčíst z účetních výkazů o společnosti KMOTR a.s. bych se přesunula k okomentování poměrových ukazatelů, které jsem vypočetla na základě dat z účetních výkazů. Přehled použitých vzorců lze nalézt v samostatné kapitole v závěru práce.

Na úvod této kapitoly bych ráda podotkla, že u poměrových ukazatelů již nejde o pouhé konstatování o výši hodnoty dané položky a hledání příčiny v „zákulisí“ podniku, tedy v nákupu stroje, přijetí bankovního úvěru, či investice do nové výrobní linky. V oblasti analýzy poměrových ukazatelů je toto pouze začátek, od kterého se posouváme dále. Je zde mnohem důležitější důraz na zasazení do kontextu, a to jak v rámci předchozí analýzy účetních výkazů, tak v rámci doporučených hodnot, ať už obecných či v rámci odvětví. Neméně důležité je také srovnání s konkurencí, jelikož pokud bychom prostorové srovnání v této části vynechali, mohli bychom opomenout či přijít o důležitou informaci o oceňované společnosti.

• Ukazatele rentability

Prvními poměrovými ukazateli, které zmíním v této práci, budou ukazatele rentability. Z hlediska těchto maximalizačních ukazatelů měl u společnosti KMOTR a.s. významný vliv rapidní pokles zisku, který v roce 2012 ochromil tento podnik a negativně se projevil na ukazatelích výnosnosti. Od tohoto roku dochází k postupnému vyrovnání se s nepříznivými podmínkami roku 2012, přičemž nyní podnik dosahuje rentability vlastního kapitálu 16,52 % a rentability tržeb 4,44 %. Právě tyto dva ukazatele jsem podrobila srovnání s konkurencí, které nabízí graf č. 20 a graf č. 21.

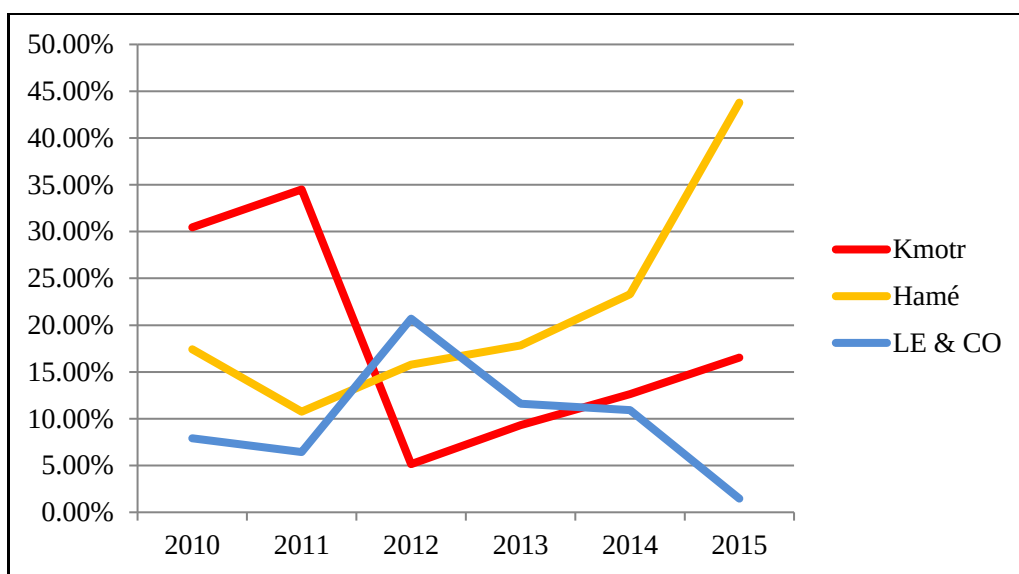
Tabulka č. 32: Ukazatele rentability společnosti Kmotr - 2010 – 2015 (v %)

UKAZATELE RENTABILITY						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ROE	30,45%	34,50%	5,15%	9,30%	12,62%	16,52%
ROA	19,98%	14,69%	2,43%	4,24%	6,90%	9,11%
ROS	8,41%	6,50%	1,01%	2,07%	3,11%	4,44%
ROCE	26,91%	22,47%	3,82%	7,65%	10,34%	13,30%

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní zpracování

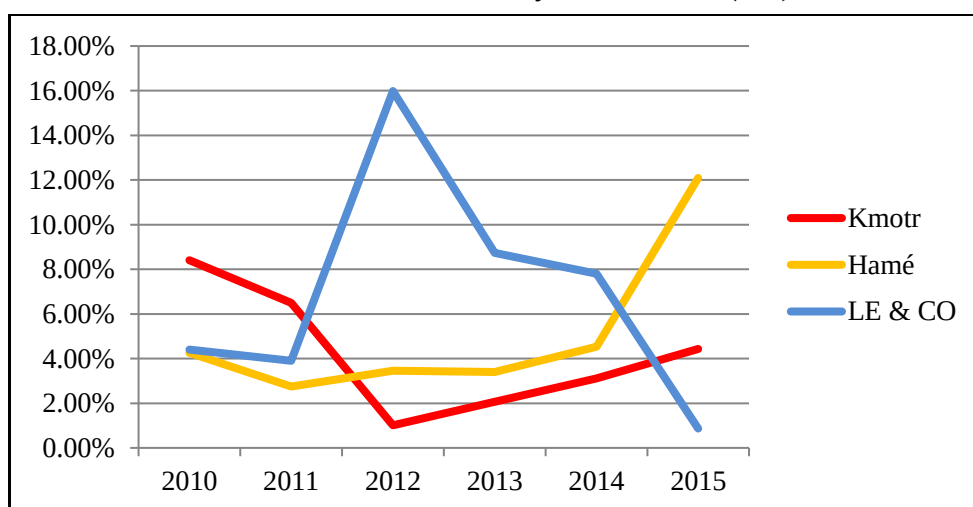
Ve srovnávacích grafech s konkurencí můžeme narazit na zajímavý úkaz, a to ten, že společnost Hamé a LE & CO se vyrovnala s krizí v roce 2012 mnohem lépe nežli společnost KMOTR, ba naopak u konkurentů došlo k nárůstu, a to jak u společnosti Hamé, tak i u společnosti LE & CO. Hypotézu, kterou bych postavila za tuto událost, je dle mého názoru skutečnost, že konkurenční firmy oceňované společností obsluhují z části i jiné segmenty potravinářského průmyslu, oproti společnosti KMOTR, která naopak vyrábí převážně salámy, a tudíž je mnohem více náchylná na jakékoli změny cen vstupních surovin v masném průmyslu.

Graf č. 20: Rentabilita vlastního kapitálu – srovnání s konkurenty - 2010 – 2015 (v %)



Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., společnosti Hamé s.r.o. a společnosti LE & CO - Ing. Jiri Lenc, s.r.o., vlastní zpracování

Graf č. 21: Rentabilita tržeb – srovnání s konkurenty - 2010 – 2015 (v %)



Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., společnosti Hamé s.r.o. a společnosti LE & CO - Ing. Jiri Lenc, s.r.o., vlastní zpracování

• Ukazatele likvidity

Z hlediska likvidity bych charakterizovala strategii společnosti Kmotr jako riskantnější. Toto tvrzení mohu podložit dvěma hledisky. Jako první lze porovnat ukazatele likvidity společnosti Kmotr s obecně doporučenými hodnotami. Druhým hlediskem jsou hodnoty získané na webových stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu, a to přesněji hodnoty za odvětví celkem – Výroby potravinářských výrobků.

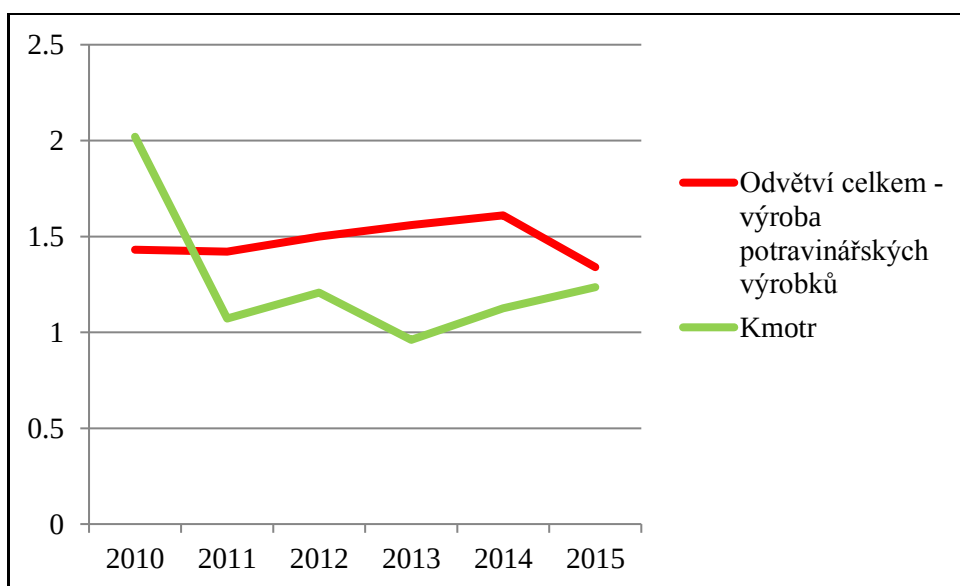
Při srovnání s doporučeným rozmezím, které je uvedeno v tabulce č. 33 společně s hodnotami společnosti Kmotr, lze konstatovat, že ve všech třech oblastech se společnost nachází pod doporučeným rozmezím, ale od roku 2013 se těmto hodnotám přibližuje stále více, což je pro společnost dobré.

Tabulka č. 33: Ukazatele likvidity společnosti Kmotr - 2010 – 2015

UKAZATELE LIKVIDITY							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Doporučené rozmezí
Celková likvidita	2,02	1,07	1,21	0,96	1,13	1,24	1,5 – 2,5
Pohotová likvidita	1,52	0,78	0,84	0,67	0,75	0,86	1
Okamžitá likvidita	0,14	0,01	0,01	0,05	0,04	0,16	0,2

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní zpracování

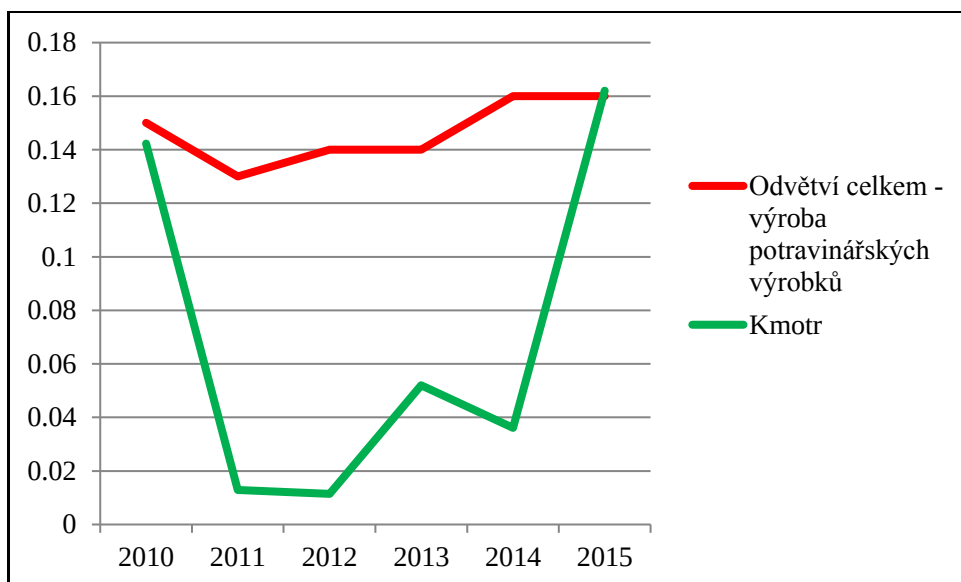
Graf č. 22: Srovnání celkové likvidity společnosti Kmotr X hodnoty za odvětví – výroba potravinářských výrobků



Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., MPO – (<https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/>) , vlastní zpracování

V grafu č. 22 a č. 23 je vyobrazeno srovnání celkové a okamžité likvidity společnosti Kmotr a hodnot za odvětví – Výroba potravinářských výrobků. I zde se nám potvrzuje, že společnost se nachází mimo obvyklé hodnoty. Ovšem u hodnot okamžité likvidity můžeme vidět, že odvětví jako celek se pohybuje pod hodnotou 0,2, která je obecně doporučovaná, tudíž můžeme usuzovat, že v odvětví jako celku je charakteristická nižší hodnota okamžité likvidity. To ale nic nemění na tom, že společnost Kmotr se nachází ještě pod těmito odvětvovými hodnotami. Společnost Kmotr se nízkým krátkodobým finančním majetkem vystavuje riziku nemožnosti splatit právě splatné dluhy.

Graf č. 23: Srovnání okamžité likvidity společnosti Kmotr X hodnoty za odvětví – výroba potravinářských výrobků



Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., MPO – (<https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/>), vlastní zpracování

• Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity sdělují informaci o tom, kolik dní trvá, než se daná položka přemění na tržby, zde jsem tedy použila výpočet ukazatelů aktivity ve formě dnů obratu.

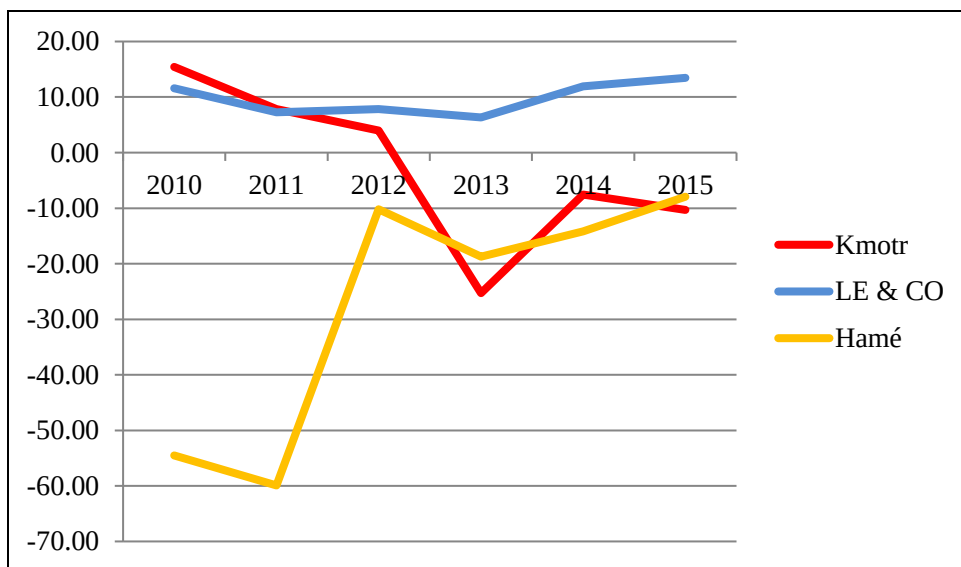
Tabulka č. 34: Ukazatele aktivity společnosti Kmotr - 2010 – 2015 (počet dnů)

UKAZATELE AKTIVITY						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Doba obratu aktiva	153,56	161,56	151,98	178,10	164,36	177,82
Doba obratu dlouhodobého majetku	66,99	66,77	60,09	88,49	85,35	89,94
Doba obratu zásob	21,28	25,84	27,92	27,29	26,07	26,69
Doba obratu pohledávek	58,63	67,43	62,83	57,21	50,14	49,48
Doba obratu závazků	43,20	59,60	58,83	82,51	57,67	59,81

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní zpracování

U doby obratu pohledávek a doby obratu závazků je důležité hledět na to, jakou mají výši vůči sobě navzájem, tudíž je vhodné využít ukazatel obchodního deficitu, který lze vypočítat jako rozdíl doby obratu pohledávek a doby obratu závazků. Pro přehlednost je vývoj obchodního deficitu společnosti KMOTR zobrazen v grafu č. 24 zároveň i s vývojem obchodního deficitu u vybraných konkurentů.

Graf č. 24: Obchodní deficit – srovnání s konkurenty - 2010 – 2015 (ve dnech)

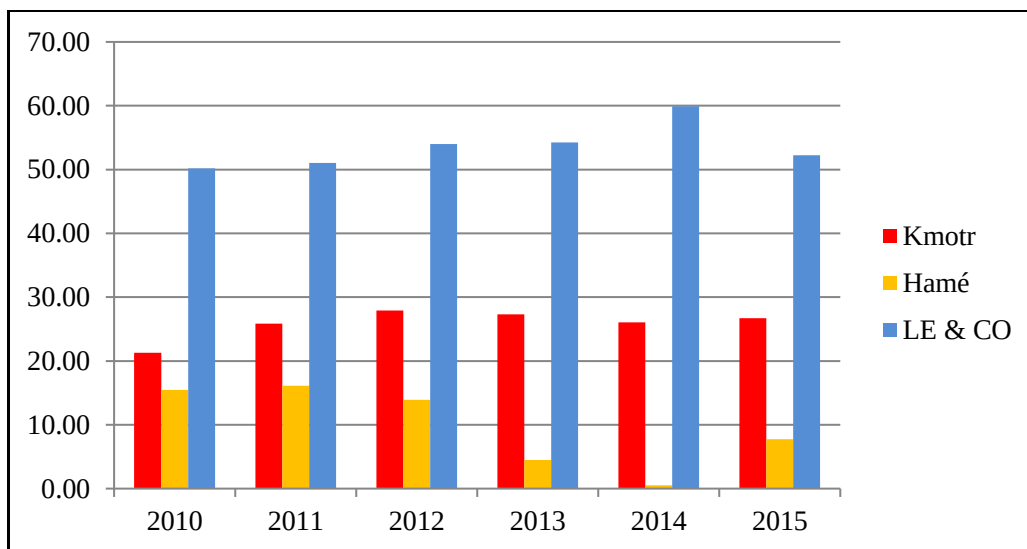


Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., společnosti Hamé s.r.o. a společnosti LE & CO - Ing. Jiri Lenc, s.r.o., vlastní zpracování

Doba obratu pohledávek a doba obratu závazků by se měla přibližně rovnat. Doba obratu pohledávek nám říká, kolik dní společnost čeká na úhradu od svých odběratelů, naopak doba obratu závazků nám říká, kolik dní trvá společnosti, než uhradí své závazky.¹⁹ U společnosti Kmotr můžeme vidět, že od roku 2013 se obchodní deficit pohybuje v záporných číslech, což může značit nedostatek zdrojů u oceňované společnosti. Tato skutečnost je provázaná s faktem, že společnost má nízký podíl hotovostních prostředků.

Doba obratu zásob se u společnosti KMOTR a.s. drží mezi 21 až 27 dny, přičemž mezi lety různě kolísá. Tuto výši bych hodnotila jako vhodnou z hlediska toho, že zásoby se ve společnosti otočí přibližně každý měsíc a zejména, že nedochází k nepředvídatelným výkyvům, které by pro společnost mohly být negativní. I přesto, že předmětem činnosti firmy jsou výrobky, které mají i delší dobu trvanlivosti, je dobré mít na paměti, že se pohybujeme v potravinářském průmyslu a příliš vysoké doby obratu zásob by nebyly pro společnost dobrým ukazatelem.

Graf č. 25: Doba obratu zásob – srovnání s konkurenty - 2010 – 2015 (ve dnech)



Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., společnosti Hamé s.r.o. a společnosti LE & CO - Ing. Jiri Lenc, s.r.o., vlastní zpracování

¹⁹<http://www.finanalysis.cz/pouzite-pomerove-ukazatele.html>

• Ukazatele zadluženosti

Společnost KMOTR a.s. využívá z hlediska financování nejen vlastní, ale i cizí zdroje. V roce 2011 si podnik vzal krátkodobý bankovní úvěr, čímž došlo ke zvýšení celkové zadluženosti oproti roku 2010 z 34,40 % na 57,41 %. Tento podíl zadlužení je ovšem v normě, jelikož celková zadluženost by se měla pohybovat mezi 30-60 %, přičemž zajisté závisí na záměru podniku. U oceňované společnosti ale vidíme, že využití cizích zdrojů vůči vlastním je vhodné, vzhledem k tomu, že tento poměr kolísá mezi 44 % - 57 %, přičemž postupem časem se tento poměr spíše snižuje vlivem splácení bankovního úvěru.

U ukazatele úrokového krytí lze vidět, že společnost nemá problém se splácením úroků z úvěru, a to pouze z čerpání zisku, jakožto zdroje. Kdy v roce 2015 dosahuje tento ukazatel výše 144, což znamená, že zisk převyšuje 144x výši nákladových úroků. Tento fakt je zajisté pozitivem pro podnik.

Posledním podstatným momentem v oblasti ukazatelů zadluženosti, který bych chtěla zmínit je finanční páka. Finanční páka je podstatný ukazatel z hlediska toho, že nám propojuje využití cizích zdrojů s rentabilitou podniku. Výhodnost finanční páky můžeme vidět zejména mezi lety 2010/2011, kdy si společnost vzala krátkodobý bankovní úvěr, díky čemuž došlo ke zvýšení cizích zdrojů v rámci celkové bilanční sumy a zároveň ke zvýšení rentability vlastního kapitálu ze 30,45 % v roce 2010 na 34,50 % v roce 2011. V dalších letech se dle mého názoru efekt finanční páky příliš neprojevil, jelikož v roce 2012 došlo k prudkému poklesu zisku, vzhledem k již výše řečeným důvodům, proto nemohlo dojít v dalších letech k plnému využití efektu finanční páky. Díky splácení bankovního úvěru a tím poklesu cizích zdrojů dochází od roku 2013 k poklesu výše finanční páky.

Tabulka č. 35: Ukazatele zadluženosti společnosti Kmotr - 2010 – 2015

UKAZATELE ZADLUŽENOSTI						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Celková zadluženost	34,40%	57,41%	52,77%	54,45%	45,31%	44,85%
Ukazatel úrokového krytí I.	75,23	88,82	13,40	57,23	59,00	144,43
Finanční páka	1,52	2,35	2,12	2,20	1,83	1,81

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní zpracování

• IN 05 index

Na závěr finanční analýzy, nežli přikročím k souhrnnému konstatování o finanční situaci společnosti, bych ráda ještě uvedla IN 05 index²⁰ aplikovaný na data společnosti KMOTR a.s., jelikož si myslím, že je třeba u každé finanční analýzy aplikovat některý model, který souhrnně hodnotí finanční situaci podniku. Tento ukazatel zahrnuje všechny mnou uvedené poměrové ukazatele, přičemž si z každého bere určitého reprezentanta, a to jak z ukazatele rentability, likvidity, aktivity i zadluženosti.

Výsledek z indexu IN 05 můžeme zařadit do 3 pásem. První je v intervalu $< 1,6 - \infty >$, přičemž podnik zařazený do tohoto pásma tvoří dle kritérií indexu hodnotu. Pokud lze hodnotu zařadit do intervalu $< 0,9 - 1,6 >$ nachází se podnik v šedé zóně, a následně pokud je index menší než 0,9, tak dle kritérií hodnotu netvoří.

Souhrnný model ukázal dle mého názoru zajímavou skutečnost, a to, že i přesto, že se podnik v roce 2012 potýkal s problémy, tak se nacházel dle tohoto indexu v šedé zóně. Zbylé roky je ovšem možné zařadit společnost KMOTR a.s. do pásma, kde podnik tvoří hodnotu. Tímto bych chtěla zdůraznit, že je velmi důležité pohlížet na podnik také komplexně. Významný vliv má ve výsledku ukazatele výše úrokového krytí, které od roku 2012 roste díky ziskovosti společnosti.

Tabulka č. 36: IN 05 index společnosti Kmotr - 2010 – 2015

IN 05 index	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Dílčí výpočty:						
A/CZ	2,91	1,74	1,89	1,84	2,21	2,23
ROA	0,25	0,18	0,03	0,05	0,09	0,12
Obrat aktiv	2,38	2,26	2,40	2,05	2,22	2,05
Celková likvidita	2,02	1,07	1,21	0,96	1,13	1,24
Ukazatel úrokového krytí I.	75,23	88,82	13,40	57,23	59,00	144,43
Dílčí výpočty:						
A/CZ * 0,13	0,38	0,23	0,25	0,24	0,29	0,29
ROA * 3,97	0,98	0,72	0,12	0,21	0,34	0,47
Obrat aktiv * 0,21	0,50	0,47	0,50	0,43	0,47	0,43
Celková likvidita* 0,09	0,18	0,10	0,11	0,09	0,10	0,11
Ukazatel úrokového krytí I. * 0,04	3,01	3,55	0,54	2,29	2,36	5,78
IN 05	5,05	5,07	1,52	3,26	3,55	7,08

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní zpracování

²⁰<http://www.businessvize.cz/financni-analyza/in05-bankroti-index-z-ceska-ktery-funguje-na-ceske-firmy>

4.4 Souhrnný pohled – finanční analýza

V této části shrnu nejpodstatnější fakta z finanční analýzy společnosti KMOTR – Masna Kroměříž a.s., a zároveň dospěji k závěru, zda lze podnik označit jako *going concern* či nikoliv.

V tabulce č. 37 jsem shrnula hlavní pozitiva a negativa, která jsem zjistila o podniku KMOTR z finanční analýzy. Pozitiva výrazně převyšují negativa, přičemž negativa nejsou z hlediska závažnosti ohrožující existenci podniku, vzhledem k tomu, že např. ukazatel okamžité likvidity se mírně navyšuje a do budoucna předpokládám dosažení doporučených hodnot.

Tabulka č. 37: Závěry z finanční analýzy

<u>Závěry z finanční analýzy</u>	
Pozitivní	+ od „krizového“ roku 2012 růst ziskovosti + efektivní využívání vlastních a cizích zdrojů (pravidlo vyrovnaného rizika) + investice do krájecího a balicího centra + zvýšení počtu zaměstnanců + index IN 05 – od roku 2013 podnik tvoří hodnotu
Negativní	– výše krátkodobého finančního majetku (nízká likvidita) – od roku 2013 záporný obchodní deficit

Zdroj: vlastní tvorba

Z výše uvedeného bych shrnula, že u společnosti lze předpokládat pokračování do budoucna, tudíž dochází ke splnění *going concern*.

