

Vysoká škola ekonomická v Praze

DIPLOMOVÁ PRÁCE

Vysoká škola ekonomická v Praze
Fakulta financí a účetnictví

Katedra financí a oceňování podniku
Studijní obor Finance a oceňování podniku



Ocenění společnosti
Mlékárna Hlinsko, a.s.

Autor diplomové práce: Bc. Adéla Bittnerová

Vedoucí diplomové práce: Ing. Tomáš Brabenec, Ph.D., LL.M.

Rok obhajoby: 2019

Čestné prohlášení:

Prohlašuji, že diplomovou práci na téma Ocenění společnosti Mlékárna Hlinsko, a.s., jsem vypracovala samostatně a veškerou použitou literaturu a další prameny jsem řádně označila a uvedla v příloženém seznamu.

V Praze dne

.....

Bc. Adéla Bittnerová

Poděkování:

Především bych chtěla poděkovat vedoucímu mé diplomové práce Ing. Tomášovi Brabencovi, Ph.D., LL.M., který mi poskytoval cenné rady a připomínky, které mi pomohly tuto práci dokončit.

Také děkuji svým blízkým za jejich trpělivost a podporu.

Abstrakt

Cílem této diplomové práce je stanovení hodnoty společnosti Mlékárna Hlinsko, a.s., k datu 1. 1. 2017 pro běžného investora. Tento podnik se zabývá výrobou mléčných výrobků, které distribuuje na český a zahraniční trh. V první kapitole je provedena strategická analýza trhu. Druhá kapitola hodnotí finanční zdraví firmy. Následuje prognóza generátorů hodnoty a sestavení finančního plánu na pět let. Výsledné ocenění je provedeno výnosovou metodou s využitím diskontovaného cash flow ve variantě volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele (FCFF) a tržním porovnáním pomocí multiplikátoru EV/EBIT a EV/EBITDA.

Klíčová slova

Ocenění, finanční analýza, strategická analýza, generátory hodnoty, finanční plán, metoda DCF

Abstract

The aim of this master's thesis is to determine a market value of Mlékárna Hlinsko, a.s. as of 1 st January 2017 for an ordinary investor. The enterprise produces and distributes dairy products on czech and foreign market. The first chapter contains strategic analysis of the market. Subsequently, the financial health of the company is evaluated in the second one. Following section is devoted to prognosis of value generators and establishment of 5-year financial plan. The final appraisal is carried out by revenue method using discounted cash flow in the form of free cash flow for owners and creditors (FCFF) and by market comparison with the use of EV/EBIT and EV/EBITDA multipliers.

Key words

Business valuation, financial analysis, strategic analysis, generators of the value, financial plan, DCF method

Obsah

1	ÚVOD	- 1 -
2	ZÁKLADNÍ INFORMACE O OCEŇOVANÉM PODNIKU	- 2 -
2.1	ÚČEL A DATUM OCENĚNÍ	- 2 -
2.2	PODKLADY POUŽITÉ PRO OCENĚNÍ	- 2 -
2.3	IDENTIFIKAČNÍ ÚDAJE SPOLEČNOSTI	- 3 -
2.4	PŘEDMĚT PODNIKÁNÍ	- 3 -
2.5	VLASTNICKÁ STRUKTURA	- 4 -
2.6	MAJETKOVÉ ÚČASTI	- 4 -
2.7	ŘÍDÍCÍ STRUKTURA	- 4 -
2.8	CHARAKTERISTIKA A HISTORIE ČINNOSTI	- 5 -
3	STRATEGICKÁ ANALÝZA	- 6 -
3.1	ANALÝZA VNĚJŠÍHO POTENCIÁLU	- 6 -
3.2	ANALÝZA KONKURENČNÍ SÍLY A VNITŘNÍHO POTENCIÁLU	- 21 -
3.3	ZÁVĚR STRATEGICKÉ ANALÝZY	- 32 -
4	FINANČNÍ ANALÝZA	- 33 -
4.1	ANALÝZA ÚČETNÍ POLITIKY	- 33 -
4.2	ANALÝZA ÚČETNÍCH VÝKAZŮ	- 35 -
4.3	ANALÝZA POMĚROVÝCH A VÝKONOVÝCH UKAZATELŮ (ČASOVÉ A PROSTOROVÉ SROVNÁNÍ)	- 41 -
4.4	VYHODNOCENÍ FINANČNÍ ANALÝZY	- 48 -
4.5	ZÁVĚRY FINANČNÍ ANALÝZY	- 49 -
5	GENERÁTORY HODNOTY A FINANČNÍ PLÁN	- 51 -
5.1	ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A NENUTNÁ	- 51 -
5.2	GENERÁTORY HODNOTY	- 53 -
5.3	FINANČNÍ PLÁN	- 63 -
5.4	FINANČNÍ ANALÝZA PLÁNU	- 67 -

6	<u>OCENĚNÍ</u>	- 69 -
6.1	VÝNOSOVÉ OCENĚNÍ	- 69 -
6.2	OCENĚNÍ METODOU TRŽNÍHO POROVNÁNÍ	- 74 -
6.3	ÚČETNÍ HODNOTA NA PRINCIPU HISTORICKÝCH CEN	- 75 -
6.4	VÝSLEDNÉ OCENĚNÍ	- 75 -
7	<u>ZÁVĚR</u>	- 77 -
8	<u>SEZNAM TABULEK</u>	- 78 -
9	<u>SEZNAM GRAFŮ</u>	- 80 -
10	<u>SEZNAM ZDROJŮ</u>	- 81 -
10.1	POUŽITÉ DATABÁZE	- 81 -
10.2	LITERATURA	- 81 -
10.3	ELEKTRONICKÉ ZDROJE	- 82 -
10.4	VÝROČNÍ ZPRÁVY	- 83 -
11	<u>PŘÍLOHA</u>	- 84 -

1 Úvod

Tématem této diplomové práce je ocenění podniku Mlékárna Hlinsko, a.s. Oceňovaný podnik vyrábí mléčné výrobky, které dodává na český trh již od roku 1943. V současné době je pátým největším výrobcem mléčných produktů v České republice, měřeno dle výše obrátu v roce 2016. Mezi jeho hlavní produkty patří trvanlivé mléko a nesmím opomenout tradiční výrobky z kondenzovaného mléka prodávané pod známým označení Jesenka, Piknik a Pikao. Téměř polovina veškeré produkce je vyvážena do zahraničí, především na trh Evropské unie.

Téma diplomové práce jsem si vybrala z důvodu, že bych se ráda v budoucnosti věnovala problematice oceňování v praxi. Navíc jsem mohla v komplexním ocenění společnosti využít velké spektrum teoretických znalostí nabytých během studia a vyzkoušet si jejich aplikaci na reálné společnosti. Z osobního hlediska to považuji za velký přínos.

Cílem práce je stanovení hodnoty společnosti k 1. 1. 2017, kterou by byl ochoten zaplatit běžný zájemce na trhu. Výslednou hodnotu může podnik rovněž využít při rozhodování o možném prodeji společnosti. Omezením stanovení hodnoty je přístup pouze k veřejně dostupným informacím.

Celá práce je členěna do několika kapitol. Nejdříve jsou uvedeny základní informace o oceňované společnosti, ve které je podnik představen. Následuje strategické analýza trhu, na kterém podnik působí, a zároveň i potenciál podniku se na tomto trhu prosadit. Dále navazuje finanční analýza, která hodnotí finanční zdraví podniku pomocí finančních ukazatelů ve srovnání s hlavními konkurenty. Informace získané strategickou a finanční analýzou jsou pak uplatněny ve stanovení finančního plánu, který je základním vstupem pro samotné ocenění podniku. Jako hlavní metoda pro stanovení tržní hodnoty je zvolena metoda výnosová, podpůrnými metodami pak jsou tržní porovnání a účetní hodnota.

2 Základní informace o oceňovaném podniku

2.1 Účel a datum ocenění

Účelem ocenění je nalezení tržní hodnoty podniku Mlékárna Hlinsko a.s., se sídlem Kouty 53, PSČ 53901, identifikační číslo: 48169188, pro běžného investora k datu ocenění 1. 1. 2017. Toto ocenění bude mít využití pro vlastníky v případě rozhodování o prodeji podniku. Výsledkem bude tržní hodnota definovaná oceňovacími standardy IVS jako: „... *odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.*“ (Mařík, 2011)

2.2 Podklady použité pro ocenění

Ocenění je založeno na základě veřejně dostupných informací bez přístupu k jakýmkoliv interním dokumentům podniku. Dále jsou využity informace z databáze Amadeus, Albertina, Passport, Eurostat a Českého statistického úřadu. Předpokladem při zpracování posudku je, že veřejně přístupná data jsou pravdivá a dále jejich správnost není ověřována.

2.3 Identifikační údaje společnosti

Název:	Mlékárna Hlinsko, a.s.
Sídlo:	Hlinsko – Kouty 53, PSČ 53901
Telefon:	+420 469 363 111
E-mail:	mlekarna@tatramleko.cz
IČ:	48169188
Obchodní rejstřík:	Krajský soud v Hradci Králové, Oddíl B, Vložka 3061
Právní forma:	akciová společnost
Datum vzniku:	18. března 1993
Základní kapitál:	20 152 000 Kč
Hlavní NACE CZ:	10.5 Výroba mléčných výrobků

2.4 Předmět podnikání

Hlavním předmětem činnosti je dle výroční zprávy zpracování syrového kravského mléka a výroba mléčných produktů.

V obchodním rejstříku má společnost Mlékárna Hlinsko, a.s., k datu ocenění zapsány tyto předměty činnosti:

- Mlékárenství
- Opravy silničních vozidel
- Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona

2.5 Vlastnická struktura

Od 5. října 2011 je jediným akcionářem společnost AGROFERT, a.s., IČ 26185610 se sídlem Praha 4, Pyšelská 2327/2, PSČ 14900, jejímž předmětem činnosti je správa vlastního majetku. Společnost pak vlastní jedinou kmenovou akcií ve jmenovité hodnotě 2 152 000 Kč.