5. Generátory hodnoty

V této kapitole budou nejprve vymezena aktiva, která jsou pro podnik potřebná z hlediska jeho fungování. Z tohoto vymezení bude vyplývat výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření, který představuje výsledek tvořený pouze provozně potřebným investovaným kapitálem.

V dalších kapitolách se již budu zabývat generátory hodnoty, a to nejprve tržbami, ziskovou marží a následně investicemi do provozně potřebného pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku.

Vymezení generátorů hodnoty je důležité z toho důvodu, že představují pilíře, jež určují hodnotu podniku a neposledně jsou odrazovým můstkem pro sestavení finančního plánu podniku. V závěru této kapitoly bude provedena analýza rentability provozně nutného majetku.

5.1 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

• Dlouhodobý majetek

Finanční výkazy společnosti KMOTR neobsahují v průběhu analyzovaných let žádný dlouhodobý finanční majetek, který bývá většinou položkou, o které lze diskutovat, že ji můžeme zařadit do provozně nepotřebného majetku.

Zbývající část dlouhodobého majetku je tvořena dlouhodobým majetkem nehmotným a hmotným. V této části bych zařadila kompletní celek do provozně potřebných aktiv. Dlouhodobý nehmotný majetek obsahuje v roce 2015 pouze software a v rámci majetku hmotného můžeme najít nejvýznamnější položky v pozemcích, stavebách a samostatných movitých věcech. Pozemky mají mezi lety 2010 až 2015 konstantní výši, tudíž lze předpokládat, že se jedná o pozemky, na kterých stojí výrobní hala společnosti a nedošlo tudíž k přikoupení nevyužitých pozemků.

Dlouhodobý majetek bude tedy celý považován za provozně potřebný.

• Oběžná aktiva

Zásoby budu považovat v celém svém rozsahu za provozně nutné. Důvody jsou následující, již v rámci finanční analýzy jsem zjistila, že doba obratu zásob se drží v rámci analyzovaných let 2010 až 2015 na poměrně konstantní výši, což vypovídá o efektivním řízení zásob.

Pohledávky vykazuje společnost KMOTR pouze krátkodobé, tudíž zde bych se také uchýlila ke konstatování, že se jedná v celém rozsahu o provozně nutné položky.

V rámci krátkodobého finančního majetku eviduje společnost KMOTR peníze a účty v bankách. V momentální situaci v roce 2015 se podnik dostal z hlediska peněžních prostředků na doporučené hodnoty okamžité likvidity, ovšem v minulých letech měl podnik s okamžitou likviditou značné problémy (hodnoty i okolo 0,02), díky čemuž se mohla společnost dostat do nepříznivé situace tím, že by nebyla schopna splatit právě splatné dluhy. Proto i pro budoucí roky předpokládám, že provozně nutná výše peněžních prostředků setrvá na doporučené výši likvidity, kterou je 0,2 a do roku 2019 se navýší na hodnotu 0,23.

Oběžná aktiva budu tedy stejně jako dlouhodobý majetek považovat v celém rozsahu za provozně potřebná.

5.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Korigovaný provozní výsledek hospodaření respektuje rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná. Vzhledem k tomu, že jsem u společnosti KMOTR definovala všechna aktiva, jako provozně potřebná, nastává otázka, jak bude vymezen tento korigovaný provozní výsledek hospodaření.

Pilířem pro výpočet KPVH je provozní výsledek hospodaření, který jsem nadále upravovala. První předpoklad, z kterého jsem vycházela, je to, že pokud společnost prodala dlouhodobý majetek či materiál, zřejmě pro společnost nebyl provozně potřebný. Proto jsem očistila provozní VH o zisk či ztrátu z prodeje tohoto DM a materiálu, jak lze vidět v tabulce č. 38. Při dalších úpravách jsem vycházela z toho, že je třeba očistit provozní VH o finanční náklady související s provozně potřebným majetkem a naopak přičíst výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného majetku.²¹

Závěrečnou položkou, která byla přičtena k provoznímu VH byly odpisy. Je to z toho důvodu, že v rámci prognózování ziskové marže budu využívat korigovaný provozní výsledek hospodaření před odpisy a daněmi, a to z toho důvodu, že odpisy budou analyzovány a prognózovány v rámci jiného generátoru hodnoty, kterým budou investice do dlouhodobého majetku.²²

Tabulka č. 38: Korigovaný provozní výsledek hospodaření před odpisy a daněmi (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Provozní výsledek hospodaření	65 800	51 683	10 243	19 670	24 774	37 169
Tržby z prodeje DM a materiálu	2 770	1 434	1 457	1 611	1 204	873
Zůstatková cena DM a materiálu	1 936	1 074	1 221	1 315	842	409
Výnosové úroky	1	16	1	0	0	0
Ostatní finanční výnosy	2 782	3 432	4 025	2 444	1 636	1 595
Ostatní finanční náklady	4 553	3 933	5 443	5 809	1 390	3 425
Odpisy	12 898	14 338	14 621	13 719	13 698	13 528
KPVH	76 094	65 176	23 211	29 728	38 356	48 403

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní zpracování

²¹Mařík, M.: *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy.* Praha, Ekopress 2011, str. 174.

²²Mařík, M.: *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy.* Praha, Ekopress 2011, str. 127.

5.3 GH – Tržby

Prognóza vývoje tržeb byla sestavena již v kapitole o strategické analýze. V tabulce č. 39 lze vidět vývoj tržeb za minulé období let 2010 – 2015 i přehled prognóz ve scénáři optimistickém, pesimistickém i ve střední variantě.

V rámci druhé fáze je tempo růstu tržeb v rámci pesimistického scénáře na úrovni 1,50%, ve střední variantě 2,50 % a v optimistickém scénáři 3,50 %. Tempo růstu tržeb pro druhou fázi je zvoleno tak, aby bylo pravděpodobné, že společnost bude moci navyšovat tržby donekonečna, tudíž je toto tempo nižší nežli v posledním roce 1. fáze.

Tabulka č. 39: Vývoj tržeb a tempa růstu za minulost + prognóza všech scénářů (v tis. Kč, v %)

		Pesimistický scénář		Střední varianta		Optimistický scénář	
	Rok	Tržby KMOTR (v tis. Kč)	Tempo růstu	Tržby KMOTR (v tis. Kč)	Tempo růstu	Tržby KMOTR (v tis. Kč)	Tempo růstu
MINULOST	2010	607 492	X	607 492	X	607 492	X
	2011	628 995	3,54%	628 995	3,54%	628 995	3,54%
	2012	635 646	1,06%	635 646	1,06%	635 646	1,06%
	2013	617 976	-2,78%	617 976	-2,78%	617 976	-2,78%
	2014	638 242	3,28%	638 242	3,28%	638 242	3,28%
	2015	611 607	-4,17%	611 607	-4,17%	611 607	-4,17%
PROGNÓZA	2016	621 343	1,59%	627 493	2,60%	632 968	3,49%
	2017	629 771	1,36%	642 550	2,40%	654 091	3,34%
	2018	636 953	1,14%	656 667	2,20%	674 708	3,15%
	2019	648 667	1,84%	675 729	2,90%	700 813	3,87%
	2.fáze	X	1,50%	X	2,50%	X	3,50%

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní zpracování

5.4 GH – Zisková marže

Po tržbách je dalším generátorem hodnoty zisková marže. Tato veličina zde bude vypočítána jako podíl korigovaného provozního zisku před daněmi a odpisy ku tržbám. KPVH zde využiji před odpočtem odpisů, a to z toho důvodu, že odpisy budou analyzovány a prognózovány v rámci generátoru hodnoty označeného jako investice do dlouhodobého provozně nutného majetku (podkapitola 5.6).

Důležité je také podotknout, že zde začíná moment, kdy se budu primárně věnovat výsledkům, které vycházejí ze scénáře tržeb označeného jako střední varianta, přičemž podstatné výsledky budou v příloze uvedeny i v rámci optimistického a pesimistického scénáře. Vzhledem k rozsahu, ale i přehlednosti práce soudím, že tato forma bude pro čtenáře nejprínosnější. Tam, kde to bude vhodné, zajisté zařadím srovnání podstatných závěrů v rámci střední, optimistické a pesimistické varianty.

Ziskovou marži budu predikovat na základě sladění prognózy shora i zdola. V rámci prognózy shora budou okomentovány hlavní faktory, které mají vliv na výši ziskové marže, přičemž do této kapitoly bude zahrnuto i srovnání ziskové marže spol. KMOTR vůči jeho hlavním konkurentům, kteří byli vymezeni již v rámci strategické analýzy. Toto srovnání bude za roky 2010 až 2015. Druhá prognóza ziskové marže, tedy prognóza zdola, analyzuje ziskovou marži pomocí podílu výnosových a nákladových položek vůči nadřazené položce, přičemž za tu já zvolím sumu tržeb z prodeje výrobků a služeb a tržeb z prodeje zboží.

Prognóza ZM – SHORA

Nežli přistoupím k prognóze ziskové marže shora, ráda bych poukázala na vývoj ziskové marže společnosti KMOTR za minulost, tedy za roky 2010 až 2015. Tento vývoj lze vidět v tabulce č. 40, kde je v roce 2012 patrný znatelný propad výše ziskové marže, což jak jsem již zmínila, bylo díky krizi v odvětví, které se u společnosti projevilo poklesem provozního VH. Od tohoto propadu je ovšem vývoj ziskové marže pozitivní, jelikož každým rokem roste.

Tabulka č. 40: Zisková marže – KMOTR (2010 – 2015), (v tis. Kč, v %)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
KPVH před odpisy a daní	76 094	65 176	23 211	29 728	38 356	48 403
Tržby - výrobky + zboží	607 492	628 995	635 646	617 976	638 242	611 607
Zisková marže	12,53%	10,36%	3,65%	4,81%	6,01%	7,91%

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní zpracování

Prognóza ziskové marže shora bude provedena na základě analýzy hlavních faktorů, které mají vliv na ziskovou marži. Tyto faktory vycházejí z modelu konkurenční struktury dle Portera.²³ Po komentářích k jednotlivým faktorům bude následovat shrnutí v tabulce, kde jsem každému faktoru přiřadila určitou výši bodů, z hlediska toho, zda má pozitivní či negativní vliv na výši ziskové marže.

- Konkurenti

V masném průmyslu obecně působí větší počet firem, nenajdeme zde společnost, která by držela např. ¼ celého trhu, spíše je zde více firem, které se snaží prosadit ve velké konkurenci. Tento faktor tudíž nepřeje růstu ziskové marže, přesto, ale u společnosti KMOTR můžeme vidět po krizovém roce 2012 růst této veličiny.

Z hlediska přímých konkurentů, jejichž ziskové marže za roky 2010 až 2015 lze vidět v tabulce č. 41 lze konstatovat, že společnost KMOTR nebyla jedinou společností, u které v roce 2012 došlo ke značnému poklesu ziskové marže, se stejným problémem se musela vyrovnat společnost Bivoj a dokonce i společnost Hamé. Ze srovnání ziskové marže oproti konkurentům vychází společnost KMOTR velmi dobře, sice nedochází k tak markantnímu nárůstu jako lze vidět u společnosti LE & CO, která dosahuje velmi dobrých výsledků i z hlediska rentability tržeb či rentability vlastního kapitálu. Z tabulky č. 41 tedy lze usuzovat, že na výši ziskové marže může mít vliv zaměření společnosti, jelikož společnost KMOTR i společnost LE & CO se zaměřuje zejména na určitý vybraný produkt masného průmyslu, což zřejmě nese ovoce, tím, že se firma vymezuje. U společnosti Hamé můžeme vidět v roce 2015 dokonce značný pokles ziskové marže.

Tabulka č. 41: Srovnání ZM - spol. KMOTR vs. konkurenti (2010 – 2015)

Zisková marže	2010	2011	2012	2013	2014	2015
KMOTR - Masna Kroměříž	12,53%	10,36%	3,65%	4,81%	6,01%	7,91%
Hame, s.r.o.	6,73%	6,90%	4,76%	9,62%	7,10%	2,78%
LE & CO – Ing. Jiri Lenc, s.r.o.	8,25%	7,69%	7,68%	6,40%	7,35%	14,88%
Bivoj, a.s.	4,61%	1,76%	0,86%	1,91%	4,32%	5,64%
MP Krásno, a.s.	6,13%	4,32%	4,06%	4,58%	4,67%	3,87%

Zdroj: Účetní výkazy uvedených společností, vlastní zpracování

²³Mařík, M.: *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*. Praha, Ekopress 2011, str. 129.

- Odběratelé

Z hlediska odběratelů musím hodnotit odběratele jako mající pozitivní vliv na ziskovou marži. Jak bylo zmíněno již v analýze trhu, za odběratele bychom v krajním případě mohli považovat počet obyvatel ČR + Slovenska, ale vzhledem ke spotřebitelským preferencím tomu tak nemůže být.

Faktor odběratelů má zajisté pozitivní vliv na výši ziskové marže, už jen kvůli charakteru prodáváného produktu, kterým je potrava, ale díky vlivu zdravého životního stylu a různých výživových směrů, které zapovídají konzumaci masných výrobků či dokonce masa obecně, není tento pozitivní vliv stoprocentní.

- Dodavatelé

Na webových stránkách společnosti KMOTR se lze dočíst²⁴, že společnost získává suroviny na výrobu produktů jak z české produkce, tak i z vybraných jatek v rámci EU, přičemž suroviny musí splňovat předem stanovená kritéria, a pokud tomu tak není, suroviny se ihned vrací dodavateli zpět. Díky tomuto faktu je zřejmé, že společnost KMOTR je vůči svým dodavatelům ve výhodném postavení, on je ten kdo diktuje podmínky. Tento faktor má zajisté pozitivní vliv na výši ziskové marže.

- Standardizace produktu

Společnost KMOTR se snaží odlišovat od konkurence tím, že se zaměřuje téměř jen na produkci salámů. U jiných výrobců se sice také můžeme setkat se stejnými druhy salámů, ale dle mého názoru i přes stejný produkt, uspěje u spotřebitele spíše produkt od společnosti, která se na salámy specializuje, jelikož spotřebitel bude očekávat, že tento produkt bude něčím výjimečný. Stejně tak tomu je i u společnosti Le & CO, která se zaměřuje na výrobu šunek. Dle mého názoru má toto pozitivní vliv na výši ziskové marže.

²⁴<http://www.kmotr.cz/cs/o-kmotrovi>

- Stabilita poptávky

Stabilita poptávky je v tomto odvětví zaručena, jelikož jak jsem již uváděla v analýze trhu, potravinářský průmysl se nevyvíjí v souladu s tempem ekonomiky, řadíme ho do odvětví, u nichž lze hodnotit, že národohospodářský cyklus má na ně neutrální vliv. Proto hodnotím stabilitu poptávky vůči ziskové marži také neutrálně, tedy, že nelze říci, zda má přímo pozitivní či negativní vliv na výši ziskové marže.

- Růst trhu

Relevantní trh, na kterém působí společnost KMOTR, byl v posledních letech ovlivněn sníženou výrobou masa, měnícími se spotřebitelskými preferencemi a celkově značným dovozem masa a masných výrobků, který převyšoval vývoz. Na vymezeném trhu působí značný počet firem a tím, jak bude trh růst, i přesto, že tempo nebude příliš vysoké, nebude to mít na ziskovou marži příliš pozitivní vliv.

- Tržní bariéry

Tržní bariéry budou mít v masném průmyslu zajisté pozitivní vliv na výši ziskové marže, jelikož pro novou společnost není tak lehké vstoupit do tohoto odvětví vzhledem k tomu, kolik norem a hygienických předpisů musí splnit, a to jak v rámci ČR, tak z hlediska celé Evropské Unie.

- Substituty

Faktor substitutů má pro KMOTRA spíše negativní vliv na výši ziskové marže, jelikož už jen v rámci masného průmyslu se nachází mnoho výrobků, které by si mohl spotřebitel místo salámu vybrat nehledě na to, že v posledních letech přibývá mnoho alternativ k masným výrobkům, jež jsou rostlinného původu.

- Celkové hodnocení – vliv faktorů na výši ZM

Z celkového hodnocení, které je shrnuto v tabulce č. 42 lze vidět, že analýza faktorů ukázala spíše pozitivní vliv na výši ziskové marže. Hodnocení dosáhlo 56,25 %, což znamená, že zisková marže se pro budoucí roky udrží minimálně na stávající úrovni a bude zřejmě i růst. Mírný rostoucí trend lze předpokládat i vzhledem ke srovnání s konkurencí, kde bylo možné vidět, že se společnosti KMOTR v tomto ohledu dařilo.

Tabulka č. 42: Celkové hodnocení analýzy vlivu faktorů na výši ziskové marže

KRITÉRIUM	Negativní vliv na ZM			Průměr	Pozitivní vliv na ZM			Body
	0	1	2		4	5	6	
Konkurence		X						1
Odběratelé						X		5
Dodavatelé						X		5
Standardizace produktu						X		4
Stabilita poptávky				X				3
Růst trhu			X					2
Tržní bariéry						X		5
Substituty			X					2
Dosažený počet bodů	27							
Maximální počet bodů	48							
Hodnocení	56,25%							

Zdroj: vlastní zpracování

Prognóza ZM - ZDOLA

Aby prognóza ziskové marže mohla být kompletní, musím jí doplnit o prognózu zdola. Z výsledků prognózy shora vyplývá, že zisková marže zřejmě ještě mírně poroste, ale vzhledem k tomu, že celkové hodnocení bylo na úrovni 56,25 %, nebude tento růst nijak velký, už jen díky tomu, že společnost KMOTR se pohybuje v odvětví, v kterém je značná konkurence.

V tabulce č. 43 lze vidět ziskovou marži vypočtenou za minulé roky 2010 až 2015, a to „zdola“. Prognóza ziskové marže zdola je založena na tom, že se analyzuje procentuální zastoupení výnosových a nákladových položek v rámci celkových tržeb, tedy součtu tržeb z prodeje zboží a tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb. Na základě minulého vývoje jednotlivých položek a zároveň přihlédnutím k budoucímu směřování společnosti se prognózuje procentuální zastoupení v rámci tržeb.

Z tabulky č. 43 lze vidět, že v krizovém roce 2012 došlo k rapidnímu snížení ziskové marže, ale poté se společnosti opět začalo dařit a zisková marže byla každým rokem navyšována.

Tabulka č. 43: Zisková marže – výpočet zdola (za roky 2010-2015)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby za prodej zboží	13,14%	13,43%	14,95%	14,59%	13,53%	13,89%
Náklady vynaložené na prodané zboží	10,19%	10,75%	12,25%	11,90%	10,85%	10,92%
Obchodní marže	2,95%	2,68%	2,70%	2,69%	2,68%	2,98%
Výkony	85,90%	87,78%	86,00%	85,03%	86,58%	85,97%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	86,86%	86,57%	85,05%	85,41%	86,47%	86,11%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-0,96%	1,15%	0,82%	-0,48%	-0,12%	-0,44%
Aktivace	0,00%	0,05%	0,13%	0,10%	0,23%	0,30%
Výkonová spotřeba	68,07%	72,42%	76,36%	74,41%	72,95%	68,41%
Přidaná hodnota	20,78%	18,04%	12,34%	13,31%	16,31%	20,54%
Osobní náklady	7,98%	8,09%	8,20%	8,33%	9,91%	11,27%
Daně a poplatky	0,14%	0,16%	0,20%	0,20%	0,20%	0,23%
Změna stavu rezerv a OP	-0,19%	-0,74%	-0,01%	0,00%	-0,10%	0,78%
Ostatní provozní výnosy	0,30%	0,19%	0,18%	0,99%	0,25%	0,45%
Ostatní provozní náklady	0,33%	0,28%	0,25%	0,40%	0,57%	0,50%
Výnosové úroky	0,0002%	0,0025%	0,0002%	0,00%	0,00%	0,00%
Ostatní finanční výnosy	0,46%	0,55%	0,63%	0,40%	0,26%	0,26%
Ostatní finanční náklady	0,75%	0,63%	0,86%	0,94%	0,22%	0,56%
Zisková marže	12,53%	10,36%	3,65%	4,81%	6,01%	7,91%

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní zpracování

Pro prognózu ziskové marže zdola jsem využila již predikované tržby za roky 2016 až 2019. Nyní se zaměřím na okomentování budoucího vývoje položek, které vstupují do výpočtu ziskové marže.

Tržby za prodej zboží zaznamenají v dalších letech mírný nárůst, a to vzhledem k tomu, že společnost využívá pojízdné prodejny, které jsem identifikovala jako silnou stránku společnosti, tudíž bylo by dobré se na ni zaměřit. Vzhledem k tomu, že tržby z prodeje zboží nemají dominantní zastoupení v rámci celkových tržeb, dojde tudíž v dalších letech k přiměřeně kontinuálnímu vývoji nákladů na prodané zboží, jelikož společnost v tomto momentu ještě nemůže profitovat z úspor z rozsahu, o nichž by se dalo hovořit při větším zastoupení v rámci celkových tržeb. Výše obchodní marže mírně klesne, ale je to spíše z toho důvodu, aby byla do budoucna na úrovni potenciálně udržitelné donekonečna.

Tabulka č. 44: Prognóza zisková marže – výpočet zdola (za roky 2016-2019)

	2016	2017	2018	2019
Tržby za prodej zboží	13,92%	13,90%	13,90%	13,90%
Náklady vynaložené na prodané zboží	10,95%	10,95%	10,97%	10,97%
Obchodní marže	2,97%	2,95%	2,93%	2,93%
Výkony	85,95%	85,97%	85,97%	85,97%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	86,08%	86,10%	86,10%	86,10%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-0,44%	-0,44%	-0,44%	-0,44%
Aktivace	0,31%	0,31%	0,31%	0,31%
Výkonová spotřeba	68,41%	68,45%	68,50%	68,50%
Přidaná hodnota	20,51%	20,47%	20,40%	20,40%
Osobní náklady	12,07%	12,01%	11,93%	11,93%
Daně a poplatky	0,23%	0,23%	0,23%	0,23%
Změna stavu rezerv a OP	0%	0%	0%	0%
Ostatní provozní výnosy	0,45%	0,45%	0,45%	0,45%
Ostatní provozní náklady	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%
Výnosové úroky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ostatní finanční výnosy	0,42%	0,42%	0,42%	0,42%
Ostatní finanční náklady	0,66%	0,66%	0,66%	0,66%
Zisková marže	7,92%	7,94%	7,95%	7,95%

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní zpracování

Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb se v minulosti pohybovaly v rozmezí 85 až 86 % v zastoupení na celkových tržbách, tento trend bude v zásadě zachován i pro další roky. Změna stavu zásob a aktivace byla ponechána na úrovni posledního roku minulého období.

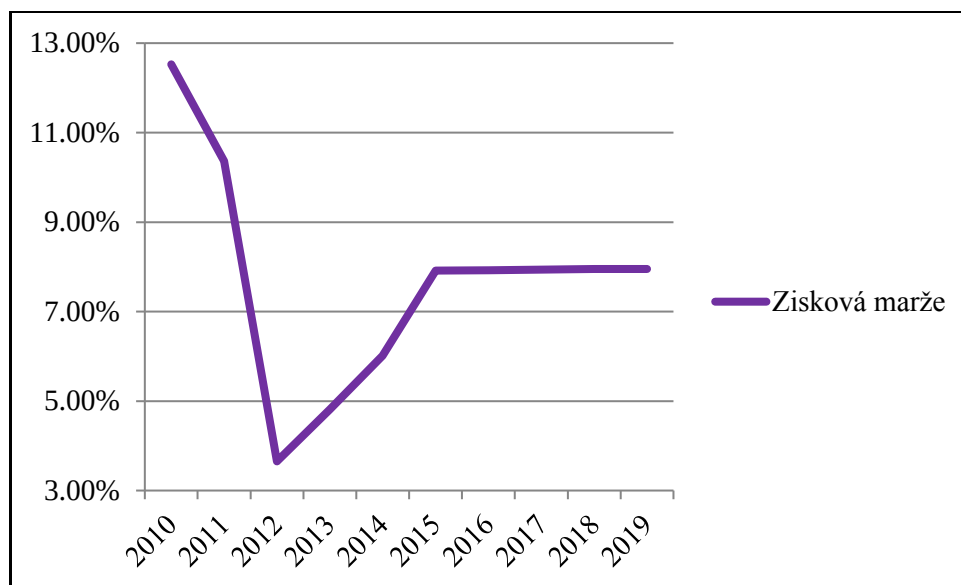
Výkonová spotřeba v minulosti zaznamenala pro společnost negativní výkyv směrem nahoru, kdy v roce 2012 dosahovala 76,36 % z celkových tržeb, od té doby ovšem klesá. Předpokládám, že se první rok udrží ještě na stejné výši a poté mírně poroste. S tímto je nutné zmínit výši obchodní marže, ta se v roce 2015 poměrně značně navýšila díky poklesu výkonové spotřeby. Vzhledem k prognózovanému podílu výkonové spotřeby, který mírně vzroste, jelikož takto nízká výše by zřejmě nebyla dlouhodobě udržitelná a je třeba počítat s nárůstem cen surovin díky růstu inflace, se obchodní marže mírně sníží a stabilizuje se na podílu 20,40 % v rámci celkových tržeb.

Položka osobních nákladů je podstatnou položkou, která od roku 2010 stále roste, přičemž vzhledem k růstu mezd, který se očekává mezi lety 2016-2019 lze předpokládat další procentuální nárůst osobních nákladů. Tento růst ovšem nebude natolik rapidní, v letech 2018 a 2019 opět dojde k mírnému poklesu díky tomu, že společnost nebude rozšiřovat výrobu a tudíž nebude nabírat velké množství nových zaměstnanců, tudíž bude růst osobních nákladů daný zejména růstem mezd.

Daně a poplatky budou zachovány na úrovni posledního analyzovaného roku. Změna stavu rezerv a opravných položek není uvažována, proto má nulovou výši.