Společnost AGROFERT, a.s., se podílí na řízení více jak 200 společností s oblastí zemědělství, chemie, potravinářství, lesnictví, techniky, logistiky a dopravy, obnovitelných zdrojů, médií a další. Dle žebříčku CZECH TOP 100 2015 je společnost třetí nejvýznamnější firmou v České republice. V oblasti zemědělství a potravinářství se pak na území ČR a SK jedná o nejvýznamnější koncern. (AGROFERT, a.s., 2017)

2.6 Majetkové účasti

Podnik Mlékárna Hlinsko, a.s., nemá k datu ocenění 1. 1. 2017 žádné majetkové účasti v jiných společnostech

2.7 Řídící struktura

Statutární orgán:	AGROFERT, a.s. – místopředseda představenstva
	Jiří Tvrdík, dat. Nar. 16. března 1973 – předseda představenstva
	Ing. Lada Hájková, dat. Nar. 12. července 1971 – člen představenstva
Dozorčí rada:	Ing. JAN OTČENÁŠEK, dat. nar. 10. dubna 1978 – předseda
	PAVEL ŠVEC, dat. nar. 21. června 1947 – člen
	LADISLAV PEKAŘ, dat. nar. 11. října 1964 – člen

2.8 Charakteristika a historie činnosti

První zmínku o podniku můžeme najít v roce 1939, kdy zástupci firmy Nestlé vybrali obec Hlinsko pro stavbu nové továrny na zpracování mléka. Stavba byla zahájena roku 1940 a roku 1943 byl spuštěn provoz. Z počátku se továrna orientovala na výrobu dětské moučky, kondenzovaného mléka a výrobu sušeného podmásli. Firma Nestlé provozovala podnik až do roku 1948 kdy po znárodnění vedení podniku přešlo pod PMV – Průmysl mléčné výživy Nový Bydžov. Spolupráce s firmou Nestlé byla definitivně ukončena až v roce 1951. V roce 1953 byl sortiment rozšířen o výrobu kondenzovaného neslazeného mléka a přibližně v této době začíná výroba kondenzovaného kakaa v plechovkách (později pod názvem Pikao). V roce 1964 jsou výrobky dodávány na trh pod značkou Tatra. (Mlékárna Hlinsko, a.s., 2018)

Po revoluci byla továrna koupena soukromou společností Mlékárna Hlinsko s.r.o. V roce 1994 pak započala výroba trvanlivého mléka, které je dnes hlavním produktem. V roce 2001 společnost jako jedna z prvních získala certifikát kvality ISO 9001:2000. V roce 2004 byl podniku udělen certifikát IFS (International Food Standard) který zaručuje dodržování hygieny a bezpečnosti potravin; díky tomuto certifikátu je podniku umožněno exportovat své výrobky na evropský trh. Další významnou událostí roku 2004 bylo započetí výroby másla. Výrobky mlékárny získaly již desetkrát ocenění KLASA, kterým se označují kvalitní domácí potraviny. (Mlékárna Hlinsko, a.s., 2018)

Dnes podnik pod obchodní značkou Tatra vyrábí celou řadu produktů (Mlékárna Hlinsko, a.s., 2018)

- | | |
|--------------------------------|------------------------------|
| • Trvanlivá mléka | • Kondenzovaná slazená mléka |
| • Trvanlivá ochucená mléka | – tuby |
| • Trvanlivé smetany | • Sušená mléka |
| • Másla | • Tvarohy |
| • Kondenzovaná neslazená mléka | • Zmrzlinové směsi |
| • Kondenzovaná slazená mléka | • Ledové tříště |

3 Strategická analýza

V rámci strategické analýzy bude vymezen celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Výstupem strategické analýzy bude posouzení perspektivy společnosti z hlediska její vnitřního a vnějšího potenciálu. Hlavním výstupem pak bude prognóza tržeb.

3.1 Analýza vnějšího potenciálu

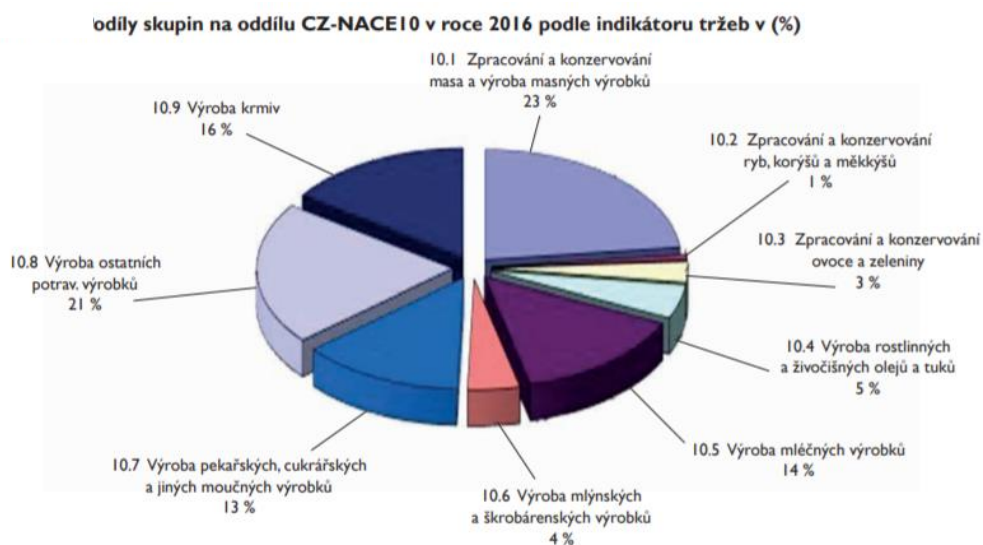
V první části bude analyzován vnější potenciál neboli analýza relevantního trhu, na kterém se oceňovaný podnik pohybuje. Přičemž relevantní trh je hodnocen z pohledu produktu, území, zákazníků a konkurence. Výstupem pak bude prognóza vývoje tohoto trhu v dlouhodobém hledisku.

3.1.1 Charakteristika trhu

3.1.1.1 Věcné vymezení a charakteristika trhu

Dle klasifikace CZ-NACE oceňovaná společnost působí na trhu výroby zpracování mléčných produktů (CZ NACE 10.5). Tento trh bude pro účely strategické analýzy výchozím.

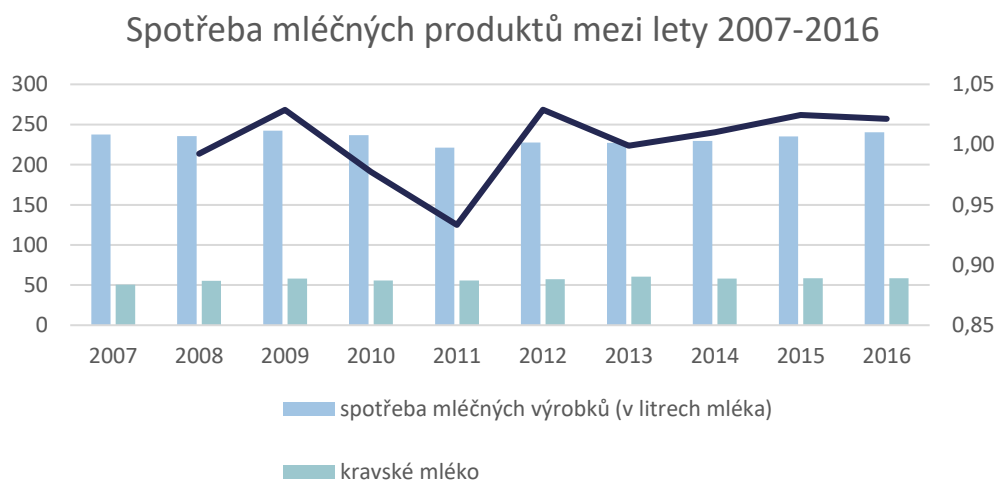
V roce 2016 se výroba mléčných produktů podílela 14 % na celkových tržbách v rámci CZ-NACE 10, což ji řadí na 3. místo trhu s potravinami.



Zdroj: (Ministerstvo zemědělství, 2017)

Dle Českého statistického úřadu spotřeba mléčných produktů (v hodnotách mléka) na obyvatele v čase roste průměrným tempem o 0,13 % ročně. Samotné kravské mléko pak tempem 1,66 % ročně.

Graf 1: Spotřeba mléčných výrobků v litrech na obyvatele mezi lety 2007–2016

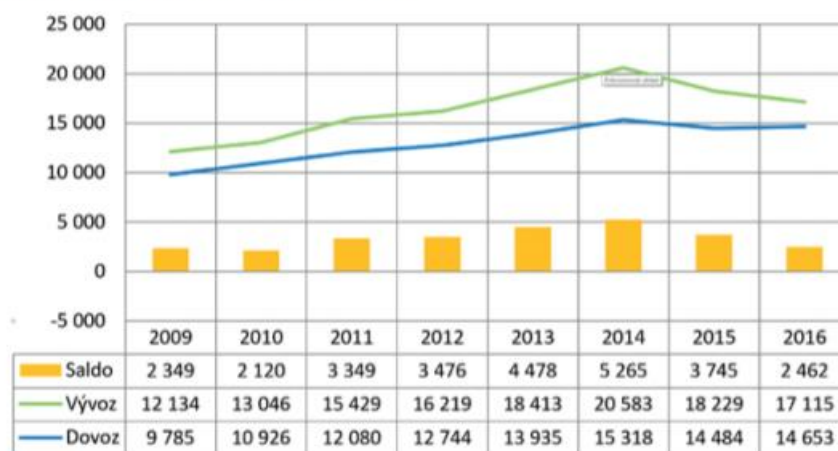


Zdroj: Vlastní zpracování dle dat ČSÚ

Společnost realizuje téměř 50 % svých tržeb v zahraničí, a to převážně v zemích evropské unie. Na evropském trhu je spotřeba mléka na obyvatele v čase stabilizovaná a nepodléhá žádným velkým výkyvům. Celkově je 40 % vyrobených mléčných výrobků v ČR prodáno do zahraničí, jedná se tedy o významnou exportní položku. V roce 2016 směřovalo 88 % vývozu na trh EU. Celkové saldo zůstává dlouhodobě kladné. I když je spotřeba mléčných produktů ve vyspělých trzích ustálená, na vývojových trzích je stále prostor pro navyšování spotřeby. Zatímco na vyspělých trzích se spotřeba mléčných výrobků pohybuje nad 200 kg na osobu ročně, na vývojových trzích byla tato hodnota v roce 2007 pouze 55 kg na osobu, což je dvojnásobek hodnoty před 30 lety. (Muehlhoff, a další, 2013)

Graf 2: Vývoj zahraničního obchodu s mléčnými produkty mezi lety 2009–2016

CZ-CPA 10.5 Zahraniční obchod (mil. Kč)



Zdroj: (Ministerstvo zemědělství, 2017)

3.1.1.2 Teritoriální vymezení

Za relevantní regionální trh lze považovat celou Českou republiku, jelikož podnik realizuje své prodeje v obchodních řetězcích napříč celým územím.

Co se týče zahraničí, relevantním trhem je pak celá Evropská unie.

3.1.1.3 Vymezení z hlediska zákazníků

Společnost dodává své výrobky do supermarketů a hypermarketů, přičemž konečnými spotřebiteli jsou obyvatelé, kteří ovlivňují velikost poptávky po mléčných výrobcích. Mléčné výrobky se řadí mezi základní potraviny, které mají velmi malou elasticitu poptávky. To znamená, že jejich spotřeba se nezvyšuje s rostoucími příjmy obyvatelstva a zároveň poptávka velmi málo reaguje na změnu ceny. Důchodová elasticita ve vyspělých zemích se v roce 2005 pohybovala okolo 0,55.