Ostatní provozní výnosy a náklady zůstanou na úrovni posledního analyzovaného roku. U ostatních finančních výnosů a nákladů jsme mohli v minulosti zaznamenat výkyvy, proto jsem jejich budoucí výši určila jako průměr z let minulých. U těchto položek, které mají zanedbatelné zastoupení v rámci celkových tržeb, jsem se uchýlila k takovému způsobu prognózy, jelikož zde není přesná specifikace těchto položek, ani nevykazují v minulosti jasný trend.

Graf č. 26: Vývoj ziskové marže 2010-2019 (v %)



Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná prognóza ziskové marže je založená na sladění informací z prognózy shora i zdola. Vývoj ziskové marže za minulé období i prognózu je zobrazen v grafu č. 26.

Zisková marže se v prvním prognózovaném roce udrží téměř na úrovni roku 2015, kdy činila 7,91 %, přičemž v dalším roce bude 7,92 %. Poté dojde k mírnému růstu, který se ovšem již stabilizuje. Podnik KMOTR sice v minulých letech poměrně rychle meziročně navyšoval ziskovou marži, ale takové tempo růstu není možné predikovat pro 2. fázi, už jen vzhledem k opatrnějšímu přístupu k prognózám a také vzhledem k situaci v odvětví, kde působí větší počet společností, a pro jednotlivé podniky je stále těžší se prosadit.

Tabulka č. 45: Výsledná prognóza ziskové marže – KMOTR (2016 – 2019), (v tis. Kč, v %)

	2016	2017	2018	2019
KPVH před odpisy a daní	49 727	51 049	52 236	53 752
Tržby - výrobky + zboží	627 493	642 550	656 667	675 729
Zisková marže	7,92%	7,94%	7,95%	7,95%

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní zpracování

5.5 GH – Investice do pracovního kapitálu

Prvním krokem u pracovního kapitálu bude jeho vymezení za minulost, přičemž pracovní kapitál, který je v rámci generátorů hodnoty a celkově pro přípravu finančního plánu bude odlišný od klasického vymezení pracovního kapitálu, který je prostým odečtením krátkodobých závazků od oběžných aktiv.

Modifikací zde bude to, že v rámci krátkodobých závazků budu brát v potaz pouze neúročené krátkodobé závazky, tudíž zde nebudu započítávat krátkodobé bankovní úvěry. Tento fakt bude mít vliv i na vymezení okamžité likvidity, která zde bude znovu vypočítána pouze v rámci krátkodobých závazků bez krátkodobých bankovních úvěrů a na základě toho bude dělána prognóza.

V tabulce č. 46 lze vidět výpočet provozně nutného pracovního kapitálu, který je složen ze sumy zásob, pohledávek, krátkodobého finančního majetku a ostatních aktiv, které představuje časové rozlišení aktivní. Od tohoto součtu jsou odečteny krátkodobé závazky. Společnost KMOTR neviduje žádné hodnoty v časovém rozlišení pasivním.

Tabulka č. 46: Provozně nutný pracovní kapitál – minulost (2010 – 2015) (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
+ Zásoby	35 416	44 525	48 616	46 198	45 584	44 730
+ Pohledávky	97 586	116 203	109 419	96 867	87 670	82 905
+ Krátkodobý finanční majetek	10 080	1 957	1 511	8 182	4 413	19 256
+ Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	1 005	664	484	460	488	375
- Krátkodobé závazky	65 837	96 414	96 430	134 446	95 488	93 882
= PK provozně nutný	78 250	66 935	63 600	17 261	42 667	53 384

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní zpracování

Zásoby

Z doby obratu zásob za minulost můžeme usuzovat, že se společnost vyznačuje efektivním řízením zásob, vzhledem k tomu, že doba obratu se drží na poměrně konstantní úrovni. Pokud ovšem pohlédneme na doby obratu podřazených položek v rámci zásob, zjistíme, že např. doba obratu výrobků se v letech 2012 a 2013 mírně zvýšila, důvod je patrný, v těchto letech se společnost vyrovnávala s mírnou krizí a tudíž, ji výrobky zůstávaly více na skladě a doba obratu se zvýšila.

Ohledně prognózy doby obratu jednotlivých složek zásob, tedy materiálu, nedokončené výroby, výrobků a zboží předpokládám následující. Doba obratu zboží je poslední tři roky téměř stabilní, tudíž zůstane přibližně na této úrovni. U výrobků abstrahuji od zvýšené doby obratu v roce 2012 a 2013 a předpokládám také určité rozšíření sortimentu, tudíž dojde k mírnému zvýšení doby obratu od posledních dvou let. U materiálu a nedokončené výroby zůstane doba obratu na přibližné hodnotě minulých let. Zásadní ovšem je aby z hlediska prognózy docházelo ke stále efektivnímu řízení zásob, díky zachování stabilní doby obratu zásob, která bude v prognózovaných letech činit cca 27 dní.

Tabulka č. 47: Doba obratu zásob – minulost + prognóza (ve dnech)

Doba obratu	MINULOST						PROGNÓZA			
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Zásoby - celkem	21,28	25,84	27,92	27,29	26,07	26,69	26,45	27,15	27,95	27,95
Materiál	3,79	4,97	4,45	5,21	5,08	6,46	6,00	6,00	6,00	6,00
Nedokončená výroba a polotovary	10,75	13,39	10,93	9,57	12,07	12,49	12,50	12,70	13,00	13,00
Výrobky	5,63	6,64	11,88	12,07	8,49	7,30	7,50	8,00	8,50	8,50
Zboží	1,12	0,83	0,67	0,43	0,43	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní zpracování

Pohledávky

Doba obratu pohledávek z obchodních vztahů od roku 2011 postupně klesala ze 67 dnů na 49. Z toho lze usuzovat, že společnost KMOTR má dobré postavení vůči odběratelům a můžeme to hodnotit jako dobrou pozici podniku. Do budoucna ovšem již nepředpokládám nijak rapidní snižování doby obratu pohledávek, už jen vzhledem k tomu, že společnost se nachází v poměrně vysoce konkurenčním prostředí, které má tendenci spíše zvyšovat dobu obratu.

Doba obratu ostatních poskytnutých záloh a dohadných účtů pasivních je prognózována na úrovni průměru minulých let, a to vzhledem k zanedbatelným hodnotám v rámci celkových krátkodobých pohledávek.

Tabulka č. 48: Doba obratu pohledávek – minulost + prognóza (ve dnech)

Doba obratu	MINULOST						PROGNÓZA			
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Krátkodobé pohledávky - celkem	58,63	67,43	62,83	57,21	50,14	49,48	49,16	50,16	50,66	51,16
Pohledávky z obchodních vztahů	58,52	66,76	57,80	56,12	49,95	49,31	49,00	50,00	50,50	51,00
Stát - daňové pohledávky	0,00	0,49	4,87	0,95	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ostatní poskytnuté zálohy	0,07	0,15	0,15	0,13	0,11	0,14	0,13	0,13	0,13	0,13
Dohadné účty aktivní	0,04	0,03	0,01	0,02	0,08	0,02	0,03	0,03	0,03	0,03

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní zpracování

Krátkodobý finanční majetek

Krátkodobý finanční majetek se prognózuje pomocí ukazatele okamžité likvidity, přičemž pro potřeby generátorů hodnoty bude tento ukazatel vypočten jako poměr krátkodobého finančního majetku a krátkodobých závazků. Nebudu tudíž počítat s krátkodobým bankovním úvěrem ve jmenovateli.

Společnost KMOTR má problém s výší ukazatele okamžité likvidity a na optimální hodnotu 0,2 se dostal až v roce 2015, což bylo způsobeno zejména modifikovaným výpočtem pro účely generátorů hodnoty, kdy do jmenovatele nejsou zahrnuty krátkodobé úvěry. Do budoucna by bylo více než dobré, aby se společnost udržela na alespoň stávající výši okamžité likvidity, přičemž já prognózuji mírné navýšení, už jen vzhledem k tomu, že by společnost v tomto ohledu měla být opatrnější a obezřetnější zacházet s hotovostními prostředky, jelikož pokud by jich měla příliš málo, mohlo, by dojít k tomu, že by nemusela být schopna zaplatit právě splatné dluhy. Proto prognózuji do budoucna výši okamžité likvidity okolo doporučené hodnoty 0,2 s navýšením na 0,23 v roce 2019.

Tabulka č. 49: Okamžitá likvidita provozně nutných peněžních prostředků – minulost + prognóza

Okamžitá likvidita	MINULOST						PROGNÓZA			
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Okamžitá likvidita - KFM celkem	0,15	0,02	0,02	0,06	0,05	0,21	0,20	0,22	0,23	0,23
Okamžitá likvidita - Peníze	0,01	0,004	0,002	0,002	0,003	0,001	0,004	0,008	0,010	0,010
Okamžitá likvidita - Účty v bankách	0,14	0,02	0,01	0,06	0,04	0,20	0,20	0,21	0,22	0,22

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní zpracování

Časové rozlišení aktivní

Časové rozlišení aktivní zahrnuje náklady příštích období. Z výročních zpráv se mi bohužel nepodařilo zjistit, o jaké položky se přesně jedná. Prognózovaná doba obratu bude tudíž na základě průměru za minulé období.

Tabulka č. 50: Doba obratu časového rozlišení – minulost + prognóza (ve dnech)

Doba obratu	MINULOST						PROGNÓZA			
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Časové rozlišení - aktivní	0,60	0,39	0,28	0,27	0,28	0,22	0,34	0,34	0,34	0,34

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní zpracování

Krátkodobé závazky

Doba splatnosti závazků z obchodních vztahů se v posledních dvou letech minulosti začala stabilizovat na úrovni doby splatnosti pohledávek z obchodních vztahů, přičemž tento trend by bylo dobré, aby si společnost udržela i pro nadcházející roky.

Doba obratu závazků k zaměstnancům se mírně zvýší vzhledem k tomu, že předpokládám navyšování mezd. Ostatní položky v rámci krátkodobých závazků budou prognózovány na úrovni průměrných hodnot minulých let. Jiné závazky prognózuji v nulové výši a položku v roce 2015 považuji za mimořádnou.

Tabulka č. 51: Doba obratu závazků – minulost + prognóza (ve dnech)

Doba obratu	MINULOST						PROGNÓZA			
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Krátkodobé závazky - celkem	39,56	57,93	57,94	80,78	57,37	56,41	58,10	58,21	58,42	58,42
Závazky z obchodních vztahů	32,52	52,33	48,93	73,32	49,91	50,62	50,70	50,80	51,00	51,00
Závazky k zaměstnancům	1,48	1,36	1,69	1,60	2,05	2,05	2,07	2,08	2,09	2,09
Závazky ze SZ a ZP	0,86	0,81	0,88	0,93	1,09	1,13	0,95	0,95	0,95	0,95
Stát - daňové závazky a dotace	1,44	0,15	3,63	2,01	2,05	1,16	1,74	1,74	1,74	1,74
Odložený daňový závazek	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dohadné účty pasivní	3,26	3,29	2,81	2,92	2,27	1,30	2,64	2,64	2,64	2,64
Jiné závazky	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,13	0,00	0,00	0,00	0,00

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní zpracování

Prognózovaná výše pracovního kapitálu

V tabulce č. 52 uvádím přehled provozně nutného pracovního kapitálu za minulost i za prognózované období. V minulosti můžeme vidět značný propad výše pracovního kapitálu v roce 2013, vysvětlení této situace je následující. Vzhledem k nepříznivým vlivům v roce 2012, kdy společnost zaznamenala propad na úrovni zisku, došlo v dalším roce k navýšení krátkodobých závazků, jelikož společnost v této nepříznivé situaci zřejmě nebyla schopna dostát všem svým povinnostem. Díky růstu krátkodobých závazků v roce 2013, tudíž došlo k poklesu pracovního kapitálu.

Prognózovaná výše pracovního kapitálu je souhrnem jednotlivých analýz položek v rámci PK, z něhož vychází, že v prvním roce dojde k mírnému poklesu vzhledem k navýšení krátkodobých závazků, ale v dalších letech bude společnost zaznamenávat růst PK.

V rámci prognózy výše pracovního kapitálu je dobré spočítat koeficient náročnosti tržeb na pracovní kapitál, který nám v jistém ohledu stvrdí, zda není prognóza v některém ohledu nereálná či chybná. Ukáže tedy, zda je prognóza adekvátní vzhledem k vývoji v minulých letech. Tento koeficient jsem vypočetla jako sumu pracovního kapitálu za uvedené roky ku sumě tržeb za stejné období.²⁵

Tabulka č. 52: Pracovní kapitál (minulost + prognóza) + Koeficient náročnosti (v tis. Kč, v %)

	MINULOST						PROGNÓZA			
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
+ Zásoby	35 416	44 525	48 616	46 198	45 584	44 730	45 472	47 795	50 284	51 744
+ Pohledávky	97 586	116 203	109 419	96 867	87 670	82 905	84 514	88 302	91 142	94 713
+ Peníze	10 080	1 957	1 511	8 182	4 413	19 256	20 376	22 339	24 174	24 875
+ Ostatní aktiva	1 005	664	484	460	488	375	585	599	612	629
- Krátkodobé závazky	65 837	96 414	96 430	134 446	95 488	93 882	99 883	102 474	105 103	108 154
PK provozně nutný	78 250	66 935	63 600	17 261	42 667	53 384	51 063	56 562	61 109	63 808
Koeficient náročnosti tržeb na PK	8,61%						8,94%			

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní zpracování

²⁵Mařík, M.: *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*. Praha, Ekopress 2011, str. 136.

5.6 GH - Investice do dlouhodobého provozně nutného majetku

V rámci tohoto generátoru hodnotu je důležité mít identifikován dlouhodobý majetek, který je pro společnost provozně nutný. V případě společnosti KMOTR se jednalo o veškerý majetek, jak hmotný tak i nehmotný. Dlouhodobým finančním majetkem společnost nedisponuje.

V prvním kroku je důležité analyzovat výše jednotlivých složek dlouhodobého majetku a jejich investiční náročnost za minulé roky. V tabulkách níže jsou uvedeny jednotlivé položky dlouhodobého majetku, jež jsou společností KMOTR odepisovány. Dlouhodobý majetek zde tedy bude rozdělen na nehmotný majetek, hmotný majetek – stavby a hmotný majetek – samostatné movité věci.

V rámci dlouhodobého nehmotného majetku bude do budoucna zamýšlen pouze software, vzhledem k tomu, že v posledním roce minulosti 2015 byla výše jiného DNM a nedokončeného DNM nulová. Stejně tak tomu je v rámci DHM, kde předpokládám v položkách nedokončený DHM a poskytnuté zálohy na DHM nulovou výši.

Doba odepisování DNM a DHM pro budoucí roky vychází z výročních zpráv společnosti KMOTR. Dlouhodobý nehmotný majetek – software bude mít dobu odepisování 4 roky. Dlouhodobý hmotný majetek – stavby 35 let a samostatné movité věci 8 let.

Investice do dlouhodobého majetku budou prognózovány na základě tzv. globálního přístupu, proto jsem vycházela z koeficientů investiční náročnosti, ve kterých pracuji s investicemi brutto. Pro souhrnné položky jsem si tudíž vymezila v rámci každého roku výši investic netto, investic brutto a následně koeficient investiční náročnosti pro každý rok. Pro predikování investic jsem následně využila koeficient, který pracuje v čitateli se součtem investic brutto a ve jmenovateli se součtem tržeb za dané období. Výši tohoto koeficientu jsem využila pro predikci investic v dalších letech, kdy jsem tento koeficient vynásobila již predikovanými tržbami, přičemž jsem si následně vypočítala průměrnou roční investici. V tomto momentu jsem si vědoma určitého odchýlení od reálného vývoje, kdy by s největší pravděpodobností nebyly investice rozloženy každý rok do stejné výše.

Tabulka č. 53: Koeficient investiční náročnosti – DNM (v tis. Kč, v %)

Dlouhodobý nehmotný majetek						
Období	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Stav ke konci roku	979	708	353	96	188	382
Oprávky	1471	1 937	2 439	2 696	2 747	2 893
Odpisy		466	502	257	51	146
Investice netto (změna stavu majetku)		-271	-355	-257	92	194
Investice brutto (Investice netto + odpisy)		195	147	0	143	340
Investice brutto/ Tržby		0,03%	0,02%	0,00%	0,02%	0,06%
Koeficient investiční náročnosti	0,03%					

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní zpracování

Tabulka č. 54: Koeficient investiční náročnosti – DHM – Stavby (v tis. Kč, v %)

Dlouhodobý hmotný majetek – Stavby						
Období	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Stav ke konci roku	69 700	72 079	70 253	68 364	111 513	108 813
Oprávky	11 603	14 415	16 916	19 457	22 807	26 946
Odpisy		2 812	3 057	2 541	3 350	4 139
Investice netto (změna stavu majetku)		2 379	-1 826	-1 889	43 149	-2 700
Investice brutto (Investice netto + odpisy)		5 191	1 231	652	46 499	1 439
Investice brutto/ Tržby		0,83%	0,19%	0,11%	7,29%	0,24%
Koeficient investiční náročnosti	1,76%					

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní zpracování

Tabulka č. 55: Koeficient investiční náročnosti – DHM – SMV (v tis. Kč, v %)

Dlouhodobý hmotný majetek - Samostatné movité věci a soubory movitých věcí						
Období	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Stav ke konci roku	39 366	38 932	29 830	20 601	34 472	34 016
Oprávky	39 119	49 476	60 538	71 218	81 336	88 705
Odpisy		11 060	11 062	10 921	10 297	9 243
Investice netto (změna stavu majetku)		-434	-9 102	-9 229	13 871	-456
Investice brutto (Investice netto + odpisy)		10 626	1 960	1 692	24 168	8 787
Investice brutto/ Tržby		1,69%	0,31%	0,27%	3,79%	1,44%
Koeficient investiční náročnosti	1,51%					

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní zpracování

V tabulce č. 56 lze tedy vidět, že odhadnuté průměrné roční investice brutto jsou pro nehmotný majetek – software 171 tis., pro stavby 11 426 tis. a pro samostatné movité věci 9 810 tis.

Tabulka č. 56: Odhad investic brutto pro roky 2016 – 2019 (v tis. Kč, v %)

Investice - prognóza	Koeficient investiční náročnosti	Odhad investic brutto pro roky 2016-2019	Průměrná roční investice
DNM	0,03%	685	171
DHM - Stavby	1,76%	45 704	11 426
DHM - SMV	1,51%	39 241	9 810

Zdroj: vlastní zpracování

V dalších třech tabulkách jsou již podrobné výpočty DNM a DHM, které byly napředikovány pomocí investic brutto, jež vycházejí z prognózovaných tržeb a koeficientů investiční náročnosti za minulé roky.

Tabulka č. 57: Prognóza DNM (2016 - 2019) (v tis. Kč)

Dlouhodobý nehmotný majetek	2015	2016	2017	2018	2019
Původní - odpisy	146	191	96	48	24
- zůstatková hodnota	382	191	96	48	24
Nové - investice netto		-20	33	38	19
- investice brutto		171	171	171	171
- pořizovací hodnota k 31. 12.		171	343	514	685
- odpisy (1/4 z pořizovací hodnoty k 1.1.)		0	43	86	129
Celkem - odpisy	146	191	138	133	152
- zůstatková hodnota	382	362	395	433	452

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka č. 58: Prognóza DHM – Stavby (2016 - 2019) (v tis. Kč)

Dlouhodobý hmotný majetek - Stavby	2015	2016	2017	2018	2019
Původní - odpisy	4 139	6 218	5 863	5 528	5 212
- zůstatková hodnota	108 813	102 595	96 733	91 205	85 993
Nové - investice netto		5 208	5 237	5 245	5 235
- investice brutto		11 426	11 426	11 426	11 426
- pořizovací hodnota k 31. 12.		11 426	22 852	34 278	45 704
- odpisy (1/35 z pořizovací hodnoty k 1.1.)		0	326	653	979
Celkem - odpisy	4 139	6 218	6 189	6 180	6 191
- zůstatková hodnota	108 813	114 021	119 258	124 503	129 738

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka č. 59: Prognóza DHM - SMV (2016-2019) (v tis. Kč)

Dlouhodobý hmotný majetek - SMV	2015	2016	2017	2018	2019
Původní - odpisy	9 243	8 504	6 378	4 784	3 588
- zůstatková hodnota	34 016	25 512	19 134	14 351	10 763
Nové - investice netto		1 306	2 206	2 574	2 544
- investice brutto		9 810	9 810	9 810	9 810
- pořizovací hodnota k 31. 12.		9 810	19 620	29 431	39 241
- odpisy (1/8 z pořizovací hodnoty k 1.1.)		0	1 226	2 453	3 679
Celkem - odpisy	9 243	8 504	7 604	7 236	7 266
- zůstatková hodnota	34 016	35 322	37 528	40 102	42 646

Zdroj: vlastní zpracování

Také je nezbytné podotknout, že výše pozemků zde není prognózována do budoucna, jelikož předpokládám, že zůstanou na stávající úrovni roku 2015, tedy ve výši 1 448 tis.

Na závěr této kapitoly by bylo vhodné doplnit srovnání investiční náročnosti s vymezenými konkurenty, přičemž pro porovnání poslouží ukazatel, který poměruje součet investic brutto ku součtu tržeb, a to za období 2011 až 2015, přičemž je nutné podotknout, že tento ukazatel počítám souhrnně pro celý dlouhodobý majetek bez rozlišení na nehmotný/hmotný. Jak lze z tabulky č. 60 vidět, oceňovaná společnost se společně s konkurentem MP Krásno, pohybuje z hlediska tohoto ukazatele výše nežli ostatní konkurenti. Tento fakt může být dán i tím, že obě tyto společnosti převyšují i z hlediska podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech. Obě tyto společnosti se tedy díky investicím snaží rozšířit působnost a uspět vůči konkurenci.

Tabulka č. 60: Koeficient investiční náročnosti – srovnání s konkurencí (2011-2015) (v %)

Koeficient investiční náročnosti mezi lety 2011-2015	
KMOTR - Masna Kroměříž	3,48%
Hame, s.r.o.	1,64%
LE & CO - Ing. Jiri Lenc, s.r.o.	1,70%
Bivoj, a.s.	1,89%
MP Krásno, a.s.	3,05%

Zdroj: vlastní zpracování

5.7 Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu

V této kapitole bych ráda shrnula vývoj jednotlivých položek provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu. Tyto dvě položky dávají dohromady provozně nutný investovaný kapitál, u něhož je důležité pohlédnout na jeho vývoj v letech 2016 až 2019.

Tabulka č. 61: Provozně nutný investovaný kapitál (2010- 2015) (v tis. Kč)

	MINULOST					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
+ Dlouhodobý hmotný majetek	110 514	114 362	104 293	149 728	149 063	150 320
+ Dlouhodobý nehmotný majetek	979	708	353	96	188	382
= DM provozně nutný	111 493	115 070	104 646	149 824	149 251	150 702
+ Zásoby	35 416	44 525	48 616	46 198	45 584	44 730
+ Pohledávky	97 586	116 203	109 419	96 867	87 670	82 905
+ Peníze	10 080	1 957	1 511	8 182	4 413	19 256
+ Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	1 005	664	484	460	488	375
- Krátkodobé závazky	65 837	96 414	96 430	134 446	95 488	93 882
= PK provozně nutný	78 250	66 935	63 600	17 261	42 667	53 384
Investovaný kapitál provozně nutný	189 743	182 005	168 246	167 085	191 918	204 086

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní zpracování

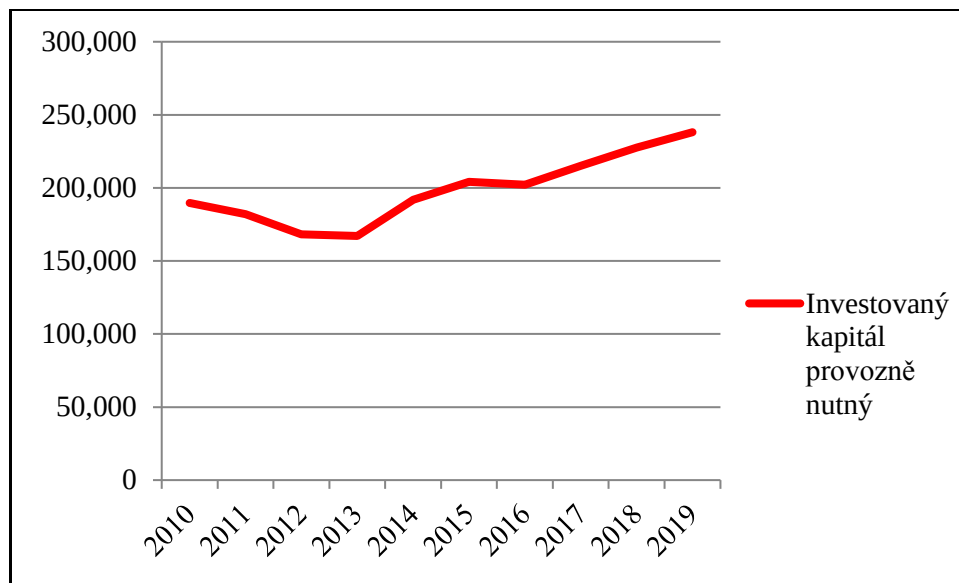
V tabulce č. 61 je nejdříve uveden vývoj provozně nutného IK za minulost, kdy v roce 2012 a 2013 došlo k poklesu této položky, důvodem bylo již zmíněné navýšení položky krátkodobých závazků díky krizovému roku 2012. V další tabulce lze vidět vývoj do budoucna, v kterém dochází k dalšímu navyšování mimo první rok 1.fáze, kdy dojde k většímu zvýšení krátkodobých závazků.

Tabulka č. 62: Provozně nutný investovaný kapitál – prognóza (2016- 2019) (v tis. Kč)

	PROGNÓZA			
	2016	2017	2018	2019
+ Dlouhodobý hmotný majetek	150 791	158 234	166 054	173 832
+ Dlouhodobý nehmotný majetek	362	395	433	452
= DM provozně nutný	151 154	158 630	166 487	174 285
+ Zásoby	45 472	47 795	50 284	51 744
+ Pohledávky	84 514	88 302	91 142	94 713
+ Peníze	20 376	22 339	24 174	24 875
+ Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	585	599	612	629
- Krátkodobé závazky	99 883	102 474	105 103	108 154
= PK provozně nutný	51 063	56 562	61 109	63 808
Investovaný kapitál provozně nutný	202 217	215 191	227 596	238 093

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní zpracování

Graf č. 27: Vývoj provozně nutného investovaného kapitálu



Zdroj: vlastní zpracování

Mimo samotného vývoje provozně nutného investovaného kapitálu je nezbytné se zabývat ukazatelem rentability provozně nutného IK. Tento ukazatel je nezbytné sestavit nejlépe již po práci s generátory hodnoty, jelikož nám opět nastiňuje přiměřenost prognóz vývoje, jak investovaného kapitálu, tak i KPVH. Tento ukazatel bude určující pro následující kroky v ocenění, zejména při práci s pokračující hodnotou. Také bude vhodné, aby rentabilita měla odpovídající výši vůči nákladům kapitálu.²⁶

Tabulka č. 63: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu (2010 – 2015) (v tis. Kč, v %)

	MINULOST					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
KPVH po dani	51 189	41 179	6 958	12 967	19 973	28 249
IK provozně nutný	189 743	182 005	168 246	167 085	191 918	204 086
Rentabilita provozně nutného IK	X	21,70%	3,82%	7,71%	11,95%	14,72%

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní zpracování

V minulých letech vidíme již předpokládané snížení v roce 2012 díky poklesu KPVH v tomto roce, v následujících letech ovšem dochází k navyšování.

²⁶ Mařík, M. - Maříková, P.: Slabší místa v ocenění českých podniků – 2. část. Odhadce a oceňování podniku č. 3-4/2011, ročník XVII, str. 26-35, ISSN 1213-8223

Prognózovaná výše rentability IK je dle mého názoru vhodná, jelikož po roce 2017 dochází k mírnému poklesu, což je dobré, jelikož by nebylo dlouhodobě udržitelné, aby rentabilita příliš převyšovala náklady kapitálu, což už nyní můžeme říci, že zřejmě bude.

Tabulka č. 64: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu – prognóza (2016 – 2019) (v tis. Kč, v %)

	PROGNÓZA			
	2016	2017	2018	2019
KPVH po dani	28 199	30 065	31 336	32 515
IK provozně nutný	202 217	215 191	227 596	238 093
Rentabilita provozně nutného IK	13,82%	14,87%	14,56%	14,29%

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní zpracování

6. Finanční plán

Finanční plán společnosti KMOTR – Masna Kroměříž je sestaven za roky 2016 až 2019. Základním kamenem finančního plánu jsou generátory hodnoty, které byly vyčísleny a identifikovány v předešlé kapitole. Nyní je zde doplněn plán financování a plán výplaty dividend. Následně jsem pro roky 2016 až 2019 sestavila plán výkazu zisku a ztrát, plán rozvahy a plán cash flow.

Plán financování

Společnost KMOTR využívá jako zdroj financování kontokorentní účet, jehož limit je stanoven na 150 000 tis. Kč, přičemž v minulosti čerpal dva různé úvěrové rámce, u nichž měl u každého výši 75 000 tis. Kč. Úroková sazba je u kontokorentního účtu ve výši PRIBOR + 0,85%. Pro budoucí období tudíž předpokládám, že společnost bude čerpat z tohoto kontokorentního účtu. Výši tohoto čerpání jsem vzhledem k minulé výši stanovila na 25 000 tis. Kč. Nákladové úroky budou stanoveny na základě PRIBOR + 0,85%, který byl v roce 2015 ve výši 0,12% + 0,85%, přičemž tuto výši budu předpokládat i pro nadcházející roky, jelikož má společnost KMOTR toto definováno ve smlouvě s bankou.

Tabulka č. 65: Plán financování (v tis. Kč)

	MINULOST						PROGNÓZA			
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Krátkodobé bankovní úvěry	5 000	55 414	35 699	22 955	26 813	24 959	25 000	25 000	25 000	25 000
Nákladové úroky	840	570	613	280	417	243	243	243	243	243

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní zpracování

Dividendy

Z výročních zpráv společnosti KMOTR lze zjistit, že dividendy byly vyplaceny pouze v roce 2011 ve výši 90 000 tis. a v roce 2015 ve výši 20 012 tis., lze tedy usuzovat, že společnost vyplácí dividendy nárazově, nikoliv pravidelně. Vzhledem k výši hotovosti, která by se kumulovala na účtech společnosti, jsem se ovšem rozhodla, i přesto, že KMOTR nemá ve vyplácení dividend pravidelnou frekvenci, vyplácet každým rokem dividendy v přibližné výši posledního roku minulosti - 2015.

K rozhodnutí o výši dividend je dobré také pohlédnout na to, jaké je procentuální zastoupení dividend na zisku a také vypočítat FCFE. Z tabulek č. 66 a č. 67 lze vidět, že výše dividend se příliš neodlišuje od FCFE, v prvním roce jsou dividendy nižší, poté vyšší. Z dlouhodobého hlediska by ovšem nebylo dobré, aby dividendy příliš převyšovaly FCFE. Naplánovaná výplata dividend se bude v roce 2016 podílet na zisku 71,42%, poté bude tento podíl na zisku klesat.

Tabulka č. 66: FCFE (Volný peněžní toky pro vlastníky) (v tis. Kč)

	2016	2017	2018	2019
FCFF²⁷	30 069	17 090	18 931	22 018
- úroky snižené o daňový štít	196	196	196	196
- splátky úročeného CK	24 959	25 000	25 000	25 000
+ nově přijaté úročený CK	25 000	25 000	25 000	25 000
FCFE	29 913	16 894	18 734	21 822

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka č. 67: Plán výplaty dividend (v tis. Kč, v %)

	2015	2016	2017	2018	2019
Výsledek hospodaření běžného období	27 147	28 003	29 868	31 139	32 319
Dividendy	20 012	20 000	20 000	20 000	20 000
Poměr dividend/VH	73,72%	71,42%	66,96%	64,23%	61,88%

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr - Masna Kroměříž, a.s., vlastní zpracování

²⁷ viz. tabulka č. 69 – výpočet FCFE

6.1 Plánovaný výkaz zisku a ztrát

Položky v plánovaném výkazu zisku a ztrát vychází z velké většiny z generátoru hodnoty – zisková marže. Odpisy DNM a DHM byly naprognózovány pomocí dalšího generátoru hodnoty, a to investic do provozně nutného DM.

Při sestavování plánovaného výkazu zisku a ztrát uvažují v letech 2016 až 2019 nulovou výši tržeb z prodeje DM a materiálu, a zároveň nulovou výši zůstatkové ceny DM a materiálu. Dále je také uvažována nulová výše změny stavu rezerv a opravných položek. Položka nákladových úroků vychází z plánu financování. V poslední části je důležité zmínit výši daně, která je po celé období predikována ve výši 19%.

Tabulka č. 68: Plánovaný výkaz zisku a ztrát společnosti KMOTR a. s. (2016 – 2019) (v tis. Kč)

	PROGNÓZA			
	2016	2017	2018	2019
Tržby za prodej zboží	87 347	89 315	91 277	93 926
Náklady vynaložené na prodané zboží	68 710	70 359	72 036	74 128
Obchodní marže	18 637	18 955	19 240	19 799
Výkony	539 330	552 401	564 536	580 925
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	540 146	553 236	565 390	581 803
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-2 761	-2 827	-2 889	-2 973
Aktivace	1 945	1 992	2 036	2 095
Výkonová spotřeba	429 268	439 826	449 817	462 875
Přidaná hodnota	128 699	131 530	133 960	137 849
Osobní náklady	75 738	77 170	78 340	80 615
Daně a poplatky	1 469	1 504	1 538	1 582
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	14 913	13 932	13 550	13 610
Ostatní provozní výnosy	2 829	2 896	2 960	3 046
Ostatní provozní náklady	3 129	3 204	3 275	3 370
Ostatní finanční výnosy	2 666	2 730	2 790	2 871
Ostatní finanční náklady	4 130	4 229	4 322	4 447
KPVH před daní	34 814	37 117	38 686	40 142
Nákladové úroky	243	243	243	243
Výsledek hospodaření před zdaněním	34 572	36 875	38 444	39 900
Daň	6 569	7 006	7 304	7 581
Výsledek hospodaření za účetní období	28 003	29 868	31 139	32 319

Zdroj: vlastní zpracování

6.2 Plánovaný výkaz CF

Plánovaný výkaz CF vychází z korigovaného provozního VH před daní. Dále jsou zde využity odpisy, které byly vyčísleny v generátoru hodnoty – investice do provozně nutného DM. Poté následují úpravy provozně nutného pracovního kapitálu. Z těchto výpočtů vyplývá provozní CF, které je doplněno o investiční CF, jež společně dává dohromady CF z hlavního provozu. Dále následují úpravy v rámci finančního CF, jako jsou nákladové úroky, výplata dividend či změna krátkodobých bankovních úvěrů. Tyto informace z velké většiny navazují na plán financování a plán výplaty dividend.

Z výsledného výpočtu CF lze dopočítat nepotřebnou výši peněžních prostředků, která je v rámci rozvahy následně připočtena k provozně potřebným penězům, které byly naplánovány v rámci generátoru hodnoty – investice do provozně potřebného pracovního kapitálu.

Tabulka č. 69: Plánovaný výkaz CF společnosti KMOTR a. s. (2016 – 2019) (v tis. Kč)

	2016	2017	2018	2019
Stav peněžních prostředků (nepotřebných) na začátku ÚO	0	9 913	6 807	5 542
KPVH před daní	34 814	37 117	38 686	40 142
daň z KPVH	6 615	7 052	7 350	7 627
KPVH po dani	28 199	30 065	31 336	32 515
Úpravy o nepeněžní operace	14 913	13 932	13 550	13 610
Odpisy	14 913	13 932	13 550	13 610
Změna stavu rezerv	0	0	0	0
Úpravy provozně nutného PK	2 321	-5 499	-4 547	-2 700
Změna zásob	-742	-2 323	-2 489	-1 460
Změna pohledávek	-1 609	-3 788	-2 839	-3 571
Změna peněz	-1 120	-1 963	-1 834	-702
Změna časového rozlišení	-210	-14	-13	-18
Změna krátkodobých závazků	6 001	2 590	2 629	3 051
Provozní CF	45 433	38 498	40 338	43 426
Investice brutto	-15 365	-21 408	-21 408	-21 408
Investiční CF	-15 365	-21 408	-21 408	-21 408
CF z hlavního provozu (FCFF)	30 069	17 090	18 931	22 018
Nákladové úroky	-243	-243	-243	-243
Změna stavu krátkodobých bankovních úvěrů	41	0	0	0
Diferenciace v dani	46	46	46	46
Výplaty dividend	-20 000	-20 000	-20 000	-20 000
Finanční CF	-20 155	-20 196	-20 196	-20 196
CF celkem	9 913	-3 106	-1 266	1 822
Stav peněžních prostředků (nepotřebných) na konci ÚO	9 913	6 807	5 542	7 364

Zdroj: vlastní zpracování

6.3 Plánovaná rozvaha

V plánované rozvaze se opět promítají generátory hodnoty, kdy dlouhodobý majetek byl naplánován pomocí investic do provozně nutného DM. Oběžná aktiva byla naplánována pomocí generátoru hodnoty - investice do provozně nutného pracovního kapitálu, přičemž peníze zde byly rozděleny na provozně potřebné a provozně nepotřebné, které vyplývají z výkazu CF.

Tabulka č. 70: Plánovaná rozvaha (část aktiv) společnosti KMOTR a. s. (2016 – 2019) (v tis. Kč)

	PROGNÓZA			
	2016	2017	2018	2019
AKTIVA	312 013	324 472	338 240	353 610
DLOUHODOBÝ MAJETEK	151 154	158 630	166 487	174 285
Dlouhodobý nehmotný majetek	362	395	433	452
Software	362	395	433	452
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	150 791	158 234	166 054	173 832
Pozemky	1 448	1 448	1 448	1 448
Stavby	114 021	119 258	124 503	129 738
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	35 322	37 528	40 102	42 646
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0
OBĚŽNÁ AKTIVA	160 275	165 244	171 142	178 696
Zásoby	45 472	47 795	50 284	51 744
Materiál	10 315	10 562	10 795	11 108
Nedokončená výroba a polotovary	21 489	22 357	23 388	24 067
Výrobky	12 894	14 083	15 292	15 736
Zboží	774	792	810	833
Krátkodobé pohledávky	84 514	88 302	91 142	94 713
Pohledávky z obchodních vztahů (krátk.)	84 239	88 021	90 854	94 417
Stát - daňové pohledávky	0	0	0	0
Ostatní poskytnuté zálohy	223	229	234	241
Dohadné účty aktivní (krátk.)	52	53	54	56
Krátkodobý finanční majetek	30 289	29 147	29 715	32 239
Peníze - provozně potřebné	20 376	22 339	24 174	24 875
Peníze provozně nepotřebné	9 913	6 807	5 542	7 364
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	585	599	612	629
Náklady příštích období	585	599	612	629

Zdroj: vlastní zpracování

V rámci pasiv bylo plánování v určité míře opět z generátorů hodnot, kdy pomocí investic do provozně nutného pracovního kapitálu byla naplánována výše krátkodobých závazků. Krátkodobé úvěry vycházejí z plánu financování a výsledek hospodaření běžného období z plánovaného výkazu zisku a ztrát.

Základní kapitál byl ponechán na úrovni roku 2015, stejně tak tomu je i u rezervních fondů, rezerv a dlouhodobých závazků. Výsledek hospodaření minulých let byl spočítán jako součet nerozděleného zisku minulých let z předešlého roku a výsledku hospodaření běžného období také předcházejícího roku, a od toho byla odečtena výplata dividend.

Tabulka č. 71: Plánovaná rozvaha (část pasiv) společnosti KMOTR a. s. (2016 – 2019) (v tis. Kč)

	PROGNÓZA			
	2016	2017	2018	2019
PASIVA	312 013	324 472	338 240	353 610
VLASTNÍ KAPITÁL	172 321	182 189	193 329	205 648
Základní kapitál	21 000	21 000	21 000	21 000
Základní kapitál	21 000	21 000	21 000	21 000
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	8 595	8 595	8 595	8 595
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	8 595	8 595	8 595	8 595
Výsledek hospodaření minulých let	114 723	122 726	132 594	143 734
Nerozdělený zisk minulých let	114 723	122 726	132 594	143 734
Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0
Výsledek hospodaření běžného období	28 003	29 868	31 139	32 319
CIZÍ ZDROJE	139 692	142 283	144 912	147 963
Rezervy	8 472	8 472	8 472	8 472
Dlouhodobé závazky	6 337	6 337	6 337	6 337
Odložený daňový závazek	6 337	6 337	6 337	6 337
Krátkodobé závazky	99 883	102 474	105 103	108 154
Závazky z obchodních vztahů (krátk.)	87 161	89 429	91 753	94 417
Závazky k zaměstnancům	3 559	3 662	3 760	3 869
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1 633	1 672	1 709	1 759
Stát - daňové závazky a dotace	2 991	3 063	3 130	3 221
Odložený daňový závazek	0	0	0	0
Dohadné účty pasivní (krátk.)	4 539	4 647	4 750	4 887
Jiné závazky	0	0	0	0
Bankovní úvěry a výpomoci	25 000	25 000	25 000	25 000
Krátkodobé bankovní úvěry	25 000	25 000	25 000	25 000

Zdroj: vlastní zpracování

6.4 Finanční analýza plánu

Finanční analýza plánu je završením kapitoly o finančním plánu společnosti KMOTR, kdy bude zhodnoceno pomocí poměrových ukazatelů, zda je adekvátně naplánován vývoj finanční situace společnosti v letech 2016 až 2019. Stejně jako v kapitole o finanční analýze zde budou zastoupeny ukazatele rentability, likvidity, aktivity a zadluženosti.

Tabulka č. 72: Finanční analýza plánu (2016-2019) (ve dnech²⁸, v %)

UKAZATELE RENTABILITY				
	2016	2017	2018	2019
ROE	16,25%	16,39%	16,11%	15,72%
ROA	8,97%	9,21%	9,21%	9,14%
ROS	4,46%	4,65%	4,74%	4,78%
ROCE	13,20%	13,45%	13,36%	13,17%
UKAZATELE LIKVIDITY				
	2016	2017	2018	2019
Celková likvidita	1,28	1,30	1,32	1,34
Pohotová likvidita	0,92	0,92	0,93	0,95
Okamžitá likvidita	0,24	0,23	0,23	0,24
UKAZATELE AKTIVITY				
	2016	2017	2018	2019
Doba obratu aktiva	181,48	184,31	188,00	191,00
Doba obratu dlouhodobého majetku	87,92	90,11	92,54	94,14
Doba obratu zásob	26,45	27,15	27,95	27,95
Doba obratu pohledávek	49,16	50,16	50,66	51,16
Doba obratu závazků	61,78	61,81	61,94	61,84
UKAZATELE ZADLUŽENOSTI				
	2016	2017	2018	2019
Celková zadluženost	44,77%	43,85%	42,84%	41,84%
Ukazatel úrokového krytí I.	142,56	152,06	158,53	164,54
Finanční páka	1,81	1,78	1,75	1,72

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatele rentability již v minulosti vykazovaly dobré hodnoty pro společnost, výnosnost byla vyhovující. V budoucích letech nedošlo k příliš významným změnám, hodnoty se pohybují přibližně okolo hodnot z roku 2015.

²⁸ ukazatele aktivity

Z hlediska likvidity jsem se v kapitole o finanční analýze zmínila, že se společnost vyznačuje spíše riskantnější strategií. V dalších letech ovšem můžeme vidět, že se celková i pohotová likvidita opět trochu přiblížila doporučenému rozmezí, které je u celkové likvidity 1,5 až 2,5 a u pohotové likvidity 1. Co se týká okamžité likvidity, tak zde již bylo nutné zasáhnout a přesně naplánovat finanční hotovost tak, aby společnost dosahovala z hlediska okamžité likvidity doporučené hodnoty 0,2, a tudíž v budoucnu hrozilo menší riziko, že společnost nebude schopna splatit právě splatné dluhy. Nutno podotknout, že zde do výpočtu okamžité likvidity vstupuje i nepotřebná část peněžních prostředků.

Ukazatele aktivity, přesněji doby obratu, byly z větší části plánovány v rámci generátorů hodnoty, kdy byly vhodně plánovány výše doby obratu závazků a pohledávek, které by se v rámci prognózovaných let měly přibližně rovnat. Doby obratu závazků jsou v této části ovšem vypočteny souhrnně za krátkodobé i dlouhodobé, proto jsou mírně vyšší, nežli byly v rámci generátorů hodnot.

Celková zadluženost v průběhu let mírně klesá, stejně jako tomu je od roku 2014. Proto platí, že společnost ve větší míře používá jako zdroje financování vlastní kapitál, což je také z toho důvodu, že se společnosti více daří a navyšuje zisk. S tím jak se snižuje celková zadluženost, tak se snižuje i využití finanční páky. Ukazatel úrokového krytí dosahuje více než dobrých hodnot.

V závěru finanční analýzy je tedy vhodné zopakovat, že se opět potvrdilo, jak vyplývalo již ze strategické a finanční analýzy, že společnost KMOTR splňuje předpoklad „going concern“, a proto bude moci být v další kapitole této práce oceněna výnosovou metodou.

7. Ocenění

Závěrečnou kapitolu této práce představuje samotné ocenění, při kterém se zprvu zaměřím na stanovení diskontní míry, následně připomenu výpočet volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele, které již byly vyčísleny při sestavování finančního plánu oceňovaného podniku. Následně přejdu k vyčíslení hodnoty podniku. Jako metodu ocenění jsem v této práci vybrala metodu DCF ve variantě Entity, kterou lze využít v případě, kdy nám finanční a strategická analýza, potažmo i analýza generátorů hodnoty potvrdila předpoklad „going concern“ u oceňovaného podniku KMOTR – Masna Kroměříž a.s.. Podnik bude oceněn k 1.1.2016. V rámci metody DCF se také podrobněji zaměřím na parametry pokračující hodnoty, které mívají zásadní dopad na celkovou hodnotu podniku. Závěrem bude nutné sladit kapitálovou strukturu pomocí iterací a také zhodnotit jak se výše hodnoty podniku odlišuje v rámci uvažování optimistické, pesimistické a střední varianty.²⁹

²⁹ následující kapitoly jsou zaměřeny na uvažování střední varianty scénáře

7.1. Stanovení diskontní míry

Stanovení diskontní míry v této práci bude specifické díky tomu, že z hlediska kategorie hledám při ocenění podniku KMOTR – Masna Kroměříž investiční hodnotu, tudíž hodnotu jedinečnou pro specifického investora či skupinu investorů.

Diskontní míra bude určena pomocí průměrných vážených nákladů na kapitál (WACC), přičemž náklady na vlastní kapitál budou zjištěny komplexní stavebnicovou metodou a náklady na cizí kapitál vyplývají z výše úrokových sazeb úvěrů, které společnost přijala.

Ve vzorci průměrných vážených nákladů na kapitál se promítá kapitálové struktura podniku, přičemž je nutné podotknout, že tato struktura by měla vycházet z tržních hodnot VK a CK. Při výpočtu WACC bude nejprve využita účetní struktura tohoto kapitálu a následně bude upravena pomocí iterací. Vzhledem k použití komplexní stavebnicové metody pro výpočet nákladů na vlastní kapitál se jedná přímo o náklady zadlužené, tudíž, zde není nutné uvažovat přepočet pomocí reagenční rovnice.

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

- **Náklady na cizí kapitál**

Náklady na cizí kapitál v této práci ztotožním s úrokovou sazbou z bankovního úvěru, který má společnost KMOTR, přičemž sazba je ve výši PRIBOR + 0,85 %. Tudíž náklady na cizí kapitál budou ve výši 0,12 % + 0,85 %, a to pro všechny prognózované roky, vzhledem k tomu, že to má oceňovaná společnost dané ve smlouvě s bankou.

- **Náklady na vlastní kapitál**

Pro stanovení nákladů na vlastní kapitál jsem se rozhodla využít komplexní stavebnicovou metodu, která počítá s bezrizikovou sazbou a rizikovou přírážkou. Tato metoda stanovení nákladů na vlastní kapitál je specifická díky tomu, že je pro čtenáře více transparentní a průhledná, jelikož jsou při jejím výpočtu odhaleny jednotlivé součásti díky dílčím rizikovým přírážkám.

Jako doplnění jsem se rozhodla vypočítat náklady na vlastní kapitál navíc pomocí modelu CAPM, jelikož si myslím, že díky tomu bude lépe viditelné, že při výpočtu pomocí komplexní stavebnicovou metodou je v nákladech na vlastní kapitál zobrazeno celkové riziko, tedy systematické i nesystematické, přičemž při výpočtu pomocí modelu CAPM je v nákladech obsaženo pouze riziko systematické, díky čemuž by tedy tyto náklady měly vyjít nižší právě o to nesystematické riziko.

Náklady na vlastní kapitál – model CAPM

$$n_{VK} = r_f + \beta * RPT + RPZ$$

Při výpočtu pomocí modelu CAPM jsem využila pro bezrizikovou sazbu (r_f) výnosnost dlouhodobých státních dluhopisů, ale ovšem ne českých dluhopisů, jako tomu bude u komplexní stavebnicové metody, ale využila jsem data z amerického kapitálového trhu. Důvodem je to, že i další parametry pro výpočet nákladů na vlastní kapitál zjišťuji z amerického trhu a chtěla jsem zachovat soulad veličin ve vzorci. Bezriziková sazba byla tudíž zjištěna ze stránek amerického ministerstva financí³⁰, přičemž výnos do doby splatnosti 30-letého dluhopisu činí k 31.12.2015 3,01 %.

Ostatní parametry jsem zjišťovala na webových stránkách profesora Damodarana.³¹ U koeficientu Beta jsem se rozhodla najít nezadluženou Betu a následně zohlednit kapitálovou strukturu podniku Kmotr, přičemž je nutné podotknout, že v následujících tabulkách jsou uvedeny hodnoty po iteracích. V této práci sice primárně nevyužívám model CAPM pro výpočet n_{VK} při kalkulaci diskontní míry a potažmo celé ocenění, přesto jsem ale zařadila do přílohy č. 12 celkové ocenění podniku KMOTR za využití modelu CAPM při kalkulaci nákladů na vlastní kapitál.

³⁰<https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2015>

³¹<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Nezadluženou Betu jsem našla pro dané odvětví, kterým je zde Food processing. „Unlevered beta“ zde činí 0,72, a to k lednu 2016. Data pro nezadluženou Betu se vztahují k americkým společnostem. Specifikum České republiky zohledním v rámci rizikové prémie země.

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

Tabulka č. 73: Výpočet koeficientu β – zadlužená (2016-2019) (CK a VK v tis. Kč) – po iteracích

	2016	2017	2018	2019
CK	24 959	25 000	25 000	25 000
VK	491 629	498 702	519 317	539 616
CK/VK	0,05	0,05	0,05	0,05
(1-d)	0,81	0,81	0,81	0,81
β - nezadlužená	0,72	0,72	0,72	0,72
β - zadlužená	0,75	0,75	0,75	0,75

Zdroj: vlastní zpracování, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> - Levered and Unlevered Betas by Industry

Rizikovou prémie kapitálového trhu jsem hledala na totožných stránkách v kolonce „Historical Returns on Stocks, Bonds and Bills – USA“, přesněji „Historical Risk Premium“. Jedná se o historický geometrický průměr mezi lety 1928 – 2015 a jelikož oceňuji k 1.1.2016, tak hodnota činí 4,54 %. Posledním parametrem, který jsem zjišťovala, byla riziková prémie země, kterou jsem opět na stránkách profesora Damodarana našla v záložce „Risk premium for Other Markets“, přičemž riziková přírážka činí k lednu 2016 pro Českou republiku 1,11 %.