3.1.1.4 Vymezení z hlediska konkurence

V roce 2016 se v oboru zpracování mléka pohybovalo 176 podniků, přičemž většinu tvoří malé podniky s méně než 49 zaměstnanci. Nejbližšími konkurenty podniku jsou největší čeští zpracovatelé mléka.

Tabulka 1: Pořadí společností kategorie CZ NACE 10.5 Výroba mléčných výrobků dle obrátu v roce 2016

	Společnost	Obrat (tis. CZK)
1.	Madeta a.s.	5 274 410
2.	Mlékárna Pragolaktos, a.s.	4 731 768
3.	Olma, a.s.	3 276 262
4.	Savencia Fromage & Dairy Czech Republic	3 002 874
5.	Mlékárna Hlinsko, a.s.	2 624 319
6.	Mlékárna Kunín, a.s.	1 993 786
7.	Brazzale Moravia, a.s.	1 854 154
8.	Bel Sýry Česko, a.s.	1 246 078
9.	Moravia Lacto, a.s.	1 243 070
10.	Polabské Mlékárny, a.s.	1 151 036

Zdroj: Vlastní zpracování dle databáze Amadeus

3.1.2 Odhad velikosti relevantního trhu

3.1.2.1 Relevantní trh České republiky

Jednou z možností, jak vyjádřit velikost relevantního trhu ČR, by bylo vzít velikost tržeb za obor CZ NACE 10.5 Výroba mléčných výrobků. V oboru s mléčnými produkty je značná část výroby vyvážena do zahraničí, proto by tato částka nereprezentovala skutečnou spotřebu na území relevantního trhu. Další možností vyjádřit trh je násobek průměrné spotřeby a průměrné ceny. Tento způsob nepovažuji za vhodný, jelikož průměrná cena jednotlivých produktů a kvalita výrobků je velmi rozdílná. Jako nejrelevantnější způsob stanovení velikosti trhu se zdají být průměrné výdaje za mléčné výrobky na osobu ročně. Tyto výdaje pak následně vynásobit středním stavem obyvatel ČR. Takto získaný odhad pak reprezentuje spotřebu v celé České Republice. Mezi mléčné výrobky pro tento účel byly zařazeny výdaje na: Trvanlivé a čerstvé mléko, sušené mléko a mléčné konzervy, jogurty, sýry a máslo. Tento výběr přesně neodpovídá kategorii mléčných výrobků dle Českého statistického úřadu, ten do výčtu produktů zařazuje ještě vejce, a naopak máslo je zařazeno v kategorii tuků. K úpravám došlo na základě produktového

portfolia mlékárenských společností, tak aby všechny výrobky měly jako hlavní vstup mléko.

Tabulka 2: Spotřeba mléčných výrobků za rok v Kč na osobu

Rok	Mléko	Sušené mléko	Sýry	Jogurty	Ostatní	Máslo	Mléčné výrobky celkem
2008	757	126	1 353	673	845	387	4 141
2009	624	123	1 323	690	835	380	3 975
2010	674	124	1 346	695	842	431	4 112
2011	701	128	1 337	667	885	463	4 181
2012	709	99	1 456	692	943	495	4 394
2013	777	113	1 497	674	936	533	4 530
2014	813	105	1 563	689	987	556	4 713
2015	687	114	1 524	667	1 019	534	4 545
2016	643	103	1 547	651	1 016	542	4 502

Zdroj: (Český Statistický úřad, 2018) Vlastní zpracování dat

Velikost trhu v čase mírně roste. Výjimkou jsou roky 2008, 2015 a 2016 kdy trh poklesl vlivem poklesu průměrných výdajů. Toto snížení by mohlo být způsobeno značným poklesem výkupní ceny vstupní suroviny, mléka. Nízká výkupní cena tlačí na ceny finálních výrobků, které poklesnou, tento pokles ceny není však dostatečně vyrovnán zvýšením spotřeby, a tudíž dojde ke snížení výdajů na mléčné výrobky. Značný propad cen lze pozorovat i na indexu cen, zveřejňovaných Ministerstvem zemědělství v Panorama potravinářského průmyslu. (Ministerstvo zemědělství, 2017) Při pohledu na spotřebu mléčných výrobků v kilogramech v těchto letech spotřeba mírně rostla. Celkově se ale jedná o stabilní trh bez velkých výkyvů.

Tabulka 3: Velikost trhu ČR

	Průměrné výdaje na mléčné výrobky za rok	Počet obyvatel ČR	Věcně vymezený trh ČR celkem	Tempo růstu trhu ČR
rok	Kč / osobu	střední stav	mil. Kč	%
2008	4 141	10 429 692	43 189	
2009	3 975	10 491 492	41 704	-3,44%

	Průměrné výdaje na mléčné výrobky za rok	Počet obyvatel ČR	Věcně vymezený trh ČR celkem	Tempo růstu trhu ČR
2010	4 112	10 517 247	43 247	3,70%
2011	4 181	10 496 672	43 887	1,48%
2012	4 394	10 509 286	46 178	5,22%
2013	4 530	10 510 719	47 614	3,11%
2014	4 713	10 524 783	49 603	4,18%
2015	4 545	10 542 942	47 918	-3,40%
2016	4 502	10 565 284	47 565	-0,74%

Zdroj: (Český Statistický úřad, 2018) Vlastní zpracování dat

3.1.2.2 Relevantní trh Evropa

Odhad velikosti relevantního trhu Evropské unie je proveden na základě dat zveřejňovaných Výzkumným ústavem pro potravinářskou a zemědělskou politiku – FAPRI (Food and Agricultural Policy Research Institute). FAPRI je výzkumný institut založený v roce 1984 v USA na výzkum potravin. Institut připravuje modely kombinující data zemědělství, potravinářského průmyslu a ekonomických ukazatelů. Průměrné výdaje na mléčné produkty jsou vypočítány násobkem průměrné spotřeby jednotlivých mléčných produktů a průměrnými cenami výrobků v eurech. Takto zjištěné výdaje jsou vynásobeny počtem obyvatel EU v jednotlivých letech, dle databáze EUROSTAT.

Tabulka 4: Velikost trhu EU

	Průměrné výdaje na mléčné výrobky za rok	Počet obyvatel EU	Věcně vymezený trh EU celkem	Tempo růstu trhu EU	Devizový kurz	Věcně vymezený trh EU celkem	Tempo růstu trhu EU
rok	eur / osobu	střední stav	mil. Euro	%	CZK / eur	mil. Kč	%
2008	90,6	500 297 033	45 317		26,106	1 183 044	
2009	72,7	502 090 235	36 486	19,49%	26,076	951 419	19,58%
2010	80,5	503 170 618	40 509	11,03%	25,165	1 019 421	7,15%

	Průměrné výdaje na mléčné výrobky za rok	Počet obyvatel EU	Věcně vymezený trh EU celkem	Tempo růstu trhu EU	Devizový kurz	Věcně vymezený trh EU celkem	Tempo růstu trhu EU
2011	81,9	502 964 837	41 188	1,67%	25,515	1 050 900	3,09%
2012	83,4	504 047 964	42 062	2,12%	25,216	1 060 634	0,93%
2013	83,4	505 163 008	42 155	0,22%	27,517	1 159 979	9,37%
2014	83,1	507 011 330	42 144	-0,03%	27,634	1 164 616	0,40%
2015	83,2	508 540 103	42 316	0,41%	27,026	1 143 632	-1,80%
2016	83,0	510 277 177	42 358	0,10%	27,03	1 144 944	0,11%

Zdroj: (FAPRI, 2016) a (Eurostat, 2018) Vlastní zpracování dat

Tak jako v České republice i na trhu Evropské unie došlo v roce 2009 k značnému poklesu výdajů na mléčné produkty. Trh byl ve všech ostatních letech již stabilní, přičemž průměrné výdaje kolísají okolo 83 euro na osobu ročně, a proto je růst trhu ovlivněn především růstem populace. Dle predikce Eurostatu by obyvatelstvo mělo růst až do roku 2050, kdy by jeho hodnota měla dosáhnout zhruba 530 mil. obyvatel. (FAPRI, 2016)

3.1.3 Analýza atraktivity trhu

V předchozí kapitole byl trh vymezen kvantitativně, ale trh však lze hodnotit i z kvalitativního hlediska. K tomuto účelu slouží zhodnocení atraktivity trhu, které by mělo nastínit šance a rizika s oborem spojená. Zároveň slouží jako podklad ke stanovení diskontů a premií k diskontní míře. Kvalita je hodnocena z mnoha pohledů, kterým jsou přiřazeny váhy a známky, které určí celkovou známku.

Protože se domnívám, že trhy Evropské unie a České republiky jsou kvalitativně srovnatelné, bude toto hodnocení provedeno za oba trhy jako celek.

3.1.3.1 Růst trhu

Trh mléčných produktů je v Evropské unii nasyceným trhem. Spotřeba mléka se za 30 let zvýšila o pouhých 0,1 % na osobu a zároveň se jedná o nejvyšší spotřebu celosvětově. Průměrná spotřeba mléka na hlavu v EU

v roce 2007 dosahovala 214 kg za rok, zatímco celosvětový průměr byl pouhých 85 kg. Spotřeba je mnoho let stabilní a ani do budoucna nelze očekávat velké výkyvy. (Muehlhoff, a další, 2013) Hodnocení: 3

3.1.3.2 Velikost trhu

Velikost trhu je určena počtem obyvatel Evropské unie. Dle databáze Eurostat měla EU v roce 2016 512 milionů obyvatel, přičemž průměrný roční růst je 1,5 milionů obyvatel. Dle predikcí Eurostatu je očekáván kontinuální růst až do roku 2050. Tyto statistiky tak činí relevantní trh jedním z největších na světě. (Eurostat, 2018) Hodnocení: 6

3.1.3.3 Intenzita konkurence

Na trhu panuje značná konkurence. Na trhu převládají známé nadnárodní podniky, avšak své zákazníky mají i menší regionální producenti. Hodnocení: 1

3.1.3.4 Průměrná rentabilita

Dle finanční analýzy podnikové sféry zpracované Ministerstvem průmyslu a obchodu lze porovnat vývoj rentabilit. Při srovnání ROA a ROE odvětví Výroby potravinářských výrobků (CZ NACE 10) s celkovými vývoji rentabilit odvětví zpracovatelského průmyslu, lze konstatovat, že vývoj odpovídá změnám celého odvětví. V roce 2016 byla ROA v odvětví CZ-NACE 10 na úrovni 13,67 %, celková hodnota ROA za zpracovatelský průmysl pak 15,32 %. Hodnota ROE v roce 2016 byla 16,43 % a celé odvětví za zpracovatelský průmysl 20,90 %. Hodnocení: 2

3.1.3.5 Bariéry vstupu do odvětví

Ačkoliv kvóty na produkci mléka v EU byly zrušeny již v roce 2015, dále platí mnoho nařízení, vyhlášek, směrnic a hygienických norem, které jsou vyžadovány napříč Evropskou unií. V ČR výrobu mléčných výrobků upravuje vyhláška č. 397/2016 Sb., o požadavcích na mléko, mléčné výrobky, mražené krémy a jedlé tuky a oleje. Další bariérou jsou značné kapitálové výdaje spojené s pořízením vybavení na zpracování syrového kravského mléka. Hodnocení: 5

3.1.3.6 Možnosti substituce

Ačkoliv se v poslední době objevují alternativní produkty, mlékárenské produkty jsou specifické a nenahraditelné v celém rozsahu. Alternativními výrobky jsou mléka, jogurty a další výrobky ze sóji; jejich obliba mírně roste, ale celkově je jejich spotřeba stále zanedbatelná. Alternativou pro máslo jsou cenově dostupnější margaríny. Hodnocení: 5

3.1.3.7 Citlivost na konjunkturu

Mlékárenské výrobky jsou jedny ze základních složek potravy. Z ekonomického hlediska je lze označit za nezbytné statky, jejichž spotřeba se nemění v závislosti na změnách ekonomické situace. Poptávková elasticita nezbytných potravin se ve vyspělých zemích pohybuje okolo 0,09. Hodnocení 6

3.1.3.8 Struktura zákazníků

Spotřebitelem mléčných výrobků je obyvatelstvo všech věkových skupin a všech příjmových kategorií. Spotřeba výrobků je pak na denní bázi. U některých obyvatel se může objevit intolerance na laktózu nebo alergie na kravské mléko. Hodnocení 4

3.1.3.9 Vlivy prostředí

Vlivy prostředí jsou neutrální. Hodnocení: 3

Tabulka 5: Analýza atraktivity trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váha × Body
		Negativní		Průměr			Pozitivní			
		0	1	2	3	4	5	6		
Růst trhu	3				X				3	9
Velikost trhu	2							X	6	12
Intenzita konkurence	3		X						1	3
Průměrná rentabilita	2			X					2	4
Bariéry vstupu	1						X		5	5
Možnosti substituce	1						X		5	5
Citlivost na konjunkturu	1							X	6	6

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váha × Body
		Negativní		Průměr			Pozitivní			
		0	1	2	3	4	5	6		
Struktura zákazníků	2					X			4	8
Vlivy prostředí	1				X				3	3
Celkem	16									55
Maximální počet bodů:				96						
Dosažený počet bodů:				55						
Hodnocení:				57%						

Zdroj: Vlastní zpracování

Z hodnocení atraktivity trhu vyplynulo, že atraktivita trhu je mírně nadprůměrná. Mezi nejvíce pozitivní faktory, příležitosti, patří velký trh, vysoké bariéry vstupu, téměř nemožná substituce, velmi malá citlivost na hospodářský cyklus a široké spektrum zákazníků. Na druhé straně jako slabší faktory, hrozby, lze hodnotit velmi vysokou intenzitu konkurence. Do budoucna by se evropské podniky měly orientovat na rozšíření svých produktů do rozvojových zemí, ve kterých je konzumace mléčných výrobků oproti Evropské unii na velmi nízké úrovni. Zároveň trh má mírně podprůměrnou rentabilitu ve srovnání se zpracovatelským odvětvím.

3.1.4 Prognóza budoucího vývoje trhu

3.1.4.1 Prognóza vývoje trhu České republiky

Protože nikde není dostupná relevantní prognóza pro český trh, bude prognóza budoucího vývoje provedena pomocí statistických metod. Pro tento postup je nutné poznat makroekonomické a další faktory, které na trh působí.

PROGNÓZA NA ZÁKLADĚ MAKROEKONOMICKÝCH UKAZATELŮ

HDP

Hrubý domácí produkt je makroekonomickým ukazatelem hodnotícím stav ekonomiky dané země. V roce 2008 a 2009 vrcholila krize a HDP byla na nejnižší úrovni za celé sledované období. Od roku 2010 ale roste, přičemž v posledním sledovaném roce růst mírně zpomalil. Dle prognózy MFČR dojde v následujících letech k mírnému zpomalení růstu. (MFČR, 2017)

Inflace

Inflace měří růst všeobecné cenové hladiny v čase a je vyjádřena změnou indexu spotřebitelských cen. Inflace v ČR v posledních letech dosahuje velmi nízkých hodnot pod 1 %. Inflační cíl je Českou národní bankou stanoven na 2 % ročně, dle predikce MFČR by se v příštích letech měla inflace zvednout a dosáhnout cíle. (MFČR, 2017)

Míra nezaměstnanosti

Míra nezaměstnanosti se měří jako podíl nezaměstnaných osob ku všem práce schopným osobám. V ČR míra nezaměstnanosti vyvrcholila po krizi v roce 2010, od té doby klesá a dle prognózy MFČR klesne až na hodnotu 2,9 %. (MFČR, 2017)

Průměrná mzda

Průměrná mzda v ČR je v čase rostoucí tempem přibližně 2,5 % ročně, přičemž v posledních letech růst mírně zrychloval. Dle predikce MFČR by růst měl v dalších letech pokračovat. Vývoj průměrné mzdy by měl korespondovat s nezaměstnaností, čím nižší nezaměstnanost, tím větší tlak na zvyšování mezd. (MFČR, 2017)

Počet obyvatel ČR

Počet obyvatel se každoročně zvyšuje. To je velmi pozitivní trend pro potravinářský průmysl, protože s růstem počtu obyvatel roste i poptávka, tedy celková velikost relevantního trhu. (Český Statistický úřad, 2018)

Tabulka 6: Vývoj Makroekonomických ukazatelů ČR

	Hrubý domácí produkt v b.c.	Tempo růsti HDP	Inflace	Tempo růstu	Míra nezaměstnanosti	Tempo růstu	Průměrná měsíční mzda	temp růstu	Počet obyvatel ČR	temp růstu
	mil. Kč	%	v %	v %	v %	v %	Kč	%	Kč	%
2008	4 024 117		5,4		4,4		22 592		10 429 692	
2009	3 930 409	-2,33%	1,0	-81%	6,7	52,27%	23 344	3,33%	10 491 492	0,59%
2010	3 962 464	0,82%	1,3	30%	7,3	8,96%	23 864	2,23%	10 517 247	0,25%
2011	4 033 755	1,80%	1,8	38%	6,7	-8,22%	24 455	2,48%	10 496 672	-0,20%
2012	4 059 912	0,65%	3,1	72%	7	4,48%	25 067	2,50%	10 509 286	0,12%
2013	4 098 128	0,94%	1,4	-55%	7	0,00%	25 035	-0,13%	10 510 719	0,01%
2014	4 313 789	5,26%	0,4	-71%	6,1	-12,86%	25 768	2,93%	10 524 783	0,13%
2015	4 595 783	6,54%	0,3	-25%	5	-18,03%	26 591	3,19%	10 542 942	0,17%
2016	4 767 990	3,75%	0,7	133%	4	-20,00%	27 764	4,41%	10 565 284	0,21%
2017	4 977 782	4,40%	2,5	257%	3	-25,00%	29 013	4,50%	10 581 132	0,15%
2018	5 142 048	3,30%	2,3	-8%	2,9	-3,33%	30 319	4,50%	10 597 004	0,15%
2019	5 286 026	2,80%	2	-13%	2,9	0,00%	31 532	4,00%	10 612 899	0,15%
2020	5 423 462	2,60%	1,8	-10%	3	3,45%	32 793	4,00%	10 628 818	0,15%
2021	5 559 049	2,50%	1,9	6%	2,7	-10,00%	33 941	3,50%	10 644 762	0,15%

Zdroj: Vlastní zpracování s využitím dat ČSÚ (Český Statistický úřad, 2018)

Pro posouzení vztahu mezi zjištěnými veličinami a vývoje relevantního trhu budou použity Pearsonovy korelační koeficienty. Tento koeficient vyjadřuje sílu lineárního vztahu mezi dvěma veličinami. Kladné hodnoty znamenají lineární korelaci. Čím blíže se korelační koeficient blíží 1 nebo -1, tím silnější korelace je mezi nimi.

Tabulka 7: Pearsonovy korelační koeficienty

Pearsonovy korelační koeficienty	HDP	Inflace	Míra nezaměstnanosti	průměrná měsíční mzda	Počet obyvatel
	0,70	-0,44	-0,24	0,80	0,63

Zdroj: Vlastní výpočty

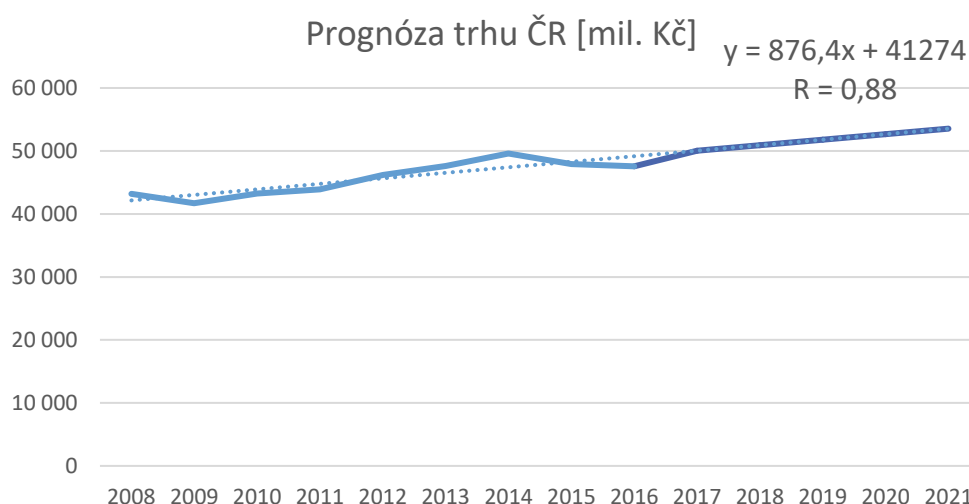
Z výsledných korelačních koeficientů dosahuje nejvyššího korelačního koeficientu průměrná měsíční mzda, $R = 0,8$. Avšak přesné predikce průměrné mzdy nejsou dostupné.

PROGNÓZA NA ZÁKLADĚ ČASOVÉHO TRENDU

Celkový vývoj trhu je v čase mírně rostoucí bez velkých výkyvů, proto bude možné na základě minulého vývoje proložit křivku vývoje trhu rovnicí, která nejlépe vysvětlí průběh a prodloužit tak časovou řadu. Časová řada byla testována pomocí lineární, logaritmické, mocninné a exponenciální funkce. Největší závislost lze najít u lineární funkce, kde korelační koeficient $R = 0,88$.