Celková výše nákladů na vlastní kapitál vypočtených pomocí modelu CAPM činí v roce 2016 7,52 %.

Tabulka č. 74: Náklady na vlastní kapitál – model CAPM (2016-2019) (v %) – po iteracích

	2016	2017	2018	2019
r_f	3,01%	3,01%	3,01%	3,01%
RPT	4,54%	4,54%	4,54%	4,54%
β - zadlužená	0,75	0,75	0,75	0,75
RPZ	1,11%	1,11%	1,11%	1,11%
n_{VK}	7,52%	7,52%	7,52%	7,52%

Zdroj: vlastní zpracování, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> - Levered and Unlevered Betas by Industry, HistoricalReturns on Stocks, Bonds and Bills – USA, Risk premium for OtherMarkets

Náklady na vlastní kapitál – komplexní stavebnicová metoda

Při využití komplexní stavebnicové metody pro výpočet nákladů na vlastní kapitál jsem určila bezrizikovou sazbu pomocí výnosnosti dlouhodobých českých státních dluhopisů. Přesněji se jednalo o výnos do doby splatnosti dluhopisu ST.DLUHOP. 4,85/57³², který měl k 30.12.2015, tedy těsně před dnem ocenění, výši výnosu do doby splatnosti 2,214 %. Tento dluhopis jsem vybrala z důvodu jeho délky doby splatnosti, jelikož u oceňovaného podniku předpokládáme going concern, proto jsem se snažila najít dluhopis, který má nejdelší dobu splatnosti. K bezrizikové sazbě jsem musela vyčíslit rizikovou přírážku.

$$n_{VK} = r_f + RP$$

Při výpočtu koeficientu rizikové přírážky je zapotřebí kalkulovat s maximálními náklady na vlastní kapitál, přičemž obvykle jsou tyto náklady ztotožňovány s výnosností, kterou by požadovali investoři z vysoce rizikové investice, tedy do rizikového kapitálu, která se pohybuje mezi 30-35%.³³ Já v této práci budu kalkulovat s $n_{VK(max)}$ ve výši 30 %.

Následně je třeba přiřadit stupeň rizika konkrétním rizikovým faktorům, přičemž ty je možné rozdělit na faktory obchodního a faktory finančního rizika. Stupně rizika jsou 4, a to stupeň nízkého, průměrného, zvýšeného a vysokého rizika. Po „oznámkování“ jednotlivých druhů rizik příslušným stupněm jsem převedla jednotlivé druhy rizik na rizikové přírážky, a to pomocí koeficientu rizikové přírážky (z) a obecné výše RP .

$$a = \sqrt[4]{\frac{n_{VK(max)}}{r_f}}$$

$$z = (a^x - 1)^{34}$$

$$RP = z * \frac{r_f}{n}^{35}$$

³²<https://www.penize.cz/dluhopisy/89007-st-dluhop-48557#historyTable>

³³VALACH, Josef a kol. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, str. 378

³⁴ x = stupeň rizika (1- nízké, 2-průměrné, 3-zvýšené, 4-vysoké)

³⁵ n = počet rizikových faktorů

X -stupeň rizika	a^x	z	RP
1 - Nízké riziko	1,918606	0,91860649	0,0726%
2 - Přiměřené riziko	3,681051	2,68105087	0,2120%
3 - Zvýšené riziko	7,062488	6,06248809	0,4794%
4 - Vysoké riziko	13,55014	12,5501355	0,9924%

V následující tabulce (č. 75) jsou ohodnocena jednotlivá rizika v rozdělení na obchodní riziko a finanční riziko, přičemž každému dílčímu riziku je přiřazen stupeň od 1 do 4, kde 1 představuje nízké riziko a 4 vysoké riziko. Hodnocení rizika v této tabulce vychází z převážné většiny z již uvedeného hodnocení v rámci strategické analýzy, kde byl analyzován trh a následně i tržní podíl, dále z finanční analýzy a neposledně hodnocení rizika vyplývá i z generátorů hodnoty, kde např. v rámci prognózy ziskové marže byly analyzovány jednotlivé faktory ji ovlivňující.

Tabulka č. 75: Hodnocení rizika

OR - Rizika na úrovni oboru		OR - Výrobní proces	
Dynamika oboru	3	Struktura výrobků	1
Závislost oboru na hospodářském cyklu	1	Technologické možnosti výroby	1
Potenciál inovací v oboru	2	Pracovní síla	2
Určování trendů v oboru	3	Dodavatelé	2
OR - Rizika na úrovni trhu		OR - Specifické faktory ziskové marže	
Kapacita trhu, možnost expanze	4	Úroveň fixních nákladů	1
Rizika dosažení tržeb	2	Postavení podniku vůči odběratelům	1
Rizika proniknutí na trhy, cílové trhy	1	Postavení podniku vůči dodavatelům	2
OR - Rizika z konkurence		FR - Faktory rizika financování	
Konkurence	4	Úročený cizí kapitál/ vlastní kapitál	2
Konkurenceschopnost produktů	3	Podíl WC na OA	3
Ceny	1	Ukazatel úrokového krytí	1
Kvalita, řízení kvality	3	Běžná a okamžitá likvidita	4
Reklama a propagace	2	Průměrná doba inkasa pohledávek	1
Distribuce, servis	2	Průměrná doba držení zásob	1
OR - Management			
Vize, strategie	1		
Klíčové osobnosti	3		

Zdroj: Mařík, M.: *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*. Praha, Ekopress 2011, str. 243-250, vlastní tvorba

Výsledný propočet nákladů na vlastní kapitál sestává z bezrizikové sazby a součtu rizikových přírážek v rámci obchodního i finančního rizika, kde celková riziková přírážka činí 8,35 %, tudíž celkové náklady na vlastní kapitál vypočtené pomocí komplexní stavebnicové metody jsou 10,56 %. Jak lze vidět opravdu převyšují náklady na vlastní kapitál zjištěné pomocí metody CAPM, přičemž rozdíl představuje nesystematické riziko.

Tabulka č. 76: Náklady na vlastní kapitál – výpočet

Výpočet - Náklady na vlastní kapitál	
Bezriziková sazba (r_f)	2,21%
OR - Rizika na úrovni oboru	1,24%
OR - Rizika na úrovni trhu	1,28%
OR - Rizika z konkurence	2,45%
OR - Management	0,55%
OR - Výrobní proces	0,57%
OR - Specifické faktory ziskové marže	0,36%
FR - Faktory rizika financování	1,90%
Riziková přírážka - celkem	8,35%
Náklady na VK - celkem	10,56%

Zdroj: Mařík, M.: Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy. Praha, Ekopress 2011, str. 243-250, vlastní tvorba

- **WACC**

Následně byly hodnoty dosazeny do vzorce pro průměrné vážené náklady na kapitál, přičemž je důležité připomenout, že v rámci WACC využívám pro hlavní ocenění náklady na vlastní kapitál, jež jsou vypočteny pomocí komplexní stavebnicové metody. Z tabulky č. 77 lze vidět, že WACC vycházejí nižší nežli rentabilita celkového investovaného kapitálu, která nám vchází do výpočtu pokračující hodnoty, přičemž tento převis je z hlediska 2. fáze dlouhodobě udržitelný.

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

Tabulka č. 77: WACC (v %)³⁶

	2016	2017	2018	2019
n_{VK}	10,56%	10,56%	10,56%	10,56%
n_{CK}	0,97%	0,97%	0,97%	0,97%
n_{CK po dani}	0,79%	0,79%	0,79%	0,79%
VK/K	92,36%	92,40%	92,73%	93,04%
CK/K	7,64%	7,60%	7,27%	6,96%
WACC	9,82%	9,82%	9,85%	9,88%

Zdroj: vlastní zpracování

Pro posouzení úměrné výše WACC jsem se rozhodla ještě pro porovnání výše WACC v daném odvětví. Tuto výši jsem získala na stránkách pana Damodarana, přesněji se jednalo o „Cost of Capital by Industry“ – Western Europe, a to k lednu 2016, tedy nejbližze datu ocenění. Výše průměrných WACC za odvětví „Food Processing“ činí 7,41 %³⁷. Předpokládám tedy, že se jedná v případě společnosti KMOTR o vhodnou výši WACC vezmu-li v potaz to, že náklady na vlastní kapitál zahrnují i nesystematické riziko.

³⁶ hodnoty v tabulce jsou již po iteracích (po vyladění kapitálové struktury)

³⁷<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

7.2. FCFF

Volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele byly vyčísleny již v rámci plánovaného výkazu CF. Zde zopakují, že jsem vyšla z korigovaného provozního výsledku hospodaření, který bylo nutné očistit o daň. Následně KPVH po dani upravit o nepeněžní operace, které zde představují odpisy a nakonec upravit o investice do provozně nutného pracovního kapitálu a o investice do provozně nutného dlouhodobého majetku.

Tabulka č. 78: FCFF (Volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele) za roky 2016 – 2019 (v tis. Kč)

	2016	2017	2018	2019
KPVH před daní	34 814	37 117	38 686	40 142
daň z KPVH	6 615	7 052	7 350	7 627
KPVH po dani	28 199	30 065	31 336	32 515
Úpravy o nepeněžní operace	14 913	13 932	13 550	13 610
Odpisy	14 913	13 932	13 550	13 610
Změna stavu rezerv	0	0	0	0
Úpravy provozně nutného PK	2 321	-5 499	-4 547	-2 700
Změna zásob	-742	-2 323	-2 489	-1 460
Změna pohledávek	-1 609	-3 788	-2 839	-3 571
Změna peněz	-1 120	-1 963	-1 834	-702
Změna časového rozlišení	-210	-14	-13	-18
Změna krátkodobých závazků	6 001	2 590	2 629	3 051
Provozní CF	45 433	38 498	40 338	43 426
Investice brutto	-15 365	-21 408	-21 408	-21 408
Investiční CF	-15 365	-21 408	-21 408	-21 408
FCFF	30 069	17 090	18 931	22 018

Zdroj: vlastní zpracování

7.3. Pokračující hodnota

Pokračující hodnota představuje hodnotu podniku ve 2. fázi. Jedná se o současnou hodnotu CF podniku od začátku druhé fáze/konce první fáze až do nekonečna. V rámci této hodnoty je podstatné, aby byla společnost na konci první fáze resp. na začátku druhé fáze stabilizována. Je třeba, aby byly stabilizovány určité parametry, které následně vcházejí do výpočtu pokračující hodnoty jako takové. V rámci této práce využiji pro výpočet pokračující hodnoty parametrický vzorec.

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

Při práci s pokračující hodnotou je třeba věnovat pozornost jednotlivým parametrům. Těmito parametry je tempo růstu (g), rentabilita čistých investic (r_i), korigovaný provozní výsledek hospodaření ve 2. fázi a diskontní míra (i_k). Mimo tyto parametry, které se přímo promítají v rámci parametrického vzorce, je důležité připomenout, že i zisková marže či tržní podíl oceňované společnosti by měly být na konci 1. fáze stabilizovány.

Tempo růstu (g)

Tempem růstu jsem se zabývala již v rámci strategické analýzy, kde bylo výsledně stanoveno, že pro 2. fázi je tempo růstu za relevantní trh shodné s tempem růstu tržeb společnosti KMOTR. Kde v rámci střední varianty toto tempo činí 2,5 %, u pesimistické 1,5 % a u optimistické 3,5 %.

Rentabilita investic (r_i)

Rentabilitu investic odvozují od rentability celkového investovaného kapitálu, jehož vyčíslením jsem se zabývala v rámci generátorů hodnoty, přičemž tato rentabilita byla zjištěna jako podíl KPVH po dani a provozně nutného investovaného kapitálu.

Tabulka č. 79: Rentabilita provozně nutného IK (v %)

	MINULOST					PROGNÓZA			
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Rentabilita provozně nutného IK	21,70%	3,82%	7,71%	11,95%	14,72%	13,82%	14,87%	14,56%	14,29%

Zdroj: vlastní zpracování

Vztah mezi rentabilitou investic a rentabilitou celkového IK je vztah mezi mezní a průměrnou hodnotou, tyto hodnoty se budou postupně přibližovat a je vhodné, aby na počátku 2. fáze byly stabilizovány.³⁸ Rentabilita provozně nutného IK se od roku 2017 mírně snižovala a tím stabilizovala. Pro 2. fázi je tedy stanovena výše rentability investic na úrovni 14,29 %. Jak lze vidět z tabulky č. 80, kde jsou vyčísleny parametry pro pokračující hodnotu v rámci všech scénářů, rentabilita zde vhodně převyšuje kalkulovanou úrokovou míru. Díky tomuto přesahu se nám potvrzuje, že podnik tvoří hodnotu. Ovšem je dobré pohlédnout i na to, jaký přesah rentability investic nad průměrnými váženými náklady kapitálu je obvyklý v daném odvětví k datu ocenění. Tuto informaci jsem opět vyhledala na stránkách pana Damodarana, kde jsem v záložce „EVA and Equity EVA by Industry“ – Western Europe zjistila, že tento rozdíl činil k lednu 2016 za odvětví „Food procesing“ 6,26 %. U společnosti KMOTR je tento rozdíl ve 2. fázi v rámci uvažování scénáře pro střední variantu 4,41 %, což můžeme považovat ve srovnání s odvětvím za uspokojivé.

³⁸ *Rentabilita investic a pokračující hodnota při oceňování podniku – časopis Soudní inženýrství* (<http://www.sinz.cz/archiv/docs/si-2006-04-189-198.pdf>)

KPVH_{T+1}

Korigovaný provozní výsledek hospodaření pro 2. fázi jsem zjistila navýšením KPVH na konci první fáze o tempo růstu ve fázi druhé.

Tabulka č. 80: Parametry k výpočtu PH v rámci scénářů (v tis. Kč, v %)

POKRAČUJÍCÍ HODNOTA	Scénář		
	Pesimistický	Střední	Optimistický
Tempo růstu (g)	1,5%	2,5%	3,5%
Rentabilita čistých investic (r _i)	13,77%	14,29%	14,76%
KPVH _{T+1}	31 333	33 328	35 233
i _k	9,81%	9,88%	9,95%
PH	335 904	372 499	416 694

Zdroj: vlastní zpracování

7.4. Ocenění metodou DCF Entity

Ocenění pomocí metody DCF Entity je založeno na výpočtu SH volných peněžních toků, které představují první fázi a pokračující hodnoty, která vyjadřuje SH peněžních toků od konce 1. fáze do nekonečna.

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

Vzhledem k tomu, že metoda DCF Entity neposkytuje ihned „správný“ výsledek, jako např. metoda DCF APV, je nutné se uchýlit k iteracím, tedy k vyladění kapitálové struktury. To znamená, že usilujeme o to, aby výsledná kapitálová struktura byla shodná se vstupní kapitálovou strukturou, což by nebylo možné bez tohoto vyladění.

Proto lze vidět v tabulce č. 81 již výpočty po iteracích, kde je hodnota podniku vždy k 1.1. daného roku, přičemž po odečtení úročeného cizího kapitálu získáme hodnotu netto. Podnik nemá k datu ocenění, tedy k 1.1.2016 žádný neprovozní majetek.

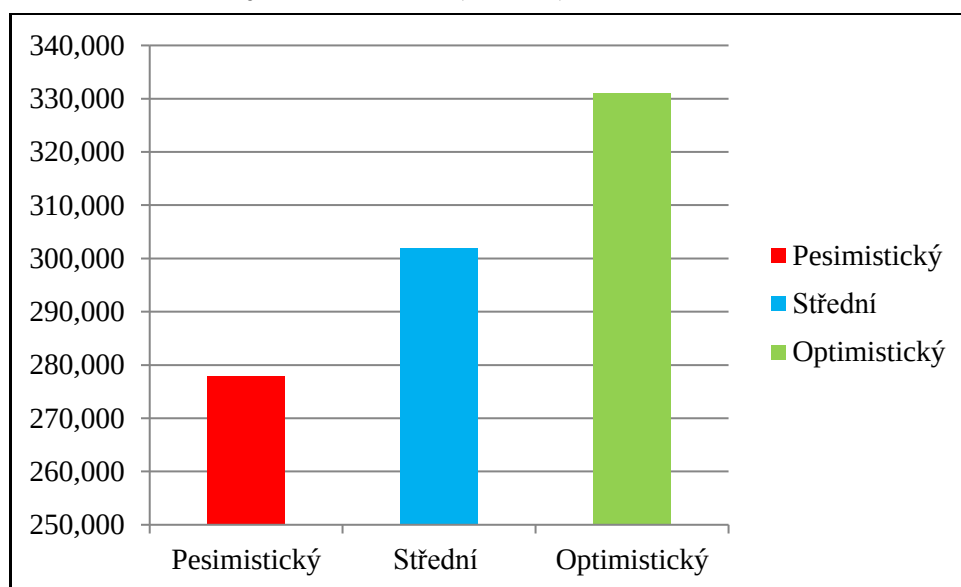
Tabulka č. 81: Ocenění metodou DCF Entity – po iteracích (v tis. Kč, v %)

STŘEDNÍ VARIANTA					
	2016	2017	2018	2019	2.fáze
FCFF	30 069	17 090	18 931	22 018	
WACC	9,82%	9,82%	9,85%	9,88%	9,88%
Hodnota brutto	326 856	328 870	344 072	359 039	372 499
úročený CK	24 959	25 000	25 000	25 000	25 000
Hodnota netto	301 897	303 870	319 072	334 039	347 499
CK/K	7,64%	7,60%	7,27%	6,96%	6,71%

Zdroj: vlastní zpracování

Nyní bude nutné zaměřit se na variantní scénáře, tedy na to, jaká by byla hodnota netto při uvažování pesimistického a optimistického scénáře, přičemž v rámci těchto variant uvažujeme rozdílné volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele a zároveň pokračující hodnota je založena na některých odlišných parametrech, nežli tomu bylo u střední varianty scénáře. Podrobné výpočty hodnoty netto v rámci optimistické a pesimistické varianty lze najít v příloze práce. Nyní ale uvedu v grafu č. 28 srovnání výsledných hodnot v rámci těchto variantních scénářů.

Graf č. 28: Porovnání hodnoty netto – scénáře (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování

V grafu č. 28 či tabulce č. 82 lze vidět, že na základě střední varianty scénáře činí **hodnota podniku KMOTR – Masna Kroměříž a.s. zjištěná pomocí metody DCF Entity 301 897 tis. Kč, a to k 1.1.2016.** Pokud se jedná o hodnotu v rámci pesimistického scénáře, tak je hodnota podniku 277 900 tis. Kč a při uvažování optimistického scénáře 330 999 tis. Kč.

7.5. Ocenění metodou odvětvových multiplikátorů

Společnost KMOTR a.s. bude také doplňkově oceněna pomocí metody odvětvových multiplikátorů. Tato akciová společnost není obchodována na kapitálovém trhu, tudíž není možné provést přímé ocenění z dat kapitálového trhu, ale je možné provést ocenění tržním porovnáním, přičemž já jsem si zde vybrala ocenění pomocí metody odvětvových multiplikátorů.

Data pro toto ocenění jsem získala na webových stránkách prof. Damodarana, kde jsem vyhledala příslušné násobitelé pro odvětví „*Food processing*“ a oblast Western Europe. Tato data se vztahují k lednu roku 2016.

Jako první jsem využila výnosový násobitel EV/EBIT, přičemž při následném zjišťování hodnoty brutto jsem využila EBIT společnosti KMOTR a.s. za rok 2015. Po zjištění hodnoty brutto bylo nutné odečíst úročený cizí kapitál, jelikož EV/EBIT je brutto násobitel. Výsledná hodnota netto k 1.1.2016 společnosti KMOTR a.s. vypočtena pomocí odvětvového multiplikátoru EV/EBIT je **663 039 tis. Kč**.

Tabulka č. 82: Ocenění pomocí odvětvových multiplikátorů - EV/EBIT, P/BV (v tis. Kč)

Ocenění - Brutto násobitel	
EBIT - KMOTR a.s.	37 169
EV/EBIT - "Food processing"	18,51
Hodnota brutto k 1.1.2016	687 998
úročený CK	24 959
Hodnota netto k 1.1.2016	663 039
Ocenění - Netto násobitel	
BV - KMOTR a.s.	164 318
Počet akcií (v tis.)	0,21
BV - KMOTR a.s.	782 467
P/BV - "Food processing"	3,03
Hodnota na 1 akcii	2 370 874
Hodnota netto k 1.1.2016	497 884

Zdroj: vlastní zpracování, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> - Price and Value to Book Ratios and ROE by Industry Sector; Value/EBIT & Value/EBITDA Multiples by Industry Sector

Druhý násobitel, který, jsem využila, byl majetkový násobitel P/BV. Jedná se o vztah mezi cenou akcie a účetní hodnotou vlastního kapitálu na akcii. Společnost KMOTR a.s. má v základním kapitálu 210 ks akcií, tudíž ÚH VK na 1 akcii je 782 467 tis. Kč. Stejně jako u prvního násobitele jsem využila data za odvětví „Food processing“ a oblast Western Europe, kde násobitel P/BV k lednu 2016 činil 3,03. Výsledné ocenění pomocí odvětvového multiplikátoru P/BV je 497 884 tis. Kč, přičemž zde vyšla přímo hodnota netto k 1.1.2016 a nebylo nutné odečítat úročený cizí kapitál, jelikož P/BV je násobitel netto.

Ocenění pomocí metody odvětvových multiplikátorů, ať už při využití násobitele EV/EBIT či P/BV, je nutné brát jako ocenění spíše v kontextu zasazení do určitého rámce, jelikož je vhodné porovnat ocenění výsledné (pomocí metody DCF) i s oceněním pomocí jiných metod. Rámcově pojmám ocenění tržním porovnáním také z toho důvodu, že metoda ocenění pomocí odvětvových multiplikátorů využívá násobitele vypočítané z určitého vzorku firem za dané odvětví a tudíž je třeba mít stále na paměti, že se jedná o jakýsi průměr, který může být ovlivněn krajními hodnotami.

7.6. Srovnání výsledných ocenění

V této části práce bych se ráda zaměřila na souhrnné srovnání výsledků ocenění společnosti KMOTR a.s. Jako primární považuji metodu DCF Entity při použití střední varianty a zároveň při kalkulaci n_{VK} pomocí komplexní stavebnicové metody. Dále jsem se ale v této práci zabývala i kalkulací hodnoty při uvažování pesimistické a optimistické varianty v rámci metody DCF a zároveň při výpočtu n_{VK} pomocí komplexní stavebnicové metody. U těchto tří výsledků, jak jsem již uvedla výše, nebyly tak velké rozdíly. Při uvažování **střední varianty** vyšla hodnota k 1.1.2016 **302 000 tis. Kč**, u **pesimistického scénáře** **278 000 tis. Kč** a u **optimistického scénáře** **331 000 tis. Kč**.³⁹

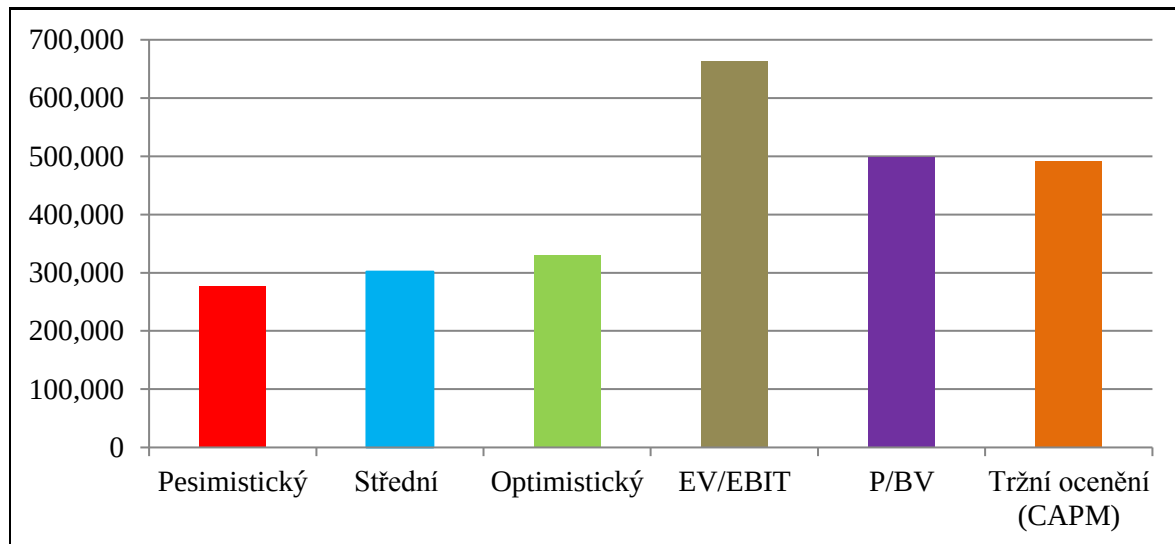
Dále jsem ovšem zjišťovala i hodnotu oceňované společnosti při kalkulaci n_{VK} pomocí **modelu CAPM**, ovšem při uvažování **střední varianty scénáře**. Zde vyšla hodnota společnosti k 1.1.2016 **491 700 tis. Kč**. Jak lze vidět, hodnota vyšla vyšší nežli všechny předchozí varianty. Hlavním důvodem je již několikrát zmíněný fakt, že při uvažování n_{VK} pomocí komplexní stavebnicové metody se uvažuje i nesystematické riziko, díky čemuž poté celkové průměrné vážené náklady na kapitál vyjdou vyšší a celková hodnota tudíž nižší.