Výsledná rovnice je $y = 876,4x + 41274$. Lze předpokládat, že lineární křivka dobře vysvětluje průběh v čase. Ačkoliv občas dochází k mírným výkyvům, dlouhodobý trend je mírně rostoucí. Průměrné tempo růstu relevantního trhu mezi lety 2009–2016 bylo 1,94 % ročně, dle hodnot lineární funkce dosahuje průměrné tempo 1,92 % ročně. Tempo růstu se do budoucna mírně zpomaluje.

Graf 3: Prognóza trhu ČR pomocí lineární funkce



Zdroj: Vlastní výpočty

PROGNÓZA NA ZÁKLADĚ REGRESNÍ ANALÝZY

Pomocí regresní analýzy lze zjistit vztah mezi velikostí poptávky a faktory, které ji ovlivňují. K regresní analýze byly využity všechny makroekonomické ukazatele popsané výše. Nejvyšší korelační koeficient má regresní analýza při použití výše průměrné mzdy. Korelační koeficient $R = 0,80$ a rovnice $y = 1,351x + 11950,703$. Podle této rovnice, by průměrné tempo růstu trhu v sledovaném období 2008–2016 bylo 1,93 % na rozdíl od skutečného tempa růstu 1,26 %. Pro 1. fázi by pak tempo růstu bylo průměrně 3,17 % ročně.

VÝSLEDNÁ PROGNÓZA TRHU ČR

Protože na trhu nedochází v čase k velkým výkyvům a ani do budoucna nelze očekávat významné změny, bude prognóza provedena pomocí lineárního časového trendu. Výsledná rovnice nejlépe reprezentovala trh během let 2008–2016 a korelační koeficient $R = 0,88$ považují za dostatečně významný. Výsledná rovnice: $876,4x + 41274$. Délka první fáze byla zvolena na 5 let,

protože se jedná o poměrně stabilní trh. Průměrné tempo růstu trhu ČR v minulosti bylo 1,94 % ročně. Pro první fázi je průměrné prognózované tempo 1,71 % ročně, kromě roku 2017, kdy se očekává navrácení trhu na původní hladinu po propadu v letech 2015 a 2016. Pro druhou fázi zůstane tempo na úrovni 1,71 % ročně, protože se jedná již o stabilní trh.

Tabulka 8: Prognóza trhu ČR

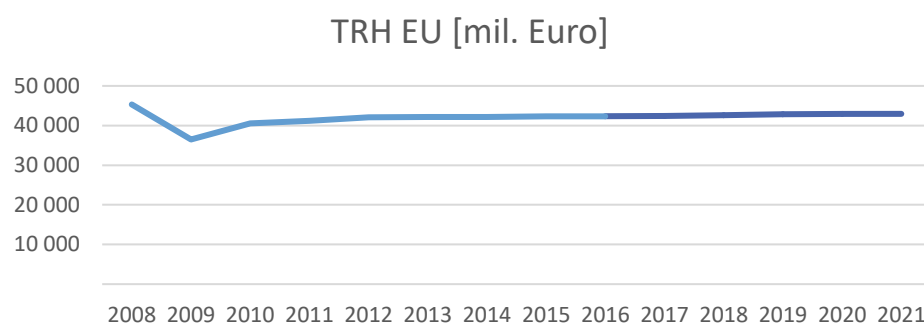
	Věcně vymezený trh ČR celkem	Tempo růstu trhu ČR
rok	mil. Kč	%
2008	43 189	
2009	41 704	-3,44%
2010	43 247	3,70%
2011	43 887	1,48%
2012	46 178	5,22%
2013	47 614	3,11%
2014	49 603	4,18%
2015	47 918	-3,40%
2016	47 565	-0,74%
2017	50 038	5,20%
2018	50 914	1,75%
2019	51 791	1,72%
2020	52 667	1,69%
2021	53 544	1,66%

Zdroj: Vlastní výpočty

3.1.4.2 Prognóza vývoje trhu Evropské unie

Pro prognózu vývoje trhu EU byla použita data již zmíněné instituce FAPRI. Modely instituce předpokládají zachování současné zemědělské politiky, průměrných meteorologických podmínek a stejných technologických možností.

Graf 4: Prognóza trhu EU



Zdroj: (FAPRI, 2016) Vlastní zpracování

Tabulka 9: Prognóza trhu EU

	Průměrné výdaje na mléčné výrobky za rok	Počet obyvatel EU	Věcně vymezený trh EU celkem	Tempo růstu trhu EU	Devizový kurz	Věcně vymezený trh EU celkem	Tempo růstu trhu EU
rok	eur / osobu	střední stav	mil. Euro	%	CZK / eur	mil. Kč	%
2008	90,6	500 297 033	45 317		26,106	1 183 044	
2009	72,7	502 090 235	36 486	-19,49%	26,076	951 419	-19,58%
2010	80,5	503 170 618	40 509	11,03%	25,165	1 019 421	7,15%
2011	81,9	502 964 837	41 188	1,67%	25,515	1 050 900	3,09%
2012	83,4	504 047 964	42 062	2,12%	25,216	1 060 634	0,93%
2013	83,4	505 163 008	42 155	0,22%	27,517	1 159 979	9,37%
2014	83,1	507 011 330	42 144	-0,03%	27,634	1 164 616	0,40%
2015	83,2	508 540 103	42 316	0,41%	27,026	1 143 632	-1,80%
2016	83,0	510 277 177	42 358	0,10%	27,03	1 144 944	0,11%
2017	82,9	511 803 559	42 414	0,13%	26,40	1 119 741	-2,20%
2018	83,0	513 153 347	42 614	0,47%	26,00	1 107 971	-1,05%
2019	83,3	514 434 861	42 851	0,56%	25,80	1 105 569	-0,22%
2020	83,3	515 589 748	42 931	0,19%	25,60	1 099 035	-0,59%
2021	83,1	516 653 817	42 951	0,05%	25,50	1 095 250	-0,34%

Zdroj: (Eurostat, 2018) (FAPRI, 2016) a Vlastní zpracování dat

3.2 Analýza konkurenční síly a vnitřního potenciálu

V druhé části strategické analýzy je analyzována konkurence společnosti a posouzen vnitřní potenciál podniku. Cílem je odhadnout vývoj společnosti v budoucnosti, pomocí predikce vývoje tržního podílu.

3.2.1 Vymezení přímých konkurentů

Jelikož hlavním produktem Mlékárny Hlinsko je výroba trvanlivého mléka, jejími hlavními konkurenty jsou následující podniky.

3.2.1.1 *Madeta, a.s., IČO 63275635*

Dle výroční zprávy z roku 2016 je mlékárenství hlavní činností. Podnik vyrábí velké spektrum mléčných výrobků (mléka, smetany, jogurty, másla, sýry, nápoje) a je lídrem na českém trhu, kde realizuje okolo 80 % výnosů. Společnost zaměstnává řádově 1750 zaměstnanců v několika výrobních závodech. Bilanční suma v roce 2016 byla 2 488 mil. CZK a výše tržeb 5 219 mil. CZK. (Madeta, a.s., 2018)

3.2.1.2 *Mlékárna Pragolaktos, a.s., IČO 27133079*

Tato společnost se sídlem v Praze se řadí mezi přední zpracovatele mléka v ČR. Podnik se specializuje na výrobu trvanlivého mléka a smetany. Počet zaměstnanců ke konci roku 2016 činil pouze 150. Ve stejném roce byla bilanční suma ve výši 1 175 mil. CZK a výše tržeb 4 500 mil. CZK. (Mlékárna Pragolaktos, a.s., 2018)

3.2.1.3 *OLMA, a.s., IČO 47675730*

Tento podnik je jako Mlékárna Hlinsko, a.s., ve skupině AGROFERT, a.s. Hlavním produktem je široké portfolio jogurtů, dále mléčné nápoje, čerstvé mléko, smetany a další. Počet zaměstnanců na konci roku 2016 byl 463. Bilanční suma pak dosáhla hodnoty 1 314 mil. CZK. Výše tržeb v roce 2016 činila 3 235 mil. CZK. (OLMA, a.s., 2018)

3.2.1.4 *Mlékárna Kunín, a.s., IČO 45192294*

Tento podnik je od roku 2007 vlastněn francouzskou společností GROUPE LACTALIS. Jeho výrobní závod v Ostravě zaměstnával v roce 2016 375

zaměstnanců. Bilanční suma činila 1 007 mil. CZK a výše tržeb dosáhla 1 886 mil. CZK. (Mlékárna Kunín, a.s., 2017)

3.2.2 Vymezení tržních podílů

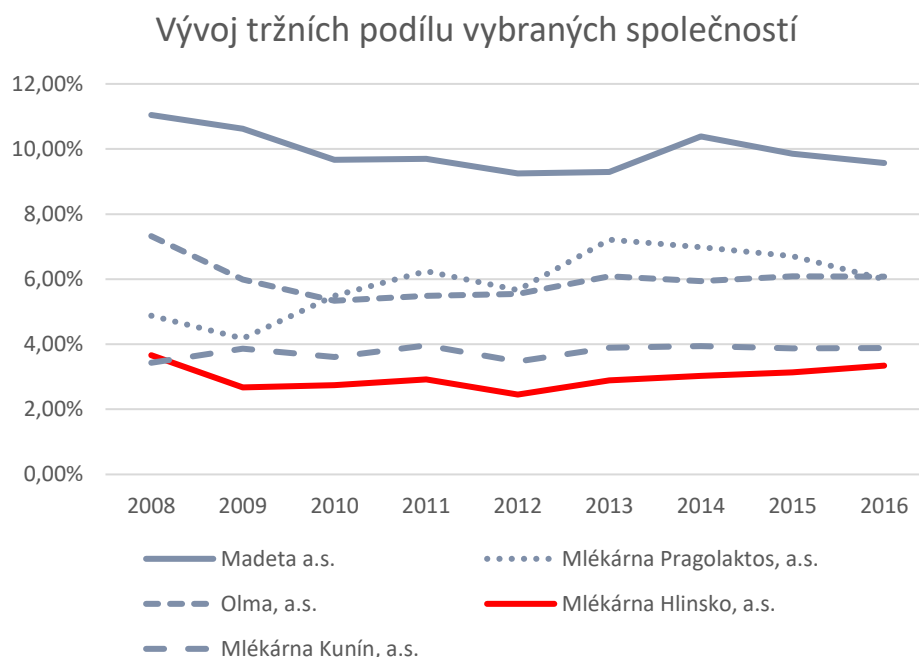
Tržní podíly byly vymezeny na jako podíl realizovaných tržeb v ČR, zjištěných ve výročních zprávách společností, na velikosti relevantního, trhu zjištěného v analýze vnějšího potenciálu.