Naposledně jsem se zabývala i oceněním pomocí metody odvětvových multiplikátorů. Zde vyšly výsledné hodnoty také poměrně odlišně oproti primárnímu ocenění při využití komplexní stavebnicové metody. Při využití **násobitele EV/EBIT** vyšla hodnota společnosti k 1.1.2016 **663 000 tis. Kč** a při využití **násobitele P/BV** **497 900 tis. Kč**. Jak můžeme vidět hodnota zjištěná pomocí násobitele P/BV se značně blíží hodnotě společnosti vypočtené při využití modelu CAPM, jelikož také staví na tržním základě. Vyšší hodnota, jež vychází pomocí násobitele EV/EBIT může být způsobena tím, že se jedná o násobitel brutto, a společnost KMOTR disponuje poměrně nízkým podílem úročených cizích zdrojů. Diferenciace oproti primárnímu ocenění, jež využívá komplexní stavebnicovou metodu, je dle mého názoru dána stejným důvodem jako jsem již uvedla při argumentech rozdílnosti vůči využití modelu CAPM a tím je zahrnutí nesystematického rizika a tudíž vliv na celkovou výši průměrných vážených nákladů na kapitál.

³⁹ výsledné hodnoty jsou pro větší přehlednost zaokrouhleny.

Závěrem této kapitoly argumentující srovnání jednotlivých výsledků ocenění, doplním ještě grafické porovnání jednotlivých variant ocenění.

Graf č. 29: Porovnání výsledných hodnot (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování

Výsledný intervalový odhad hodnoty společnosti bude korespondovat s oceněním založeným na metodě DCF Entity, a to za použití variantních scénářů. Jak již bylo výše řečeno, ocenění pomocí odvětvových multiplikátorů zde беру zejména kvůli rámcovému zasazení ocenění pomocí metody DCF. Hodnoty zjištěné pomocí odvětvových multiplikátorů (EV/EBIT i P/BV) se odlišují zejména díky vzorku společností, na nichž byl postaven tento násobitel, přičemž je zajímavé, že ocenění, ve kterém byl využit model CAPM pro zjištění nákladů na VK se velmi přibližuje ocenění pomocí násobitele P/BV, což nám opět zasazuje rámec celého ocenění, jelikož tyto dvě hodnoty jsou založeny na tržním základě.

Výsledná investiční hodnota společnosti KMOTR – Masna Kroměříž a.s. se pohybuje v intervalu od 278 000 tis. Kč do 331 000 tis. Kč⁴⁰

V rámci intervalu považuji jako základní, střední variantu scénáře. Bodový odhad ocenění je tudíž k 1.1.2016 302 000 tis. Kč.

⁴⁰ interval je rozmezím pesimistické a optimistické varianty ocenění pomocí metody DCF Entity

8. Závěr

Cílem této diplomové práce bylo nalézt investiční hodnotu společnosti KMOTR – Masna Kroměříž a.s. k 1.1.2016. Ocenění bylo tudíž provedeno z pohledu stávajícího vlastníka, koncernu AGROFERT. Celá práce byla rozdělena do několika podstatných bloků, z nichž každá část nesla určitou informaci pro závěrečné ocenění. Těmito částmi byla strategická analýza, finanční analýza, analýza generátorů hodnoty a sestavení finančního plánu, teprve poté následovalo samotné ocenění.

Strategická analýza, jež je první částí této práce přinesla zejména prognózu tržeb oceňovaného podniku a také stanovení určité pozice na vymezeném relevantním trhu. Společnost KMOTR se pohybuje na českém a slovenském trhu, a to v oboru zpracování masných výrobků, přičemž se zaměřuje na výrobu salámů. Koncept této společnosti je spíše vyhraňující se oproti konkurentům, jelikož se zaměřuje převážně na jeden druh výrobku – salámy a dále také vlastní ojedinělý koncept pojízdných prodejen. V průběhu analyzovaných let tržní podíl společnosti spíše stagnuje. Důležité je také poznamenat, že oceňovaný podnik se pohybuje na trhu, kde figuruje značné množství konkurenčních podniků.

Finanční analýza mi pomohla nahlédnout do hospodaření společnosti mezi lety 2010 až 2015. Hlavními závěry z této části práce bylo zjištění, že od krizového roku 2012 se společnosti daří a navyšuje svůj zisk, i z hlediska investic společnost nezůstává „pozadu“, s čímž je i spojen fakt, že společnost efektivně využívání vlastní i cizí zdroje a nelze říci, že by společnost měla problém se zadlužením či splácením úroků. Negativa, která jsem ve finanční oblasti ovšem zjistila, je neúměrně nízká likvidita, se kterou poté pracuji i ve finančním plánu, jelikož je v budoucích letech nutné, aby se společnost dostala alespoň na doporučené hodnoty okamžité likvidity a nedostala se v budoucích letech do problémů se splácením.

Po strategické a finanční analýze následovala analýza generátorů hodnoty, kde bylo nejpodstatnější vymezení provozně nutného a nenutného majetku a s tím související výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření. Dále následovala již prognóza generátorů hodnoty, zejména ziskové marže, která byla naprognózovaná jak shora, tak i zdola. Po těchto částech již nechybělo nic k sestavení plánované rozvahy, výkazu zisku a ztrát a samozřejmě výkazu cash flow, který byl dále podstatný při samotném ocenění, kde je třeba mít vyčísleny volné peněžní toky.

V závěrečné kapitole věnované samotnému ocenění jsem věnovala větší pozornost vyčíslení diskontní míry. Vzhledem k tomu, že cílem práce bylo nalezené investiční hodnoty, rozhodla jsem se primárně u výpočtu nákladů na vlastní kapitál využít komplexní stavebnicovou metodu. Ovšem zaměřila jsem se okrajově i na propočet v rámci modelu CAPM, aby bylo názorně viditelné, že náklady na vlastní kapitál zjištěné pomocí komplexní stavebnicové metody převyšují ty zjištěné pomocí modelu CAPM, právě o nesystematické riziko. Následně jsem se věnovala finálnímu výpočtu WACC, pokračující hodnoty až jsem dospěla k vyčíslení hodnoty podniku pomocí metody DCF Entity, přičemž jsem pracovala jak se střední, optimistickou, tak i pesimistickou variantou, jelikož s nimi jsem pracovala již při vymezení tržeb u strategické analýzy a také při sestavení finančního plánu. Variantní verze finančního plánu (optimistická a pesimistická verze) lze nalézt v přílohách. Mimo metody DCF Entity jsem se rozhodla využít pro ocenění dále ještě tržní porovnání, a to pomocí odvětvových multiplikátorů. Rozdílnosti výsledků těchto metod či variant ocenění jsem se věnovala v poslední podkapitole.

Jako určující ovšem pojmám metodu DCF Entity při uvažování střední varianty a využití komplexní stavebnicové metody při výpočtu n_{VK} , které je věnována většina této práce. Na základě této varianty vychází **hodnota společnosti k 1.1.2016 302 000 tis. Kč, která představuje bodový odhad ocenění.**

9. Zdroje

Knižní zdroje:

- KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. Praha: C.H. Beck, 2004. Ekonomie (C.H. Beck). ISBN 80-717-9802-9.
- KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. *Finanční analýza: krok za krokem*. Praha: C.H. Beck, 2005. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-717-9321-3.
- KNÁPKOVÁ, Adriana a Drahomíra PAVELKOVÁ. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. Praha: Grada, 2010. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-3349-4.
- KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada, 2009. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-2865-0.
- MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.
- SEDLÁČEK, Jaroslav. *Účetní data v rukou manažera - finanční analýza v řízení firmy*. 2. dopl. vyd. Praha: ComputerPress, 2001. Praxe manažera (ComputerPress). ISBN 80-722-6562-8.
- SCHOLLEOVÁ, Hana. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. Praha: Grada, 2008. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-2424-9.
- VALACH, Josef a kol. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 513 s. ISBN 978-80-86929-71-2.

Internetové zdroje:

- Atlas masa (http://hnutiduha.cz/sites/default/files/publikace/2014/08/meatatlas2014_cz_web.pdf)
- <http://www.bezpecnostpotravin.cz/az/termin/76661.aspx>
- <http://www.bezpecnostpotravin.cz/oceneni-czech-made-a-certifikaty-haccp-potravinarskym-vyrobcum.aspx?laos=14>
- Bivoj, a.s. (<http://www.bivoj.cz/>)
- <http://eagri.cz/public/web/mze/legislativa/pravni-predpisy-mze/tematicky-prehled/?topic=food>
- Klasa – značka kvality (<https://www.eklasa.cz/spotrebitele/vyrobky/:maso-masne-vyrobky/fv-ham%C3%A9/fk-0>)
- <http://www.ceskachutovka.cz/index.php?id=6>
- <https://cs.wikipedia.org/wiki/HACCP>

- https://cs.wikipedia.org/wiki/Re%C3%A1ln%C3%A1_mzda
- Český statistický úřad (<https://www.czso.cz/>)
- Damodaran (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>)
- dTEST- Test loveckých salámů 2015 (<https://www.dtest.cz/testy-vyroby-510/test-loveckych-salamu>)
- <https://www.finance.cz/makrodata-eu/hdp/informace/>
- Hamé s.r.o. (<http://hame.cz/>)
- Institut oceňování majetku VŠE - Mařík, M. - Maříková, P.: Slabší místa v ocenění českých podniků – 2. část. Odhadce a oceňování podniku č. 3-4/2011, ročník XVII, str. 26-35, ISSN 1213-8223
- Institut oceňování majetku VŠE - Mařík, M. – Maříková, P.: Hodnotové báze pro oceňování podniku – stále otevřený problém. Odhadce a oceňování podniku č. 3-4/2011, ročník XVII, str. 37-56, ISSN 1213-8223
- MP Krásno, a.s. (<http://www.krasno.cz/>)
- <http://www.kurzy.cz/kurzy-men/historie/>
- LE & CO - Ing. Jiri Lenc, s.r.o. (<http://www.le-co.cz/>)
- Ministerstvo financí ČR – Makroekonomická predikce říjen 2015 (<http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2015/makroekonomicka-predikce-rijen-2015-22888>)
- Ministerstvo financí SK- 37. zasadnutie výboru pre makroekonomické prognózy (september 2015) <http://www.finance.gov.sk/Default.aspx?CatID=10325>
- Ministerstvo financí USA (<https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2015>)
- Ministerstvo průmyslu a obchodu (<https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/>)
- <http://www.nace.cz/nace/10-1-zpracovani-a-konzervovani-masa-a-vyroba-masnych-vyroby/>
- Panorama potravinářského průmyslu 2010 – 2015 (<http://eagri.cz/public/web/mze/potraviny/publikace-a-dokumenty/panorama-potravinarskeho-prumyslu/>)
- <https://www.penize.cz/dluhopisy/89007-st-dluhop-48557#historyTable>
- https://www.potravinyinfo.cz/33/prehled-narizeni-eu-hygienicke-pozadavky-na-vyrobu-potravin-uniqueidmRRWSbk196FNf8-jVUh4ElJC_cGyFPGgmIL3oclrNmU/?uri_view_type=5

- *Situační a výhledové zprávy – Drůbež a vejce 2010 - 2014*
(<http://eagri.cz/public/web/mze/potraviny/publikace-a-dokumenty/situacni-a-vyhledove-zpravy/zivocisne-komodity-hospodarska-zvirata/drubez-a-vejce/>)
- *Situační a výhledové zprávy – Skot – hovězí maso 2010 – 2015*
(<http://eagri.cz/public/web/mze/potraviny/publikace-a-dokumenty/situacni-a-vyhledove-zpravy/zivocisne-komodity-hospodarska-zvirata/skot-hovezi-maso/>)
- *Situační a výhledové zprávy – Vepřové maso 2010 - 2015*
(<http://eagri.cz/public/web/mze/potraviny/publikace-a-dokumenty/situacni-a-vyhledove-zpravy/zivocisne-komodity-hospodarska-zvirata/veprove-maso/>)
- *Slovenský statistický úřad* (<https://slovak.statistics.sk>)
- *Soudní inženýrství – časopis* (Článek: Rentabilita investic a pokračující hodnota při oceňování podniku) (<http://www.sinz.cz/archiv/docs/si-2006-04-189-198.pdf>)
- <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2015>
- <https://www.tuv-sud.cz/cz-cz/cinnosti/audit-a-certifikace-systemu/ifs-brc-certifikace-standardu-bezpecnosti-potravin>
- *Zákon č. 110/1997 Sb. o potravinách a tabákových výrobcích a o změně a doplnění některých souvisejících zákonů* (<https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1997-110>)
- *Zprávy o inflaci IV/2015*
(https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2015/2015_IV/download/zoi_IV_2015.pdf)

Databáze:

- Albertina
- Amadeus
- Euromonitor

Výroční zprávy a účetní závěrky:

- Účetní výkazy společnosti Bivoj, a.s. (2010 – 2015)
- Účetní výkazy společnosti Hamé s.r.o. (2010 – 2015)
- Účetní výkazy společnosti KMOTR- Masna Kroměříž, a.s. (2010 – 2015)
- Účetní výkazy společnosti LE & CO - Ing. Jiri Lenc, s.r.o. (2010 – 2015)
- Účetní výkazy společnosti MP Krásno, a.s. (2010 – 2015)

10. Přehled použitých vzorců

- $ROE = \frac{EAT}{E}$
- $ROA = \frac{EBIT}{A}$
- $ROS = \frac{EAT}{S}$
- $ROCE = \frac{EAT}{E+D}$
- $\text{Celková likvidita} = \frac{OA}{\text{Krátkodobé CZ}}$
- $\text{Pohotovná likvidita} = \frac{OA - \text{Zásoby}}{\text{Krátkodobé CZ}}$
- $\text{Okamžitá likvidita} = \frac{KFM}{\text{Krátkodobé CZ}}$
- $\text{Doba obratu aktiv} = \frac{A}{\frac{S}{365}}$
- $\text{Doba obratu DM} = \frac{DM}{\frac{S}{365}}$
- $\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{Zásoby}}{\frac{S}{365}}$
- $\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{Pohledávky}}{\frac{S}{365}}$
- $\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{Závazky}}{\frac{S}{365}}$
- $\text{Celková zadluženost} = \frac{CZ}{A}$
- $\text{Ukazatel úrokového krytí I.} = \frac{EBIT}{\text{Nákladové úroky}}$
- $\text{Finanční páka} = \frac{A}{VK}$
- $\text{Produktivita práce} = \frac{\text{Přidaná hodnota}}{\text{Osobní náklady}}$
- $\text{Obchodní deficit} = \text{Doba obratu pohledávek} - \text{Doba obratu závazků}$

- $IN\ 05 = 0,13 * \frac{Aktiva}{Cizí zdroje} + 0,04 * \frac{EBIT}{Nákladové úroky} + 3,97 * \frac{EBIT}{Aktiva} + 0,21 * \frac{Tržby}{Aktiva} + 0,09 * \frac{Oběžná aktiva}{Krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry}$
- $ZM = \frac{KPVH\ před\ odpisy\ a\ daní}{Tržby\ (výrobky + zboží)}$
- $I_{Netto} = X_t - X_{t-1}$
- $I_{Bruto} = I_{Netto} + odpisy$
- $r_{IK} = \frac{KPVH\ po\ dani}{IK\ provozně\ nutný}$
- $Koefficient\ náročnosti\ tržeb\ na\ PK = \frac{\sum PK}{\sum tržeb}$
- $n_{VK} = r_f + \beta * RPT + RPZ\ (dle\ modelu\ CAPM)$
- $n_{VK} = r_f + RP\ (dle\ komplexní\ stavebnicové\ metody)$
- $WACC = n_{VK} * \frac{VK}{K} + n_{CK} * (1 - d) * \frac{CK}{K}$
- $\beta_Z = \beta_N * (1 + (1 - d) * \frac{CK}{VK})$
- $PH = \frac{KPVH_{T+1} * (1 - \frac{g}{r_t})}{i_k - g}$
- $Hodnota_{brutto} = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T}\ (dle\ metody\ DCF\ Entity)$

11. Přehled zkratk

- **A** (Aktiva)
- **β_N** (β - nezadlužená)
- **β_Z** (β - zadlužená)
- **BV** (book value = účetní hodnota vlastního kapitálu na 1 akcii)
- **CK** (Cizí zdroje)
- **CZV** (Průměrná cena zemědělských výrobků)
- **ČSÚ** (Český statistický úřad)
- **D** (Debt – cizí zdroje bez krátkodobých závazků)
- **DM** (Dlouhodobý majetek)
- **E** (Equity – vlastní kapitál)
- **EAT** (Earning after tax – zisk po zdanění)
- **EBIT** (Earning before interest and tax – zisk před zdaněním a úroky)
- **EV** (Enterprise value – hodnota celého podniku)
- **EV/EBIT** (výnosový násobitel)
- **EVA** (Economic value added – ekonomická přidaná hodnota)
- **IK** (Investovaný kapitál)
- **KBÚ** (Krátkodobé bankovní úvěry)
- **KFM** (Krátkodobý finanční majetek)
- **KPVH** (Korigovaný provozní výsledek hospodaření)
- **KZ** (Krátkodobé závazky)
- **MFČR** (Ministerstvo financí České republiky)
- **MPO** (Ministerstvo průmyslu a obchodu)
- **NÚ** (Nákladové úroky)
- **OA** (Oběžná aktiva)
- **P** (Price = cena akcie)
- **P/BV** (majetkový násobitel)
- **PH** (Pokračující hodnota)
- **r_f** (Risk free – bezriziková sazba)
- **ROA** (Return on assets – rentabilita aktiv)
- **ROCE** (Return on capital employed – rentabilita celkového vloženého kapitálu)
- **ROE** (Return on equity – rentabilita vlastního kapitálu)
- **ROS** (Return on sales – rentabilita tržeb)

- **RP** (Riziková přírážka)
- **RPT** (Riziková prémie trhu)
- **RPZ** (Riziková prémie země)
- **S** (Sales – tržby za prodej zboží + tržby za prodej vlastních výrobků)
- **SMV** (Samostatné movité věci)
- **SSÚ** (Slovenský statistický úřad)
- **TRI** (Tempo růstu investic)
- **VK** (Vlastní kapitál)
- **WACC** (Weighted average costs of capital – průměrné vážené náklady na kapitál)
- **ZM** (Zisková marže)

12. Seznam tabulek

<i>Tabulka č. 1: Kategorizace - CZ NACE 10.13.....</i>	<i>9</i>
<i>Tabulka č. 2: Vymezení relevantního trhu – ČR (v mil.).....</i>	<i>9</i>
<i>Tabulka č. 3: Vymezení relevantního trhu – SK (v mil.)</i>	<i>10</i>
<i>Tabulka č. 4: Vývoj HDP b.c.v České republice (i s prognózou 2016 – 2019) (v mld. Kč).....</i>	<i>18</i>
<i>Tabulka č. 5: Vývoj HDP b.c.na Slovensko (i s prognózou 2016 – 2019) (v mld. Kč)</i>	<i>19</i>
<i>Tabulka č. 6: Vývoj obecných faktorů – ČR (i s prognózou 2016 – 2019)</i>	<i>20</i>
<i>Tabulka č. 7: Vývoj obecných faktorů – SK (i s prognózou 2016 – 2019).....</i>	<i>21</i>
<i>Tabulka č. 8: Srovnání tempa růstu HDP b.c. a tempa růstu tržeb – ČR (upravené o Im a Ex) (v %)....</i>	<i>22</i>
<i>Tabulka č. 9: Srovnání tempa růstu HDP b.c. a tempa růstu tržeb – SK (upravené o Im a Ex) (v %) ..</i>	<i>22</i>
<i>Tabulka č. 10: Srovnání ROE - výroba potravinářských výrobků a zpracovatelský průmysl.....</i>	<i>24</i>
<i>Tabulka č. 11: Celkové hodnocení atraktivity trhu.....</i>	<i>28</i>
<i>Tabulka č. 12: Výběr modelu – trh ČR</i>	<i>29</i>
<i>Tabulka č. 13: Prognóza tržeb na relevantním trhu – ČR (v mil. Kč, v %)</i>	<i>30</i>
<i>Tabulka č. 14: Výběr modelu – trh SK.....</i>	<i>31</i>
<i>Tabulka č. 15: Prognóza tržeb na relevantním trhu – SK (v mil. Kč, v %).....</i>	<i>32</i>
<i>Tabulka č. 16: Prognóza celkových tržeb na relevantním trhu (v mil. Kč, v %).....</i>	<i>33</i>
<i>Tabulka č. 17: Vývoj tržních podílů hlavních konkurentů v rámci relevantního trhu (v %).....</i>	<i>36</i>
<i>Tabulka č. 18: Srovnání počtu zaměstnanců a produktivity práce s konkurenty – rok 2015.....</i>	<i>41</i>
<i>Tabulka č. 19: Srovnání základních finančních údajů s konkurenty – rok 2015 (v tis. Kč, v %).....</i>	<i>41</i>
<i>Tabulka č. 20: Tempo růstu investic (TRI) - společnost KMOTR (v tis. Kč, v %)</i>	<i>42</i>
<i>Tabulka č. 21: Srovnání tempa růstu investic (TRI) společnosti KMOTR a konkurentů (v %)</i>	<i>42</i>
<i>Tabulka č. 22: Celkové hodnocení analýzy konkurenční síly.....</i>	<i>44</i>
<i>Tabulka č. 23: Prognóza tržeb společnosti KMOTR – optimistický scénář (v mil. Kč, v %).....</i>	<i>45</i>
<i>Tabulka č. 24: Prognóza tržeb společnosti KMOTR – střední varianta (v mil. Kč, v %)</i>	<i>46</i>
<i>Tabulka č. 25: Prognóza tržeb společnosti KMOTR – pesimistický scénář (v mil. Kč, v %)</i>	<i>46</i>
<i>Tabulka č. 26: Vybrané položky z rozvahy – 2010 – 2015 (v tis. Kč).....</i>	<i>50</i>
<i>Tabulka č. 27: Struktura dlouhodobého hmotného majetku – 2010 – 2015 (v tis. Kč).....</i>	<i>51</i>
<i>Tabulka č. 28: Poměr DM a OA v rámci aktiv – 2010 – 2015 (v tis. Kč)</i>	<i>51</i>
<i>Tabulka č. 29: Přehled vybraných položek z výkazu zisku a ztrát – 2010 – 2015 (v tis. Kč).....</i>	<i>54</i>
<i>Tabulka č. 30: Vývoj počtu zaměstnanců a ukazatele produktivity práce (v tis. Kč)</i>	<i>54</i>
<i>Tabulka č. 31: Vertikální analýza výkazu zisku a ztrát – 2010 – 2015 (v %)</i>	<i>56</i>
<i>Tabulka č. 32: Ukazatele rentability společnosti Kmotr - 2010 – 2015 (v %).....</i>	<i>57</i>
<i>Tabulka č. 33: Ukazatele likvidity společnosti Kmotr - 2010 – 2015</i>	<i>59</i>
<i>Tabulka č. 34: Ukazatele aktivity společnosti Kmotr - 2010 – 2015 (počet dnů)</i>	<i>61</i>

<i>Tabulka č. 35: Ukazatele zadluženosti společnosti Kmotr - 2010 – 2015</i>	<i>63</i>
<i>Tabulka č. 36: IN 05 index společnosti Kmotr - 2010 – 2015</i>	<i>64</i>
<i>Tabulka č. 37: Závěry z finanční analýzy.....</i>	<i>65</i>
<i>Tabulka č. 38: Korigovaný provozní výsledek hospodaření před odpisy a daněmi (v tis. Kč)</i>	<i>68</i>
<i>Tabulka č. 39: Vývoj tržeb a tempa růstu za minulost + prognóza všech scénářů (v tis. Kč, v %)</i>	<i>69</i>
<i>Tabulka č. 40: Zisková marže – KMOTR (2010 – 2015), (v tis. Kč, v %).....</i>	<i>70</i>
<i>Tabulka č. 41: Srovnání ZM - spol. KMOTR vs. konkurenti (2010 – 2015)</i>	<i>71</i>
<i>Tabulka č. 42: Celkové hodnocení analýzy vlivu faktorů na výši ziskové marže</i>	<i>74</i>
<i>Tabulka č. 43: Zisková marže – výpočet zdola (za roky 2010-2015).....</i>	<i>75</i>
<i>Tabulka č. 44: Prognóza zisková marže – výpočet zdola (za roky 2016-2019).....</i>	<i>76</i>
<i>Tabulka č. 45: Výsledná prognóza ziskové marže – KMOTR (2016 – 2019), (v tis. Kč, v %).....</i>	<i>78</i>
<i>Tabulka č. 46: Provozně nutný pracovní kapitál – minulost (2010 – 2015) (v tis. Kč)</i>	<i>79</i>
<i>Tabulka č. 47: Doba obratu zásob – minulost + prognóza (ve dnech).....</i>	<i>80</i>
<i>Tabulka č. 48: Doba obratu pohledávek – minulost + prognóza (ve dnech).....</i>	<i>81</i>
<i>Tabulka č. 49: Okamžitá likvidita provozně nutných peněžních prostředků – minulost + prognóza</i>	<i>81</i>
<i>Tabulka č. 50: Doba obratu časového rozlišení – minulost + prognóza (ve dnech)</i>	<i>82</i>
<i>Tabulka č. 51: Doba obratu závazků – minulost + prognóza (ve dnech)</i>	<i>82</i>
<i>Tabulka č. 52: Pracovní kapitál (minulost + prognóza) + Koeficient náročnosti (v tis. Kč, v %).....</i>	<i>83</i>
<i>Tabulka č. 53: Koeficient investiční náročnosti – DNM (v tis. Kč, v %)</i>	<i>85</i>
<i>Tabulka č. 54: Koeficient investiční náročnosti – DHM – Stavby (v tis. Kč, v %)</i>	<i>85</i>
<i>Tabulka č. 55: Koeficient investiční náročnosti – DHM – SMV (v tis. Kč, v %)</i>	<i>85</i>
<i>Tabulka č. 56: Odhad investic brutto pro roky 2016 – 2019 (v tis. Kč, v %)</i>	<i>86</i>
<i>Tabulka č. 57: Prognóza DNM (2016 - 2019) (v tis. Kč).....</i>	<i>86</i>
<i>Tabulka č. 58: Prognóza DHM – Stavby (2016 - 2019) (v tis. Kč).....</i>	<i>86</i>
<i>Tabulka č. 59: Prognóza DHM - SMV (2016-2019) (v tis. Kč)</i>	<i>87</i>
<i>Tabulka č. 60: Koeficient investiční náročnosti – srovnání s konkurencí (2011-2015) (v %).....</i>	<i>87</i>
<i>Tabulka č. 61: Provozně nutný investovaný kapitál (2010- 2015) (v tis. Kč)</i>	<i>88</i>
<i>Tabulka č. 62: Provozně nutný investovaný kapitál – prognóza (2016- 2019) (v tis. Kč)</i>	<i>88</i>
<i>Tabulka č. 63: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu (2010 – 2015) (v tis. Kč, v %) ..</i>	<i>89</i>
<i>Tabulka č. 64: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu – prognóza (2016 – 2019) (v tis. Kč, v %).....</i>	<i>90</i>
<i>Tabulka č. 65: Plán financování (v tis. Kč)</i>	<i>91</i>
<i>Tabulka č. 66: FCFE (Volný peněžní tok pro vlastníky) (v tis. Kč)</i>	<i>92</i>
<i>Tabulka č. 67: Plán výplaty dividend (v tis. Kč, v %)</i>	<i>92</i>
<i>Tabulka č. 68: Plánovaný výkaz zisku a ztrát společnosti KMOTR a. s. (2016 – 2019) (v tis. Kč)</i>	<i>93</i>
<i>Tabulka č. 69: Plánovaný výkaz CF společnosti KMOTR a. s. (2016 – 2019) (v tis. Kč)</i>	<i>94</i>
<i>Tabulka č. 70: Plánovaná rozvaha (část aktiv) společnosti KMOTR a. s. (2016 – 2019) (v tis. Kč)</i>	<i>95</i>

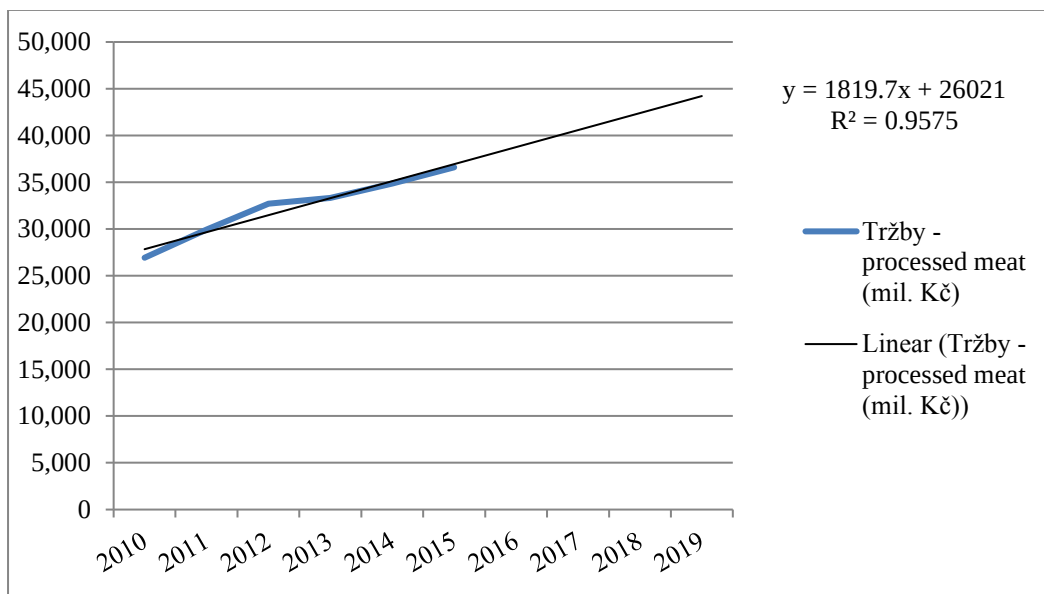
<i>Tabulka č. 71: Plánovaná rozvaha (část pasiv) společnosti KMOTR a. s. (2016 – 2019) (v tis. Kč)....</i>	<i>96</i>
<i>Tabulka č. 72: Finanční analýza plánu (2016-2019) (ve dnech, v %).....</i>	<i>97</i>
<i>Tabulka č. 73: Výpočet koeficientu β – zadlužená (2016-2019) (CK a VK v tis. Kč) – po iteracích ...</i>	<i>102</i>
<i>Tabulka č. 74: Náklady na vlastní kapitál – model CAPM (2016-2019) (v %) – po iteracích</i>	<i>102</i>
<i>Tabulka č. 75: Hodnocení rizika</i>	<i>104</i>
<i>Tabulka č. 76: Náklady na vlastní kapitál – výpočet</i>	<i>105</i>
<i>Tabulka č. 77: WACC (v %).....</i>	<i>106</i>
<i>Tabulka č. 78: FCFF (Volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele) za roky 2016 – 2019 (v tis. Kč) ..</i>	<i>107</i>
<i>Tabulka č. 79: Rentabilita provozně nutného IK (v %).....</i>	<i>109</i>
<i>Tabulka č. 80: Parametry k výpočtu PH v rámci scénářů (v tis. Kč, v %).....</i>	<i>110</i>
<i>Tabulka č. 81: Ocenění metodou DCF Entity – po iteracích (v tis. Kč, v %)</i>	<i>111</i>
<i>Tabulka č. 82: Ocenění pomocí odvětvových multiplikátorů - EV/EBIT, P/BV (v tis. Kč)</i>	<i>113</i>

13. Seznam grafů

Graf č. 1: Vývoj tržeb (upravené o vývoz a dovoz) – relevantní trh – „Processed meat“ (v mil. Kč)	11
Graf č. 2: Tempo růstu tržeb na relevantním trhu – ČR + SK (v %)	12
Graf č. 3: Výroba masa v ČR a SK – 2010 -2015 (tuny).....	13
Graf č. 4: Spotřeba masa v kg/osoba za rok v ČR a SK – 2010 -2015	14
Graf č. 5: Spotřeba masa v kg/osoba za rok v ČR dle druhů mas – 2010 -2015	15
Graf č. 6: Průměrná cena zemědělských výrobků – ČR (v Kč za tunu)	15
Graf č. 7: Tržby z dovozu a vývozu – odvětví Processed meat – Česká republika (mil. Kč)	17
Graf č. 8: Tržby z dovozu a vývozu – odvětví Processed meat – Slovensko (mil. Kč)	17
Graf č. 9: Vývoj míry inflace na relevantním trhu – ČR (i s prognózou 2016 – 2019) (v %)	18
Graf č. 10: Vývoj míry inflace na relevantním trhu – SK (i s prognózou 2016 – 2019) (v %) ...	19
Graf č. 11: Srovnání ROE za výrobu potravinářských výrobků a za zpracovatelský průmysl ...	24
Graf č. 12: Srovnání tempa růstu HDP b.c. a tempa růstu relevantního trhu - ČR (v %)	26
Graf č. 13: Srovnání tempa růstu HDP b.c. a tempa růstu relevantního trhu - SK (v %)	26
Graf č. 14: Vývoj tržeb hlavní konkurentů v rámci relevantního trhu (v tis. Kč).....	36
Graf č. 15: Srovnání podílu DM na A - Kmotr X konkurenti (v %)	43
Graf č. 16: Prognóza vývoje tržeb společnosti KMOTR – všechny scénáře (v mil. Kč).....	47
Graf č. 17: Vývoj OA a DM v rámci aktiv v letech 2010 -2015 (v tis. Kč)	51
Graf č. 18: Vývoj VK a CZ v rámci pasiv mezi lety 2010 – 2015 (v %).....	52
Graf č. 19: Vývoj EAT mezi lety 2010 – 2015 (v tis. Kč)	53
Graf č. 20: Rentabilita vlastního kapitálu – srovnání s konkurenty - 2010 – 2015 (v %)	58
Graf č. 21: Rentabilita tržeb – srovnání s konkurenty - 2010 – 2015 (v %)	58
Graf č. 22: Srovnání celkové likvidity společnosti Kmotr X hodnoty za odvětví – výroba potravinářských výrobků.....	59
Graf č. 23: Srovnání okamžité likvidity společnosti Kmotr X hodnoty za odvětví – výroba potravinářských výrobků.....	60
Graf č. 24: Obchodní deficit – srovnání s konkurenty - 2010 – 2015 (ve dnech)	61
Graf č. 25: Doba obratu zásob – srovnání s konkurenty - 2010 – 2015 (ve dnech)	62
Graf č. 26: Vývoj ziskové marže 2010-2019 (v %).....	78
Graf č. 27: Vývoj provozně nutného investovaného kapitálu.....	89
Graf č. 28: Porovnání hodnoty netto – scénáře (v tis. Kč)	112
Graf č. 29: Porovnání výsledných hodnot (v tis. Kč).....	116

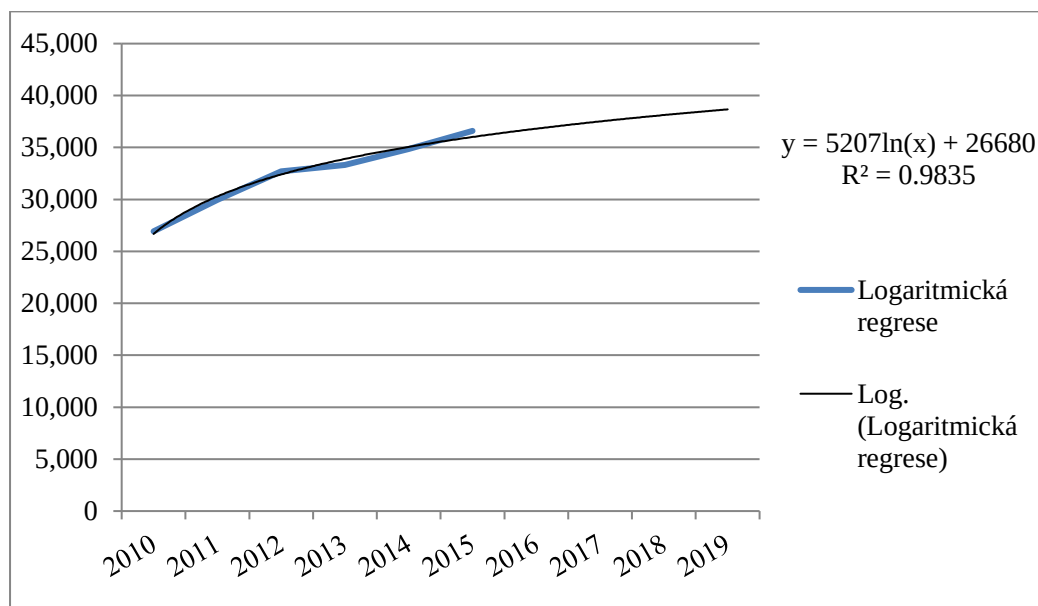
14. Přílohy

Příloha č. 1: Časový trend ČR – lineární funkce



Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 2: Časový trend ČR – logaritmická funkce



Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 3: Jednoduchá regrese – proměnná počet obyvatel – ČR

Regresní statistika								
Násobné R	0,68875806							
Hodnota spolehlivosti R	0,47438766							
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,34298458							
Chyba stř. hodnoty	2820,09718							
Pozorování	6							
ANOVA								
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F			
Regrese	1	28711506,01	28711506	3,61017143	0,130232076			
Rezidua	4	31811792,43	7952948,11					
Celkem	5	60523298,44						
	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	-1482148,12	797107,2462	-1,85940866	0,13649387	-3695272,629	730976,395	-3695272,63	730976,395
Počet obyvatel ČR (v tis.)	144,093061	75,83665248	1,90004511	0,13023208	-66,46324172	354,649363	-66,4632417	354,649363

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 4: Jednoduchá regrese – proměnná HDP b.c.- ČR

Regresní statistika								
Násobné R	0,85246883							
Hodnota spolehlivosti R	0,72670311							
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,65837888							
Chyba stř. hodnoty	2033,52092							
Pozorování	6							
ANOVA								
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F			
Regrese	1	43982469,07	43982469,1	10,6360976	0,031042628			
Rezidua	4	16540829,37	4135207,34					
Celkem	5	60523298,44						
	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	-19912,0778	16058,65428	-1,2399593	0,28276049	-64498,04984	24673,8943	-64498,0498	24673,8943
HDP b.c. (v mld Kč)	12,5205379	3,839121254	3,26130306	0,03104263	1,861428476	23,1796473	1,86142848	23,1796473

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 5: Jednoduchá regrese – proměnná inflace – ČR

Regresní statistika									
Násobné R	0,96985621								
Hodnota spolehlivosti R	0,94062108								
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,92577635								
Chyba stř. hodnoty	947,867114								
Pozorování	6								
ANOVA									
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F				
Regrese	1	56929490,17	56929490,2	63,3639704	0,001349277				
Rezidua	4	3593808,266	898452,066						
Celkem	5	60523298,44							
	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%	
Hranice	-80417,7049	14176,84309	-5,67246914	0,00476478	-119778,9315	-41056,4783	-119778,932	-41056,4783	
Inflace (index spotř. cen)	936,811638	117,6877029	7,9601489	0,00134928	610,0581916	1263,56508	610,058192	1263,56508	

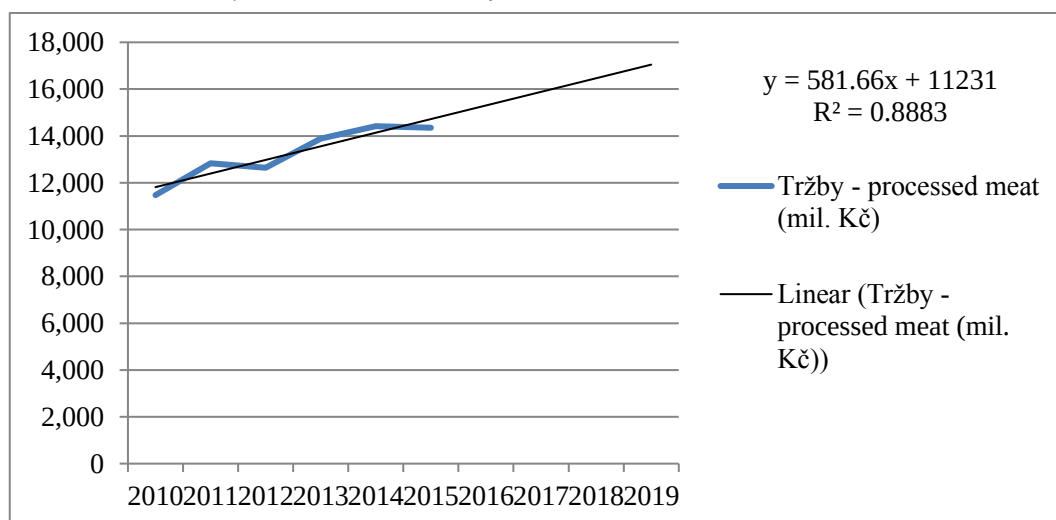
Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 6: Jednoduchá regrese – proměnná průměrná nominální mzda – ČR

Regresní statistika									
Násobné R	0,96973918								
Hodnota spolehlivosti R	0,94039408								
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,9254926								
Chyba stř. hodnoty	949,677144								
Pozorování	6								
ANOVA									
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F				
Regrese	1	56915751,73	56915751,7	63,1074314	0,00135972				
Rezidua	4	3607546,714	901886,679						
Celkem	5	60523298,44							
	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%	
Hranice	-60349,1619	11680,52665	-5,1666473	0,00666737	-92779,50295	-27918,8209	-92779,503	-27918,8209	
Průměrná hrubá měsíční mzda - nom.	3,69655579	0,465325672	7,94401859	0,00135972	2,404604609	4,98850698	2,40460461	4,98850698	

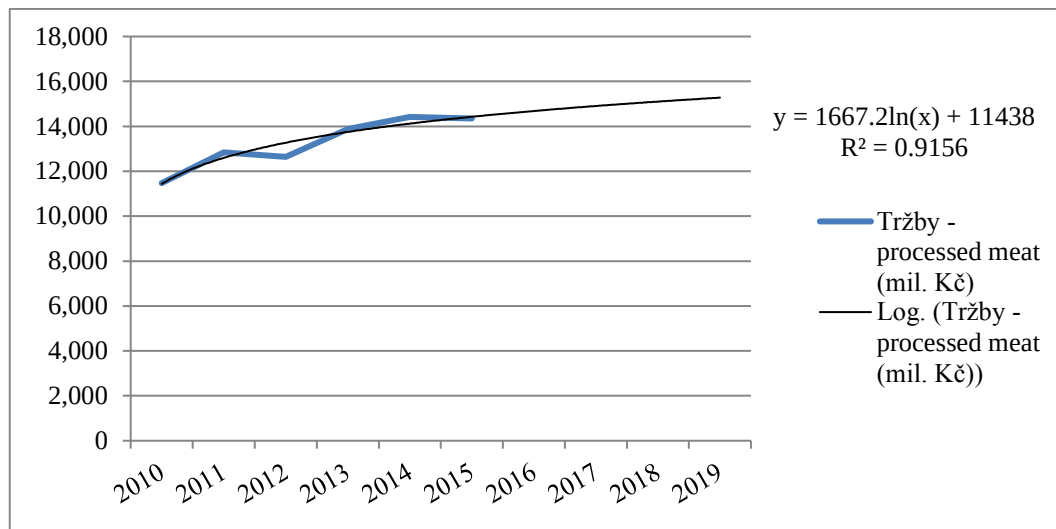
Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 7: Časový trend SK – lineární funkce



Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 8: Časový trend SK – logaritmická funkce



Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 9: Jednoduchá regrese – proměnná počet obyvatel – SK

Regresní statistika								
Násobné R	0,14365033							
Hodnota spolehlivosti R	0,02063542							
Nastavená hodnota spolehlivosti R	-0,22420573							
Chyba stř. hodnoty	1277,49984							
Pozorování	6							
ANOVA								
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F			
Regrese	1	137546,8183	137546,818	0,08428084	0,78600665			
Rezidua	4	6528023,338	1632005,83					
Celkem	5	6665570,156						
	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	94352,3431	279307,2032	0,33780848	0,75249182	-681128,7741	869833,46	-681128,774	869833,46
Počet obyvatel SK (v tis.)	-14,9632834	51,54214421	-0,29031162	0,78600665	-158,0672175	128,140651	-158,067217	128,140651

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 10: Jednoduchá regrese – proměnná HDP b.c.- SK

Regresní statistika								
Násobné R	0,91124751							
Hodnota spolehlivosti R	0,83037203							
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,78796504							
Chyba stř. hodnoty	531,664165							
Pozorování	6							
ANOVA								
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F			
Regrese	1	5534903,018	5534903,02	19,5810167	0,011465954			
Rezidua	4	1130667,137	282666,784					
Celkem	5	6665570,156						
	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	2395,9768	2466,128838	0,97155378	0,38628798	-4451,094541	9243,04814	-4451,09454	9243,04814
HDP b.c. (v mld Kč)	5,69756349	1,287572091	4,42504426	0,01146595	2,122690257	9,27243672	2,12269026	9,27243672

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 11: Jednoduchá regrese – proměnná inflace – SK

Regresní statistika								
Násobné R	0,88922141							
Hodnota spolehlivosti R	0,79071471							
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,73839339							
Chyba stř. hodnoty	590,551817							
Pozorování	6							
ANOVA								
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F			
Regrese	1	5270564,362	5270564,36	15,1126666	0,017728114			
Rezidua	4	1395005,794	348751,448					
Celkem	5	6665570,156						
	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	-16151,233	7571,062796	-2,13328474	0,09983845	-37171,87294	4869,40754	-37171,8729	4869,40754
Inflace (index spotř. cen)	183,854193	47,29366694	3,88750133	0,01772811	52,54592304	315,162463	52,545923	315,162463

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 12: Jednoduchá regrese – proměnná průměrná nominální mzda – SK

Regresní statistika								
Násobné R	0,91006236							
Hodnota spolehlivosti R	0,8282135							
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,78526687							
Chyba stř. hodnoty	535,036213							
Pozorování	6							
ANOVA								
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F			
Regrese	1	5520515,159	5520515,16	19,2847162	0,011769426			
Rezidua	4	1145054,997	286263,749					
Celkem	5	6665570,156						
	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	2842,28855	2383,754881	1,19235773	0,29901989	-3776,076017	9460,65313	-3776,07602	9460,65313
Průměrná hrubá měsíční mzda - nom.	0,5069423	0,115438828	4,39143669	0,01176943	0,186432735	0,82745187	0,18643274	0,82745187

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 13: Horizontální analýza rozvahy - 2010 – 2015 (v %)

	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015
AKTIVA	8,94%	-4,94%	13,92%	-4,68%	3,67%
DLOUHODOBÝ MAJETEK	3,21%	-9,06%	43,17%	-0,38%	0,97%
Dlouhodobý nehmotný majetek	-27,68%	-50,14%	-72,80%	95,83%	103,19%
Software	-32,32%	-50,00%	-81,66%	135,85%	205,60%
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	-32,00%	-24,71%	-32,81%	-51,16%	-100,00%
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek		-100,00%			-100,00%
Dlouhodobý hmotný majetek	3,48%	-8,80%	43,56%	-0,44%	0,84%
Pozemky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Stavby	3,41%	-2,53%	-2,69%	63,12%	-2,42%
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	-1,10%	-23,38%	-30,94%	67,33%	-1,32%
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek		45,14%	2037,83%	-97,24%	267,30%
Poskytnuté zálohy na DHM				-100,00%	
OBĚŽNÁ AKTIVA	13,70%	-1,93%	-5,20%	-8,98%	6,70%
Zásoby	25,72%	9,19%	-4,97%	-1,33%	-1,87%
Materiál	36,02%	-9,66%	14,04%	0,61%	21,80%
Nedokončená výroba a polotovary	29,01%	-17,55%	-14,81%	30,21%	-0,84%
Výrobky	22,14%	80,72%	-1,19%	-27,39%	-17,62%
Zboží	-22,84%	-18,85%	-37,95%	4,72%	0,40%
Krátkodobé pohledávky	19,08%	-5,84%	-11,47%	-9,49%	-5,44%
Pohledávky z obchodních vztahů (krátk.)	18,13%	-12,51%	-5,60%	-8,07%	-5,40%
Stát - daňové pohledávky		905,81%	-81,07%	-100,00%	
Ostatní poskytnuté zálohy	126,27%	-0,75%	-16,98%	-14,55%	25,00%
Dohadné účty aktivní (krátk.)	-37,84%	-50,00%	30,43%	353,33%	-72,06%
Krátkodobý finanční majetek	-80,59%	-22,79%	441,50%	-46,06%	336,35%
Peníze	-33,50%	-42,51%	25,21%	13,65%	-62,46%
Účty v bankách	-83,63%	-17,61%	517,78%	-48,28%	368,90%
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	-33,93%	-27,11%	-4,96%	6,09%	-23,16%
Náklady příštích období	-33,93%	-27,11%	-4,96%	6,09%	-23,16%
PASIVA	8,94%	-4,94%	13,92%	-4,68%	3,67%
VLASTNÍ KAPITÁL	-29,28%	5,43%	9,87%	14,45%	4,54%
Základní kapitál	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Základní kapitál	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	42,25%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	42,25%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Výsledek hospodaření minulých let	-46,33%	85,10%	6,74%	13,45%	-0,16%
Nerozdělený zisk minulých let	-46,33%	85,10%	7,23%	13,39%	-0,16%
Neuhrazená ztráta minulých let				0,00%	-100,00%
Výsledek hospodaření běžného období	-19,89%	-84,27%	98,62%	55,29%	36,82%
CIZÍ ZDROJE	81,82%	-12,62%	17,55%	-20,69%	2,63%
Rezervy	-84,28%	-11,72%	0,72%	66,56%	230,29%
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	-100,00%				
Rezerva na důchody a podobné závazky	-100,00%				
Rezerva na daň z příjmu	-100,00%				57,50%
Ostatní rezervy		-11,72%	0,72%	-40,39%	540,31%
Dlouhodobé závazky	3,73%	-4,35%	-12,78%	2,06%	18,29%
Odložený daňový závazek	3,73%	-4,35%	-12,78%	2,06%	18,29%
Krátkodobé závazky	46,44%	0,02%	39,42%	-28,98%	-1,68%
Závazky z obchodních vztahů (krátk.)	60,88%	-6,49%	49,84%	-31,92%	1,42%
Závazky k zaměstnancům	-8,28%	24,26%	-5,06%	27,88%	0,35%
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	-5,65%	8,06%	5,68%	17,23%	3,98%
Stát - daňové závazky a dotace	-89,75%	2368,16%	-44,67%	1,94%	-43,21%
Odložený daňový závazek			-100,00%		
Dohadné účty pasivní (krátk.)	0,90%	-14,43%	3,98%	-22,20%	-42,67%
Jiné závazky					
Bankovní úvěry a výpomoci	1008,28%	-35,58%	-35,70%	16,81%	-6,91%
Krátkodobé bankovní úvěry	1008,28%	-35,58%	-35,70%	16,81%	-6,91%