Tabulka 10: Vývoj tržních podílů vybraných konkurentů

tržby v mil. Kč	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
TRH ČR	43 189	41 704	43 247	43 887	46 178	47 614	49 603	47 918	47 565
Madeta a.s.	4 770	4 431	4 182	4 255	4 271	4 427	5 151	4 720	4 553
<i>podíl na trhu [%]</i>	<i>11,04%</i>	<i>10,62%</i>	<i>9,67%</i>	<i>9,70%</i>	<i>9,25%</i>	<i>9,30%</i>	<i>10,38%</i>	<i>9,85%</i>	<i>9,57%</i>
Mlékárna Pragolaktos, a.s.	2 105	1 742	2 373	2 741	2 614	3 434	3 464	3 216	2 853
<i>podíl na trhu [%]</i>	<i>4,87%</i>	<i>4,18%</i>	<i>5,49%</i>	<i>6,25%</i>	<i>5,66%</i>	<i>7,21%</i>	<i>6,98%</i>	<i>6,71%</i>	<i>6,00%</i>
Olma, a.s.	3 162	2 499	2 308	2 410	2 560	2 899	2 946	2 918	2 890
<i>podíl na trhu [%]</i>	<i>7,32%</i>	<i>5,99%</i>	<i>5,34%</i>	<i>5,49%</i>	<i>5,54%</i>	<i>6,09%</i>	<i>5,94%</i>	<i>6,09%</i>	<i>6,08%</i>
Mlékárna Hlinsko, a.s.	1 582	1 117	1 187	1 281	1 133	1 377	1 502	1 502	1 588
<i>podíl na trhu [%]</i>	<i>3,66%</i>	<i>2,68%</i>	<i>2,74%</i>	<i>2,92%</i>	<i>2,45%</i>	<i>2,89%</i>	<i>3,03%</i>	<i>3,13%</i>	<i>3,34%</i>
Mlékárna Kunín, a.s.	1 482	1 612	1 559	1 739	1 602	1 856	1 955	1 856	1 845
<i>podíl na trhu [%]</i>	<i>3,43%</i>	<i>3,87%</i>	<i>3,60%</i>	<i>3,96%</i>	<i>3,47%</i>	<i>3,90%</i>	<i>3,94%</i>	<i>3,87%</i>	<i>3,88%</i>

Zdroj: Vlastní výpočty dle dat výroční zpráv společnosti z let 2008–2016

Graf 5: Vývoj tržních podílů vybraných společností mezi lety 2008-2016



Zdroj: Vlastní výpočty dle dat výroční zpráv společností z let 2008–2016

Z grafu tržních podílů je vidět, že většina společností si drží svůj podíl dlouhodobě a nedochází k žádným velkým výkyvům. Každá společnost má svoje stabilní portfolio produktů, které má své zákazníky. Těchto 5 podniků tvoří okolo 30 % celého trhu. Největší podíl na trhu má společnost Madeta, a.s., jejíž tržní podíl mírně kolísá okolo 10 %. Oceňovaný podnik je z pohledu tržního podílu nejmenším. Přičemž od roku 2012 tržní podíl mírně roste a na konci roku 2016 byl na hodnotě 3,34 %.

3.2.3 Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly

Budoucí potenciál podniku je možné hodnotit z pohledu přímých faktorů (kvalita, cena, intenzita reklamy, místo, distribuce, sortiment, image) a nepřímých faktorů (management, zaměstnanci, majetek a investice, finanční situace). Zhodnocení těchto faktorů poslouží k prognóze vývoje tržního podílu.

3.2.3.1 Přímé faktory

CENOVÁ ÚROVEŇ

Klíčový produkt trvanlivé mléko je dle porovnání cen z databáze Passport nejlevnějším. Zároveň i smetana je nejlevnější z konkurence. Máslo je mírně

dražší oproti konkurenci, ale jedná se o tzv. „Farmářské máslo“, které je držitelem ocenění kvality KLASA a je vyráběno jen z mléka pocházejícího z Českých chovů. Hodnocení 6

Tabulka 11: Porovnání cenové úrovně výrobků mezi konkurenty (2016)

Kč	Máslo [1kg]	Trvanlivé mléko [1l]	Smetana [1l]
Madeta a.s.	199,6	18,9	115,6
Mlékárna Pragolaktos, a.s.	-	-	-
Olma, a.s.	199,6	25,9	84,5
Mlékárna Hlinsko, a.s.	224,5	17,9	65,8
Mlékárna Kunín, a.s.	239,6	32,9	134,5

Zdroj: Vlastní zpracování z dat databáze Passport

HLOUBKA A ŠÍŘE SORTIMENTU

Šíře sortimentu je ve srovnání s konkurenčními podniky menší, protože podnik se specializuje především na výrobu trvanlivého mléka. Linka na výrobu tvarohu byla postavena nedávno a v současnosti je ve výstavbě linka na výrobu kysaných nápojů. Zároveň má podnik produkty Jesenka, Pikao a Piknik, které jsou na trhu výjimečné, a žádná jiná společnost tyto kondenzované mléčné produkty neprodává. Hodnotím 2

Hloubka sortimentu je vždy ovlivněna zaměřením podniku. Pokud specializací oceňované společnosti je mléko, smetana a kondenzované nápoje, hloubka sortimentu je dostatečná. Mezi ostatními podniky vyniká společnost Madeta, a.s., která má velmi široké a hluboké portfolio. Na druhé straně je podnik Mlékárna Pragolaktos, a.s., který se specializuje pouze na trvanlivé mléko a smetanu. Hodnotím: 4

Tabulka 12: Porovnání hloubky a šíře sortimentu mezi vybranými konkurenty (2016)

	Mléko	Máslo	Smetana	Jogurty	Tvaroh	Zakysané nápoje	Sýry	Ostatní	CELKEM
Madeta a.s.	x	x	x	x	x	x	x	x	8
Mlékárna Pragolaktos, a.s.	x		x						2
Olma, a.s.	x	x	x	x	x	x	x	x	8
Mlékárna Hlinsko, a.s.	x	x	x		x			x	5
Mlékárna Kunín, a.s.	x	x	x	x		x		x	6

Zdroj: Vlastní zpracování z webových stránek uvedených společností

KVALITA VÝROBKŮ

Společnost vlastní několik certifikátů kvality. ISO 9001:2008 zaručuje kvalitu napříč celým podnikem. IFS (International Food Standard) stanovuje požadavky na potravinářské výrobky z hlediska vysokých hygienických standardů. Certifikát zaručuje bezpečnost potravin. HACCP 2011 je systém k zajištění zdravotní nezávadnosti potravin a pokrmů od výroby, zpracování, skladování, manipulace, přepravy a prodeje konečnému spotřebiteli. Devět produktů podniku je držitelem ocenění KLASA. Tato národní značka je udělována Ministerstvem zemědělství těm nejkvalitnějším a nejpoctivějším výrobkům. Z přímých konkurentů jediné podnik Pragolaktos, a.s., nemá žádné ocenění KLASA. Vzhledem k počtu certifikátů, hodnotím 4.

BĚŽNÁ DOSTUPNOST

Produkty obchodní značky Tatra jsou dodávány do všech potravinových řetězců působících v ČR, včetně internetových prodejců jako je Rohlík, Košík atd. Zákazníci tak mají velmi dobrý přístup k produktům, které lze koupit v každém supermarketu. Hodnotím: 6

INTENZITA REKLAMY

Společnost v poslední době realizovala větší televizní kampaň na kondenzovaná mléka v tubách Jesenku, Pikao a Piknik se sloganem „Mlsání, které neomrzí“. Dříve byla reklama zaměřena na máslo a tvaroh se sloganem „S láskou k mléku“, což je hlavní slogan firmy. Na kolik je

reklama účinnější, než reklamní kampaně konkurentů se z externích zdrojů obtížně posuzuje. Hodnotím: 4

IMAGE FIRMY

Společnost prodává své výrobky pod obchodním označením Tatra, které je v ČR všeobecně známé a má dobrou pověst. Hodnotím 4

3.2.3.2 *Nepřímé faktory*

VÝKONNÝ PERSONÁL

Společnost má stabilní vedení, již 6 let je CEO Jiří Tvrdlík. Z velkých investičních projektů v poslední době, rozšiřování sortimentu o tvaroh a zakysané nápoje a postupné navyšování počtu zaměstnanců, lze usuzovat, že podnik je řízen kvalitním způsobem, má dlouhodobou strategii a vizi. Hodnotím 3

MAJETEK A INVESTICE

Podnik v posledních letech realizoval rozsáhlé investice do dlouhodobého majetku, viz podrobně ve finanční analýze, analýze aktiv. Investice v posledních letech jsou nad úrovní odpisů, což značí probíhající inovace v podniku. Podnik nevlastní žádné speciální aktivum, které by mu přinášelo konkurenční výhodu. Hodnotím: 3

FINANČNÍ SITUACE

Finanční situace byla posouzena především ve finanční analýze, ze které vyplynula dobrá finanční situace firmy. Hodnotím 4.

3.2.3.3 Souhrnné hodnocení

Tabulka 13: Souhrnné hodnocení konkurenční síly

Kritérium		Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váha × Body	
			Negativní		Průměr			Pozitivní				
			0	1	2	3	4	5	6			
Přímé faktory	1 Cenová úroveň	3								x	6	18
	2 Šíře sortimentu	1			x						2	2
	3 Hloubka sortimentu	1					x				4	4
	4 Kvalita zboží	2					x				4	8
	5 Běžná dostupnost	1							x		6	6
	10 Intenzita reklamy	2				x					3	6
	11 Image firmy	1					x				4	4
Nepřímé faktory	13 Výkonný personál	2				x					3	6
	15 Majetek a investice	2				x					3	6
	16 Finanční situace	1					x				4	4
	Celkem	16										64

Maximální počet bodů:	96
Dosažený počet bodů:	64
Hodnocení:	67%

Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv

Oceňovaný podnik získal v hodnocení vnitřního potenciálu 64 bodů z 96, což je 67 %. Vzhledem ke konkurenci je tedy mírně nadprůměrný. K tomuto hodnocení mu pomohla především velmi dobrá cenová úroveň a dostupnost výrobků. Pozitivní vliv měla i hloubka sortimentu, kvalita zboží, image firmy. Mírně negativní vliv má šíře sortimentu, na druhou stranu podnik na této stránce pracuje a v posledních letech sortiment rozšiřoval.

3.2.4 Zhodnocení perspektivnosti podniku

Výsledky analýzy vnitřního a vnějšího potenciálu lze zanést do bostonské matice. Na základě dosažených hodnot se podnik nachází na rozhraní „Podniky s dobrou perspektivou“ a „Podniky s přijatelnou perspektivou“. V rámci strategické analýzy jsem došla k závěru, že princip „going concern“ není ohrožen.

Tabulka 14: Bostonská matice

KONKURENČNÍ SÍLA 67 %	Velká	3 Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	2 Podniky s dobrou perspektivou	1 Podniky s jednoznačnou perspektivou
	Střední	6 Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	MLékárna Hlinsko, a.s. 5 Podniky s přijatelnou perspektivou	4 Podniky s dobrou perspektivou
	Malá	9 Podniky téměř bez perspektivy	8 Podniky s malou perspektivou	7 Podniky s omezenou perspektivou
		Nízká	Střední	Vysoká
		ATRAKTIVITA TRHU 57 %		

Zdroj: (Mařík, 2011) Vlastní zpracování

3.2.5 Prognóza vývoje tržních podílů

Tabulka 15: Vývoj tržeb a podílu na trhu ČR

tržby v mil. Kč	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
TRH ČR	43 189	41 704	43 247	43 887	46 178	47 614	49 603	47 918	47 565
MLékárna Hlinsko, a.s.	1 582	1 117	1 187	1 281	1 133	1 377	1 502	1 502	1 588
podíl na trhu [%]	3,66%	2,68%	2,74%	2,92%	2,45%	2,89%	3,03%	3,13%	3,34%

Zdroj: Vlastní zpracování výročních zpráv

Tabulka 16: Tržby a podíl na trhu EU

tržby v mil. Kč	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
TRH EU	1 183 044	951 419	1 019 421	1 050 900	1 060 634	1 159 979	1 164 616	1 143 632	1 144 944
MLékárna Hlinsko, a.s.	778	934	956	1 009	1 060	1 221	1 430	1 217	990
podíl na trhu [%]	0,07%	0,10%	0,09%	0,10%	0,10%	0,11%	0,12%	0,11%	0,09%

Zdroj: Vlastní zpracování výročních zpráv

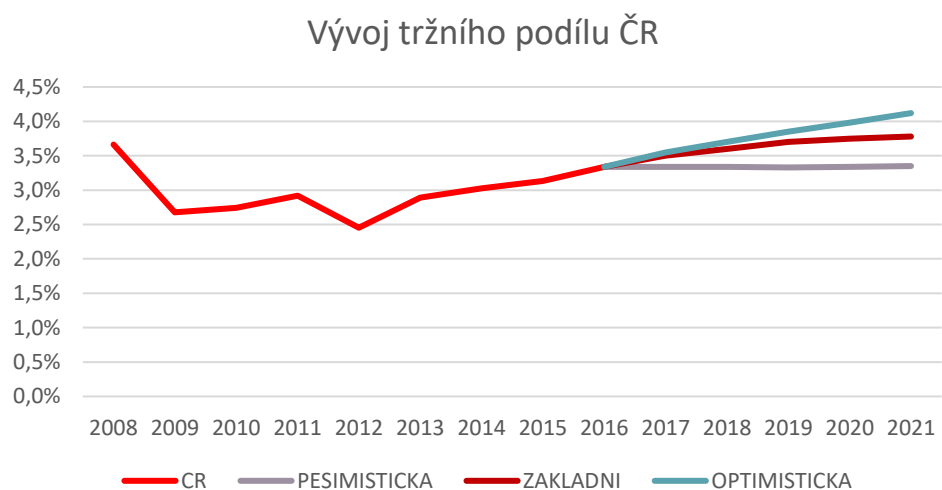
Tržní podíl má do roku 2013 mírně rostoucí tendenci. Důvodem by mohlo být rozšiřování sortimentu výrobků a posilování prodeje v oblasti kondenzovaných mlék. Do budoucna se podnik chystá dále rozšiřovat

sortiment. Podnik je konkurence schopný a nebojí se na již obsazený trh přijít s novými produkty. V optimistické variantě prognózy se předpokládá další rozšiřování sortimentu spojené s významnějším navyšováním tržního podílu. V základní variantě předpokládám mírný růst tržního podílu, spojený s upevněním pozic již vyráběných výrobků. V pesimistické variantě očekávám navyšování tlaku zahraničních výrobců i přímých konkurentů, a tudíž budu pracovat se stagnací současného tržního podílu.

Výsledné tempo růstu tržeb získáme jako:

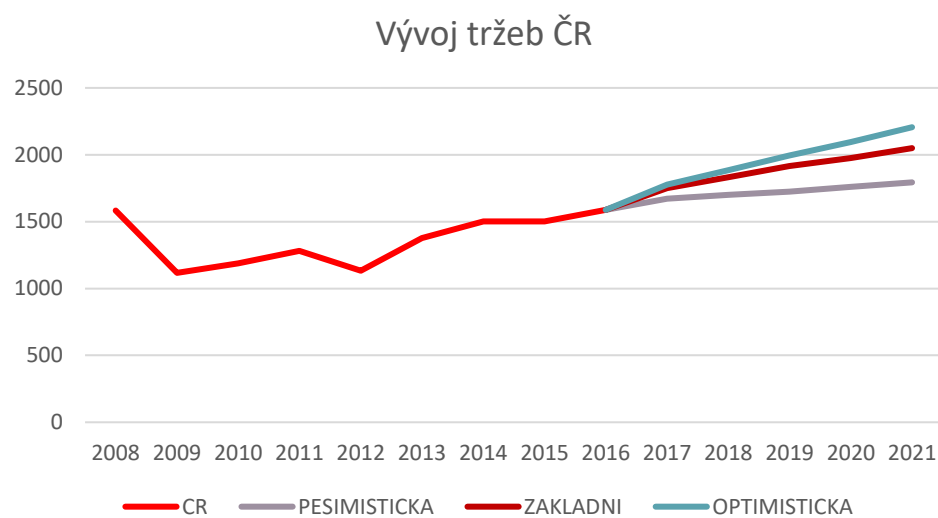
$$\text{tempo růstu tržeb} = (\text{index růstu trhu} \times \text{index změny tržního podílu}) - 1$$

Graf 6: Vývoj tržního podílu na trhu ČR



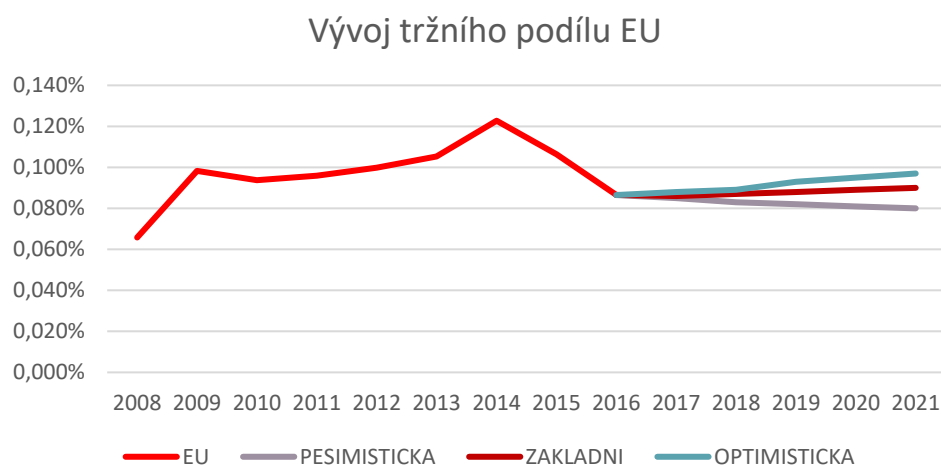
Zdroj: Vlastní výpočty

Graf 7: Vývoj tržeb na trhu ČR



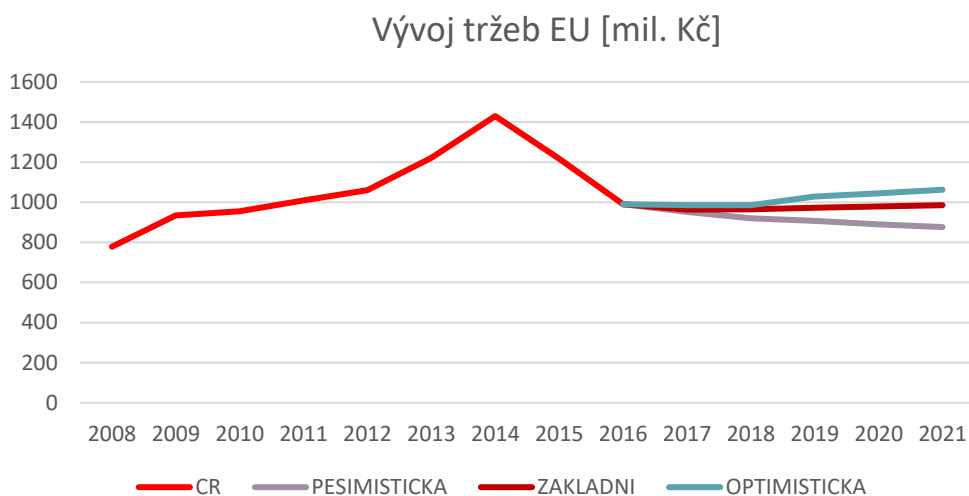
Zdroj: vlastní výpočty

Graf 8: Vývoj tržního podílu na trhu EU



Zdroj: Vlastní výpočty

Graf 9: Vývoj tržeb na trhu EU



Zdroj: Vlastní výpočty

3.2.6 Tržby podniku celkem

Celkové tržby podniku tvoří součet tržeb realizovaných na trhu České republiky a Evropské unie. Na celkový vývoj tržeb realizovaných v EU má negativní vliv predikce růstu trhu, která předpokládá mírný pokles. Průměrná tempa růstu pro oba trhy byla zvolena na základě posledního roku první fáze, tudíž pro 2,48 % pro ČR a 0,78 % pro trh EU.

Tabulka 17: Základní varianta prognózy tržeb

	Rok	Trh ČR		Trh EU		Trh CELKEM	
		mil. Kč	Tempo růstu	mil. Kč	Tempo růstu	mil. Kč	Tempo růstu
skutečnost	2008	1 582		778		2 360	
	2009	1 117	-29%	934	20%	2 051	-13,1%
	2010	1 187	6%	956	2%	2 143	4,4%
	2011	1 281	8%	1 009	6%	2 290	6,9%
	2012	1 133	-12%	1 060	5%	2 193	-4,2%
	2013	1 377	22%	1 221	15%	2 598	18,5%
	2014	1 502	9%	1 430	17%	2 932	12,8%
	2015	1 502	0%	1 217	-15%	2 719	-7,3%
	2016	1 588	6%	990	-19%	2 578	-5,2%
prognóza	2017	1 751	10%	963	-3%	2 714	5,3%
	2018	1 833	5%	964	0%	2 797	3,0%
	2019	1 916	5%	973	1%	2 889	3,3%
	2020	1 975	3%	978	1%	2 953	2,2%
	2021	2 050	4%	986	1%	3 035	2,8%

Zdroj: Vlastní výpočty

3.3 Závěr strategické analýzy

V rámci strategické analýzy byl analyzován trh mléčných produktů. Bylo zjištěno, že se jedná o stabilní trh, který je ovlivněn především množstvím koncových spotřebitelů. Průměrná spotřeba je v čase stabilní. Trh nedosahuje velkých výkyvů a ani do budoucna nelze očekávat velké výkyvy. Analýza vnitřního potenciálu ukázala na mírně rostoucí podíl na trhu ČR. Pomocí Bostonské matice je podnik hodnocen na hraně Podniků s dobrou perspektivou a podniků s přijatelnou perspektivou. Princip „going concern“ není ohrožen.