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní výpočty

Příloha č. 14: Vertikální analýza rozvahy - 2010 – 2015 (v %)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
AKTIVA	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
DLOUHODOBÝ MAJETEK	43,62%	41,33%	39,54%	49,69%	51,93%	50,58%
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,38%	0,25%	0,13%	0,03%	0,07%	0,13%
Software	0,33%	0,21%	0,11%	0,02%	0,04%	0,13%
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0,05%	0,03%	0,02%	0,01%	0,01%	0,00%
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0,00%	0,02%	0,00%	0,00%	0,01%	0,00%
Dlouhodobý hmotný majetek	43,24%	41,08%	39,40%	49,66%	51,86%	50,45%
Pozemky	0,57%	0,52%	0,55%	0,48%	0,50%	0,49%
Stavby	27,27%	25,89%	26,54%	22,67%	38,80%	36,52%
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	15,40%	13,98%	11,27%	6,83%	11,99%	11,42%
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0,00%	0,68%	1,04%	19,58%	0,57%	2,01%
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,09%	0,00%	0,02%
OBĚŽNÁ AKTIVA	55,98%	58,43%	60,28%	50,16%	47,90%	49,30%
Zásoby	13,86%	15,99%	18,37%	15,32%	15,86%	15,01%
Materiál	2,46%	3,08%	2,92%	2,93%	3,09%	3,63%
Nedokončená výroba a polotovary	7,00%	8,29%	7,19%	5,38%	7,34%	7,02%
Výrobky	3,67%	4,11%	7,82%	6,78%	5,16%	4,10%
Zboží	0,73%	0,51%	0,44%	0,24%	0,26%	0,25%
Krátkodobé pohledávky	38,18%	41,74%	41,34%	32,13%	30,50%	27,82%
Pohledávky z obchodních vztahů (krátk.)	38,11%	41,32%	38,03%	31,51%	30,39%	27,73%
Stát - daňové pohledávky	0,00%	0,30%	3,20%	0,53%	0,00%	0,00%
Ostatní poskytnuté zálohy	0,05%	0,10%	0,10%	0,07%	0,07%	0,08%
Dohadné účty aktivní (krátk.)	0,03%	0,02%	0,01%	0,01%	0,05%	0,01%
Krátkodobý finanční majetek	3,94%	0,70%	0,57%	2,71%	1,54%	6,46%
Peníze	0,24%	0,15%	0,09%	0,10%	0,12%	0,04%
Účty v bankách	3,70%	0,56%	0,48%	2,62%	1,42%	6,42%
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	0,39%	0,24%	0,18%	0,15%	0,17%	0,13%
Náklady příštích období	0,39%	0,24%	0,18%	0,15%	0,17%	0,13%
PASIVA	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
VLASTNÍ KAPITÁL	65,60%	42,59%	47,23%	45,55%	54,69%	55,15%
Základní kapitál	8,22%	7,54%	7,93%	6,96%	7,31%	7,05%
Základní kapitál	8,22%	7,54%	7,93%	6,96%	7,31%	7,05%
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	2,36%	3,09%	3,25%	2,85%	2,99%	2,88%
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	2,36%	3,09%	3,25%	2,85%	2,99%	2,88%
Výsledek hospodaření minulých let	35,04%	17,26%	33,62%	31,50%	37,49%	36,10%
Nerozdělený zisk minulých let	35,04%	17,26%	33,62%	31,64%	37,64%	36,25%
Neuhrazená ztráta minulých let	0,00%	0,00%	0,00%	-0,14%	-0,15%	0,00%
Výsledek hospodaření minulých let	19,98%	14,69%	2,43%	4,24%	6,90%	9,11%
CIZÍ ZDROJE	34,40%	57,41%	52,77%	54,45%	45,31%	44,85%
Rezervy	4,31%	0,62%	0,58%	0,51%	0,89%	2,84%
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	1,94%					
Rezerva na důchody a podobné závazky	0,56%					
Rezerva na daň z příjmu	1,82%	0,00%	0,00%	0,00%	0,57%	0,87%
Ostatní rezervy	0,00%	0,62%	0,58%	0,51%	0,32%	1,97%
Dlouhodobé závazky	2,37%	2,26%	2,27%	1,74%	1,86%	2,13%
Odložený daňový závazek	2,37%	2,26%	2,27%	1,74%	1,86%	2,13%
Krátkodobé závazky	25,76%	34,63%	36,43%	44,59%	33,22%	31,51%
Závazky z obchodních vztahů (krátk.)	21,18%	31,28%	30,77%	40,47%	28,90%	28,28%
Závazky k zaměstnancům	0,96%	0,81%	1,06%	0,88%	1,19%	1,15%
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	0,56%	0,49%	0,55%	0,51%	0,63%	0,63%
Stát - daňové závazky a dotace	0,94%	0,09%	2,28%	1,11%	1,19%	0,65%
Odložený daňový závazek	0,00%	0,00%	2,27%	0,00%	0,00%	0,00%
Dohadné účty pasivní (krátk.)	2,12%	1,96%	1,77%	1,61%	1,32%	0,73%
Jiné závazky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,07%
Bankovní úvěry a výpomoci	1,96%	19,90%	13,49%	7,61%	9,33%	8,38%
Krátkodobé bankovní úvěry	1,96%	19,90%	13,49%	7,61%	9,33%	8,38%

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní výpočty

Příloha č. 15: Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát - 2010 – 2015 (v %)

	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015
Tržby za prodej zboží	5,81%	12,52%	-5,11%	-4,25%	-1,60%
Náklady vynaložené na prodané zboží	9,20%	15,18%	-5,53%	-5,88%	-3,55%
Obchodní marže	-5,92%	1,87%	-3,25%	2,97%	6,30%
Výkony	5,80%	-0,99%	-3,88%	5,17%	-4,85%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	3,20%	-0,72%	-2,37%	4,57%	-4,58%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-224,02%	-27,95%	-157,39%	-74,21%	244,69%
Aktivace		141,18%	-21,71%	132,71%	23,29%
Výkonová spotřeba	10,14%	6,57%	-5,27%	1,26%	-10,14%
Spotřeba materiálu a energie	10,81%	7,80%	-5,39%	1,08%	-13,55%
Služby	4,89%	-3,68%	-4,20%	2,91%	20,61%
Přidaná hodnota	-10,09%	-30,90%	4,89%	26,57%	20,66%
Osobní náklady	4,87%	2,54%	-1,24%	22,83%	8,92%
Mzdové náklady	4,99%	2,76%	0,30%	19,18%	8,61%
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	48,45%	-9,72%	-3,08%	1107,94%	-0,66%
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	2,00%	7,57%	-4,09%	24,23%	10,84%
Sociální náklady	18,89%	-28,63%	-15,30%	10,16%	8,44%
Daně a poplatky	18,40%	22,87%	-0,32%	3,75%	10,15%
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	11,16%	1,97%	-6,17%	-0,15%	-1,24%
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	-48,23%	1,60%	10,57%	-25,26%	-27,49%
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	-95,99%	261,54%	-58,51%	-33,33%	376,92%
Tržby z prodeje materiálu	-33,62%	-3,20%	15,33%	-25,06%	-36,42%
Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	-44,52%	13,69%	7,70%	-35,97%	-51,43%
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku			-100,00%		
Prodaný materiál		2,98%	18,90%	-35,97%	-51,43%
Změna stavu rezerv, opr. pol. v prov.ob., kompl.nákladů příšt.obd	298,71%	-98,62%	-137,50%	-2708,33%	-860,54%
Ostatní provozní výnosy	-36,44%	-0,26%	423,92%	-74,11%	74,94%
Ostatní provozní náklady	-12,69%	-7,41%	53,47%	47,29%	-16,30%
Provozní výsledek hospodaření	-21,45%	-80,18%	92,03%	25,95%	50,03%
Výnosové úroky	1500,00%	-93,75%	-100,00%		
Nákladové úroky	-32,14%	7,54%	-54,32%	48,93%	-41,73%
Ostatní finanční výnosy	23,36%	17,28%	-39,28%	-33,06%	-2,51%
Ostatní finanční náklady	-13,62%	38,39%	6,72%	-76,07%	146,40%
Finanční výsledek hospodaření	-59,58%	92,42%	79,56%	-95,31%	1112,28%
Daň z příjmů za běžnou činnost	-19,84%	-81,69%	82,47%	46,58%	66,96%
Daň z příjmů za běžnou činnost - splatná	-17,26%	-78,36%	95,43%	15,86%	49,80%
Daň z příjmů za běžnou činnost - odložená	-65,18%	-221,15%	179,27%	-114,06%	806,48%
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-19,89%	-84,27%	98,62%	55,29%	36,82%
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	-19,89%	-84,27%	98,62%	55,29%	36,82%
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	-19,88%	-83,78%	95,12%	53,53%	42,65%

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní výpočty

Příloha č. 7: Vertikální analýza výkazu zisku a ztrát - 2010 – 2015 (v %)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby za prodej zboží	15,13%	15,51%	17,58%	17,09%	15,64%	16,13%
Náklady vynaložené na prodané zboží	11,73%	12,41%	14,40%	13,93%	12,54%	12,68%
Obchodní marže	3,40%	3,10%	3,18%	3,15%	3,10%	3,46%
Výkony	98,89%	101,39%	101,12%	99,55%	100,13%	99,84%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-1,11%	1,33%	0,96%	-0,57%	-0,14%	-0,51%
Aktivace	0,00%	0,06%	0,15%	0,12%	0,27%	0,35%
Výkonová spotřeba	78,37%	83,65%	89,79%	87,12%	84,37%	79,45%
Spotřeba materiálu a energie	69,53%	74,67%	81,08%	78,57%	75,95%	68,81%
Služby	8,84%	8,98%	8,71%	8,55%	8,41%	10,64%
Přidaná hodnota	23,92%	20,84%	14,51%	15,59%	18,86%	23,85%
Osobní náklady	9,19%	9,34%	9,65%	9,76%	11,46%	13,08%
Mzdové náklady	6,61%	6,73%	6,97%	7,16%	8,16%	9,28%
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	0,02%	0,03%	0,02%	0,02%	0,28%	0,29%
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	2,22%	2,19%	2,38%	2,33%	2,77%	3,22%
Sociální náklady	0,34%	0,39%	0,28%	0,24%	0,26%	0,29%
Daně a poplatky	0,16%	0,19%	0,23%	0,24%	0,24%	0,27%
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	2,44%	2,63%	2,70%	2,60%	2,48%	2,57%
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0,52%	0,26%	0,27%	0,31%	0,22%	0,17%
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0,12%	0,00%	0,02%	0,01%	0,00%	0,02%
Tržby z prodeje materiálu	0,40%	0,26%	0,25%	0,30%	0,21%	0,14%
Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	0,37%	0,20%	0,23%	0,25%	0,15%	0,08%
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0,00%	0,00%	0,02%	0,00%	0,00%	0,00%
Prodaný materiál	0,00%	0,20%	0,20%	0,25%	0,15%	0,08%
Změna stavu rezerv, opr. pol. v prov.ob., kompl.nákladůpříšt.obd	-0,22%	-0,85%	-0,01%	0,00%	-0,11%	0,90%
Ostatní provozní výnosy	0,35%	0,21%	0,21%	1,15%	0,29%	0,52%
Ostatní provozní náklady	0,38%	0,32%	0,30%	0,47%	0,66%	0,58%
Provozní výsledek hospodaření	12,47%	9,49%	1,89%	3,73%	4,49%	7,06%
Výnosové úroky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Nákladové úroky	0,16%	0,10%	0,11%	0,05%	0,08%	0,05%
Ostatní finanční výnosy	0,53%	0,63%	0,74%	0,46%	0,30%	0,30%
Ostatní finanční náklady	0,86%	0,72%	1,01%	1,10%	0,25%	0,65%
Finanční výsledek hospodaření	-0,49%	-0,19%	-0,38%	-0,69%	-0,03%	-0,39%
Daň z příjmů za běžnou činnost	2,30%	1,79%	0,33%	0,62%	0,86%	1,51%
Daň z příjmů za běžnou činnost - splatná	2,18%	1,74%	0,38%	0,76%	0,84%	1,32%
Daň z příjmů za běžnou činnost - odložená	0,12%	0,04%	-0,05%	-0,15%	0,02%	0,19%
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	9,68%	7,51%	1,19%	2,42%	3,60%	5,15%
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	9,68%	7,51%	1,19%	2,42%	3,60%	5,15%
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	11,98%	9,30%	1,52%	3,04%	4,46%	6,66%

Zdroj: Účetní výkazy společnosti Kmotr- Masna Kroměříž, a.s., vlastní výpočty

Příloha č. 8: Finanční plán – optimistická varianta (v tis. Kč)

PLÁN ROZVAHY - OPTIMISTICKÁ VARIANTA				
	2016	2017	2018	2019
AKTIVA	313 236	327 377	343 295	361 319
DLOUHODOBÝ MAJETEK	151 648	159 582	167 861	176 042
Dlouhodobý nehmotný majetek	366	402	442	462
Software	366	402	442	462
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	151 282	159 180	167 418	175 580
Pozemky	1 448	1 448	1 448	1 448
Stavby	114 285	119 778	125 273	130 749
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	35 549	37 953	40 698	43 383
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0
OBĚŽNÁ AKTIVA	160 998	167 185	174 806	184 624
Zásoby	45 868	48 654	51 666	53 665
Materiál	10 405	10 752	11 091	11 520
Nedokončená výroba a polotovary	21 677	22 759	24 031	24 960
Výrobky	13 006	14 336	15 712	16 320
Zboží	780	806	832	864
Krátkodobé pohledávky	85 251	89 888	93 646	98 229
Pohledávky z obchodních vztahů (krátk.)	84 974	89 602	93 350	97 922
Stát - daňové pohledávky	0	0	0	0
Ostatní poskytnuté zálohy	225	233	240	250
Dohadné účty aktivní (krátk.)	52	54	55	58
Krátkodobý finanční majetek	29 878	28 644	29 494	32 730
Peníze - provozně potřebné	20 554	22 740	24 838	25 799
Peníze provozně nepotřebné	9 324	5 903	4 656	6 931
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	590	609	628	653
Náklady příštích období	590	609	628	653
PASIVA	313 236	327 377	343 295	361 319
VLASTNÍ KAPITÁL	172 672	183 254	195 496	209 341
Základní kapitál	21 000	21 000	21 000	21 000
Základní kapitál	21 000	21 000	21 000	21 000
RF, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	8 595	8 595	8 595	8 595
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	8 595	8 595	8 595	8 595
Výsledek hospodaření minulých let	114 723	123 077	133 659	145 901
Nerozdělený zisk minulých let	114 723	123 077	133 659	145 901
Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0
Výsledek hospodaření běžného období	28 354	30 581	32 242	33 846

CIZÍ ZDROJE	140 564	144 123	147 799	151 978
Rezervy	8 472	8 472	8 472	8 472
Dlouhodobé závazky	6 337	6 337	6 337	6 337
Odložený daňový závazek	6 337	6 337	6 337	6 337
Krátkodobé závazky	100 755	104 314	107 990	112 169
Závazky z obchodních vztahů (krátk.)	87 922	91 035	94 274	97 922
Závazky k zaměstnancům	3 590	3 727	3 863	4 013
Závazky ze SZ a ZP	1 647	1 702	1 756	1 824
Stát - daňové závazky a dotace	3 017	3 118	3 216	3 341
Odložený daňový závazek	0	0	0	0
Dohadné účty pasivní (krátk.)	4 578	4 731	4 880	5 069
Jiné závazky	0	0	0	0
Bankovní úvěry a výpomoci	25 000	25 000	25 000	25 000
Krátkodobé bankovní úvěry	25 000	25 000	25 000	25 000

PLÁN VZZ - OPTIMISTICKÁ VARIANTA				
	2016	2017	2018	2019
Tržby za prodej zboží	88 109	90 919	93 784	97 413
Náklady vynaložené na prodané zboží	69 310	71 623	74 015	76 879
Obchodní marže	18 799	19 296	19 769	20 534
Výkony	544 036	562 322	580 047	602 489
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	544 859	563 172	580 924	603 400
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-2 785	-2 878	-2 969	-3 084
Aktivace	1 962	2 028	2 092	2 173
Výkonová spotřeba	433 013	447 725	462 175	480 057
Přidaná hodnota	129 822	133 892	137 640	142 966
Osobní náklady	76 399	78 556	80 493	83 607
Daně a poplatky	1 482	1 531	1 580	1 641
Odpisy DNM a DHM	14 913	13 969	13 624	13 721
Ostatní provozní výnosy	2 853	2 949	3 041	3 159
Ostatní provozní náklady	3 157	3 262	3 365	3 495
Ostatní finanční výnosy	2 689	2 779	2 867	2 978
Ostatní finanční náklady	4 166	4 305	4 441	4 612
KPVH před daní	35 248	37 997	40 047	42 027
Nákladové úroky	243	243	243	243
Výsledek hospodaření před zdaněním	35 006	37 755	39 805	41 785
Daň	6 651	7 173	7 563	7 939
Výsledek hospodaření za účetní období	28 354	30 581	32 242	33 846

PLÁN FCFF - OPTIMISTICKÁ VARIANTA				
	2016	2017	2018	2019
Stav peněžních prostředků na začátku ÚO	0	9 324	5 903	4 656
KPVH před daní	35 248	37 997	40 047	42 027
daň z KPVH	6 697	7 219	7 609	7 985
KPVH po dani	28 551	30 778	32 438	34 042
Úpravy o nepeněžní operace	14 913	13 969	13 624	13 721
Odpisy	14 913	13 969	13 624	13 721
Změna stavu rezerv	0	0	0	0
Úpravy provozně nutného PK	1 875	-6 069	-5 210	-3 389
Změna zásob	-1 138	-2 785	-3 012	-1 999
Změna pohledávek	-2 346	-4 637	-3 758	-4 583
Změna peněz	-1 298	-2 187	-2 097	-961
Změna časového rozlišení	-215	-20	-19	-24
Změna krátkodobých závazků	6 873	3 559	3 676	4 178
Provozní CF	45 339	38 677	40 852	44 373
Investice brutto	-15 859	-21 902	-21 902	-21 902
Investiční CF	-15 859	-21 902	-21 902	-21 902
CF z hlavního provozu (FCFF)	29 480	16 775	18 950	22 471
Nákladové úroky	-243	-243	-243	-243
Změna stavu krátkodobých bankovních úvěrů	41	0	0	0
Diferenciace v dani	46	46	46	46
Výplaty dividend	-20 000	-20 000	-20 000	-20 000
Finanční CF	-20 155	-20 196	-20 196	-20 196
CF celkem	9 324	-3 421	-1 247	2 275
Stav peněžních prostředků na konci ÚO	9 324	5 903	4 656	6 931

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 9: Ocenění metodou DCF – optimistická varianta (v tis. Kč, v %)

	OPTIMISTICKÁ VARIANTA				
	2016	2017	2018	2019	2.fáze
FCFF	29 480	16 775	18 950	22 471	
WACC	9,88%	9,89%	9,92%	9,95%	9,95%
Hodnota brutto	355 958	361 635	380 613	399 421	416 694
úročený CK	24 959	25 000	25 000	25 000	25 000
Hodnota netto	330 999	336 635	355 613	374 421	391 694
CK/K	7,01%	6,91%	6,57%	6,26%	6,00%

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 10: Finanční plán – pesimistická varianta (v tis. Kč)

PLÁN ROZVAHY – PESIMISTICKÁ VARIANTA				
	2016	2017	2018	2019
AKTIVA	310 640	321 249	332 696	345 244
DLOUHODOBÝ MAJETEK	150 613	157 589	164 986	172 364
Dlouhodobý nehmotný majetek	358	388	424	441
Software	358	388	424	441
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	150 255	157 201	164 563	171 923
Pozemky	1 448	1 448	1 448	1 448
Stavby	113 733	118 689	123 663	128 634
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	35 075	37 064	39 452	41 841
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0
OBĚŽNÁ AKTIVA	159 448	163 074	167 116	172 275
Zásoby	45 026	46 845	48 775	49 672
Materiál	10 214	10 352	10 470	10 663
Nedokončená výroba a polotovary	21 279	21 913	22 686	23 103
Výrobky	12 767	13 803	14 833	15 106
Zboží	766	776	785	800
Krátkodobé pohledávky	83 686	86 546	88 406	90 920
Pohledávky z obchodních vztahů (krátk.)	83 413	86 270	88 126	90 636
Stát - daňové pohledávky	0	0	0	0
Ostatní poskytnuté zálohy	221	224	227	231
Dohadné účty aktivní (krátk.)	51	52	52	53
Krátkodobý finanční majetek	30 736	29 683	29 935	31 683
Peníze - provozně potřebné	20 176	21 895	23 448	23 879
Peníze provozně nepotřebné	10 559	7 788	6 487	7 804
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	579	587	593	604
Náklady příštích období	579	587	593	604
PASIVA	310 640	321 249	332 696	345 244
VLASTNÍ KAPITÁL	171 926	181 005	190 939	201 612
Základní kapitál	21 000	21 000	21 000	21 000
Základní kapitál	21 000	21 000	21 000	21 000
RF, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	8 595	8 595	8 595	8 595
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	8 595	8 595	8 595	8 595
Výsledek hospodaření minulých let	114 723	122 331	131 410	141 344
Nerozdělený zisk minulých let	114 723	122 331	131 410	141 344
Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0
Výsledek hospodaření běžného období	27 608	29 079	29 934	30 673

CIZÍ ZDROJE	138 713	140 244	141 756	143 631
Rezervy	8 472	8 472	8 472	8 472
Dlouhodobé závazky	6 337	6 337	6 337	6 337
Odložený daňový závazek	6 337	6 337	6 337	6 337
Krátkodobé závazky	98 904	100 435	101 947	103 822
Závazky z obchodních vztahů (krátk.)	86 307	87 650	88 999	90 636
Závazky k zaměstnancům	3 524	3 589	3 647	3 714
Závazky ze SZ a ZP	1 617	1 639	1 658	1 688
Stát - daňové závazky a dotace	2 962	3 002	3 036	3 092
Odložený daňový závazek	0	0	0	0
Dohadné účty pasivní (krátk.)	4 494	4 555	4 607	4 692
Jiné závazky	0	0	0	0
Bankovní úvěry a výpomoci	25 000	25 000	25 000	25 000
Krátkodobé bankovní úvěry	25 000	25 000	25 000	25 000

PLÁN VZZ - PESIMISTICKÁ VARIANTA				
	2016	2017	2018	2019
Tržby za prodej zboží	86 491	87 538	88 536	90 165
Náklady vynaložené na prodané zboží	68 037	68 960	69 874	71 159
Obchodní marže	18 454	18 578	18 663	19 006
Výkony	534 044	541 414	547 589	557 659
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	534 852	542 233	548 417	558 502
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-2 734	-2 771	-2 803	-2 854
Aktivace	1 926	1 952	1 975	2 011
Výkonová spotřeba	425 061	431 078	436 313	444 337
Přidaná hodnota	127 437	128 914	129 938	132 328
Osobní náklady	74 996	75 635	75 989	77 386
Daně a poplatky	1 455	1 475	1 491	1 519
Odpisy DNM a DHM	14 913	13 891	13 469	13 489
Ostatní provozní výnosy	2 801	2 839	2 871	2 924
Ostatní provozní náklady	3 099	3 141	3 176	3 235
Ostatní finanční výnosy	2 640	2 676	2 706	2 756
Ostatní finanční náklady	4 089	4 145	4 192	4 269
KPVH před daní	34 327	36 142	37 198	38 111
Nákladové úroky	243	243	243	243
Výsledek hospodaření před zdaněním	34 084	35 900	36 956	37 868
Daň	6 476	6 821	7 022	7 195
Výsledek hospodaření za účetní období	27 608	29 079	29 934	30 673

PLÁN FCFF - PESIMISTICKÁ VARIANTA				
	2016	2017	2018	2019
Stav peněžních prostředků na začátku ÚO	0	10 559	7 788	6 487
KPVH před daní	34 327	36 142	37 198	38 111
daň z KPVH	6 522	6 867	7 068	7 241
KPVH po dani	27 805	29 275	30 131	30 870
Úpravy o nepeněžní operace	14 913	13 891	13 469	13 489
Odpisy	14 913	13 891	13 469	13 489
Změna stavu rezerv	0	0	0	0
Úpravy provozně nutného PK	2 821	-4 874	-3 838	-1 979
Změna zásob	-296	-1 818	-1 930	-897
Změna pohledávek	-781	-2 860	-1 860	-2 514
Změna peněz	-920	-1 718	-1 553	-431
Změna časového rozlišení	-204	-8	-7	-11
Změna krátkodobých závazků	5 022	1 531	1 512	1 875
Provozní CF	45 539	38 292	39 762	42 380
Investice brutto	-14 824	-20 867	-20 867	-20 867
Investiční CF	-14 824	-20 867	-20 867	-20 867
CF z hlavního provozu (FCFF)	30 715	17 425	18 895	21 513
Nákladové úroky	-243	-243	-243	-243
Změna stavu krátkodobých bankovních úvěrů	41	0	0	0
Diferenciace v dani	46	46	46	46
Výplaty dividend	-20 000	-20 000	-20 000	-20 000
Finanční CF	-20 155	-20 196	-20 196	-20 196
CF celkem	10 559	-2 771	-1 301	1 316
Stav peněžních prostředků na konci ÚO	10 559	7 788	6 487	7 804

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 11: Ocenění metodou DCF – pesimistická varianta (v tis. Kč, v %)

	PESIMISTICKÁ VARIANTA				
	2016	2017	2018	2019	2.fáze
FCFF	30 715	17 425	18 895	21 513	
WACC	9,76%	9,75%	9,78%	9,81%	9,81%
Hodnota brutto	302 859	301 693	313 689	325 483	335 904
úročený CK	24 959	25 000	25 000	25 000	25 000
Hodnota netto	277 900	276 693	288 689	300 483	310 904
CK/K	8,24%	8,29%	7,97%	7,68%	7,44%

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 12: Ocenění metodou DCF – využití modelu CAPM při kalkulaci n_{VK} (v tis. Kč, v %)

WACC – Využití modelu CAPM u N_{VK}				
	2016	2017	2018	2019
n_{VK}	7,52%	7,52%	7,52%	7,51%
n_{CK}	0,97%	0,97%	0,97%	0,97%
n_{CK} po dani	0,79%	0,79%	0,79%	0,79%
VK/K	95,17%	95,23%	95,41%	95,57%
CK/K	4,83%	4,77%	4,59%	4,43%
WACC	7,20%	7,20%	7,21%	7,21%

OCENĚNÍ – STŘEDNÍ VARIANTA (WACC – Využití modelu CAPM u N_{VK})					
	2016	2017	2018	2019	2.fáze
FCFF	30 069	17 090	18 931	22 018	
WACC	7,20%	7,20%	7,21%	7,21%	7,21%
Hodnota brutto	516 588	523 702	544 317	564 616	583 328
úročený CK	24 959	25 000	25 000	25 000	25 000
Hodnota netto	491 629	498 702	519 317	539 616	558 328
CK/K	4,83%	4,77%	4,59%	4,43%	4,29%

Zdroj: vlastní zpracování