4 Finanční analýza

Finanční analýza je provedena pro období od 1. 1. 2012 do 31. 12. 2016 dle auditovaných, účetních výkazů společnosti. Finanční výkazy společnosti za sledované období jsou v plném znění k dispozici v příloze k tomuto posudku.

První podkapitola je věnována analýze účetní politiky, následuje analýza účetních výkazů a analýza poměrových a výkonových ukazatelů, která zahrnuje jak časové, tak prostorové srovnání podniku s jeho konkurenty.

Závěrem této kapitoly je vyhodnocení finančního zdraví společnosti, včetně indexu IN05 a provedení testu tvorby hodnoty. Výsledné informace jsou použity k předběžnému vyjádření, zda podnik splňuje předpoklad „going concern“, tedy předpoklad nekonečného trvání podniku.

4.1 Analýza účetní politiky

Účetnictví společnosti SOR je vedeno a účetní závěrky jsou sestavovány v souladu se zákonem 563/1991 Sb., o účetnictví a prováděcí vyhláškou č. 500/2002 Sb., pro účetní jednotky, které účtují v soustavě podvojného účetnictví a Českými účetními standardy pro podnikatele. Účetní výkazy jsou auditované, a to za celé sledované období bez výhrad.

4.1.1 Způsoby ocenění majetku

4.1.2 Zásoby

Nakupované zásoby se oceňují pořizovacími cenami. Úbytky zásob jsou pak oceňovány váženým aritmetickým průměrem. Zásoby vytvořené vlastní činností jsou oceňovány vlastními náklady v položkách přímých nákladů vynaložených na výrobu. Do vlastních nákladů jsou zahrnuty jak přímé materiálové a mzdové náklady, tak náklady výrobních středisek a výrobní režie.

4.1.3 Dlouhodobý hmotný majetek

Dlouhodobý majetek se oceňuje pořizovací cenou, do které je zahrnuta cena pořízení, náklady na dopravu, clo a další vynaložené náklady. Ocenění se snižuje o přijaté investiční dotace.

Dlouhodobý majetek vytvořený vlastní činností se oceňuje ve výši vlastních nákladů ve složení: přímý materiál, přímé mzdy a výrobní režijní náklady.

4.1.4 Odpisování

Společnost odpisuje dlouhodobý hmotný majetek nad 40 tis. Kč po dobu předpokládané životnosti.

4.1.5 Deriváty

Pro zajištění kurzových rizik účetní jednotka využívá měnové deriváty, které splňují podmínky, které stanovuje vyhláška 500/2002 Sb., pro podnikatele a Vyhláška 501/2002 Sb., pro banky a jiné finanční instituce.

Účetní jednotka stanovuje reálnou hodnotu derivátů k rozvahovému dni, přičemž změny hodnoty jsou účtovány do finančních nákladů, resp. výnosů spolu se změnou reálné hodnoty příslušného aktiva nebo závazku.

4.1.6 Pohledávky

Pohledávky jsou oceňovány jmenovitou hodnotou. V případě pochybných pohledávek se jejich hodnota snižuje prostřednictvím opravných položek na vrub nákladů.

4.1.7 Přepočet cizích měn na českou měnu

Finanční majetek, krátkodobé pohledávky a závazky v cizí měně se oceňují v českých korunách dle kurzu České národní banky platném ke dni jejich vzniku. Realizované i nerealizované kurzové zisky a ztráty se účtují do finančních výnosů nebo nákladů.

4.1.8 Vlastní kapitál

Podnik v minulosti tvořil rezervní fond ze zisku. Ten byl ale k 1. 1. 2014 zrušen a na základě rozhodnutí o změně stanov byl v roce 2016 převeden na účet nerozděleného zisku minulých let.

4.2 Analýza účetních výkazů

4.2.1 Analýza rozvahy

4.2.1.1 Analýza aktiv

Tabulka 18: Zkrácený přehled aktiv

tis. Kč	2012	2013	2014	2015	2016
AKTIVA CELKEM	762 960	874 236	997 988	943 037	980 659
Dlouhodobý majetek	302 087	355 042	386 007	392 576	384 528
Dlouhodobý nehmotný majetek	2 342	1 579	3 759	4 441	5 799
Dlouhodobý hmotný majetek	299 745	353 463	382 248	388 135	378 729
Dlouhodobý finanční majetek					
Oběžná aktiva	453 256	508 085	602 517	543 503	591 489
Zásoby	143 433	160 835	221 449	195 745	190 134
Dlouhodobé pohledávky	3		144	83	1 039
Krátkodobé pohledávky	289 849	319 462	355 769	330 602	367 570
Krátkodobý finanční majetek	19 971	27 788	25 155	17 073	32 746
Časové rozlišení	7 617	11 109	9 464	6 958	4 642

Zdroj: Vlastní tvorba dle výročních zpráv

Celková bilanční suma ve sledovaném období mírně kolísala okolo hodnoty 900 mil. Kč, zdrojem těchto výkyvů byly především změny položky dlouhodobého hmotného majetku, zásob a krátkodobých pohledávek.

Podíl dlouhodobého hmotného majetku na bilanční sumě je stabilní na úrovni 40 %, přičemž jeho hodnota v čase mírně rostla. Nejvyšší hodnotu tvoří stroje, přístroje a zařízení a stavby. Společnost investovala do nové výrobní haly, pořízení technologie na výrobu tvarohu a zakysaných mléčných výrobků, zvyšování kapacit výroby, úspory energií, vlastního zdroje pitné vody, obnovovacích investic a technického zhodnocování stávajících technologií výroby.

Společnost také eviduje dlouhodobý nehmotný majetek, který je však v poměru k dlouhodobému hmotnému majetku zanedbatelný.

Dlouhodobý finanční majetek společnost nemá.

Oběžná aktiva se na bilanční sumě podílejí 60 %, přičemž absolutní částka mírně rostla. Objem prostředků vázaný v zásobách a pohledávkách přepočtený na podíl k celkovým aktivům je stabilní, což svědčí o stabilizovaném sortimentu výrobků a nastavení odběratelských kontraktů.

Krátkodobé pohledávky tvoří značnou část bilanční sumy, ve sledovaných letech se jejich podíl pohybuje okolo 37 % celkových aktiv, což z nich činí stejně významné aktivum jako dlouhodobý hmotný majetek. Vzhledem k nastavené firemní politice v rámci tvorby opravných položek, nejsou pohledávky pravděpodobně nadhodnocené. Jejich účetní hodnota promítá jejich dobytnost vázanou na dobu po splatnosti. Následující tabulka představuje krátkodobé pohledávky po splatnosti. V roce 2015 se způsob vykazování pohledávek po splatnosti změnil, a již není detailní. Avšak na základě předchozích období lze říci, že 80 % pohledávek po splatnosti je pouze do 30 dnů. Pohledávky po splatnosti tvoří okolo 10 % celkových krátkodobých pohledávek. Platební morálku odběratelů lze tedy hodnotit jako dobrou a stabilní.

Tabulka 19: Přehled splatnosti pohledávek

počet dnů po lhůtě	2012	2013	2014	2015	2016
do 30 dnů	41 034	30 253	20 743		
31-90 dnů	629	1 366	4 093		
91-365 dnů	4 302	490	150		
Pod 180 dnů				45 137	31 853
Nad 180 dnů				2 150	2 251
365 dnů a více	922	4 917	5 109		
CELKEM	46 887	37 026	30 095	47 287	34 104

Zdroj: Vlastní tvorba dle výročních zpráv

4.2.1.2 Analýza pasiv

Tabulka 20: Zkrácený přehled pasiv

tis. Kč	2012	2013	2014	2015	2016
PASIVA CELKEM	762 960	874 236	997 988	943 037	980 659
Vlastní kapitál	331 240	450 976	510 098	537 851	606 870
Základní kapitál	20 152	20 152	20 152	20 152	20 152
Fondy ze zisku	172 298	172 298	172 328	172 313	168 268
Výsledek hospodaření minulých let	161 245	138 790	258 496	317 616	349 417

tis. Kč	2012	2013	2014	2015	2016
Výsledek hospodaření běžného účetního období /+/-/	- 22 455	119 736	59 122	27 770	69 033
Cizí zdroje	427 159	418 139	486 022	404 805	372 216
Rezervy	11 210	47 644	31 805	8 174	20 229
Dlouhodobé závazky	30 726	58 064	10 208	8 899	13 472
Krátkodobé závazky	385 223	312 428	444 009	387 732	338 515
Časové rozlišení	4 561	5 121	1 868	381	1 573

Zdroj: Vlastní tvorba dle výročních zpráv

Na první pohled je patrné, že politika financování se v čase měnila, a to ve prospěch vlastního kapitálu. Vlastní kapitál v roce 2012 tvořil 43 % bilanční sumy, dále každým rokem rostl, přičemž na konci roku 2016 se podílel na celkových aktivech již 62 %. Růst byl způsoben především dobrými výsledky hospodaření, které se dále projeví ve složce výsledků hospodaření minulých let. Výsledky hospodaření minulých let tak na konci roku 2016 tvořily 36 % celkových pasiv. Celý nakumulovaný zisk je ve společnosti zadržován.

Základní kapitál se v období neměnil a činil 20 152 tis Kč, což je přibližně 2 % bilanční sumy. Položka Fondů ze zisku je určena ke krytí ztrát z podnikatelské činnosti, její hodnota 170 mil. Kč se podílí na celkových pasivech 20 %.

Absolutní hodnota i relativní podíl externích zdrojů během let postupně klesaly. Hlavní složkou cizích zdrojů jsou krátkodobé závazky. Významnou složkou krátkodobých závazků jsou závazky z obchodních vztahů, jejichž podíl tvoří 60–80 %. Následující tabulka představuje závazky po lhůtě splatnosti. Jejich celková suma má spíše klesající tendenci, společnost neměla žádný závazek po splatnosti déle než 1 rok. Nejvyšší podíl pak představují závazky se lhůtou po splatnosti do 30 dnů, což je pravděpodobně způsobeno procesem schvalování a proplácení faktur. Celkově je společnost spíše spolehlivým plátcem bez větších problémů.

Tabulka 21: Přehled závazků po splatnosti

počet dnů po lhůtě	2012	2013	2014	2015	2016
do 30 dnů	7 520	3 740	6 920	N/A	N/A
31–90 dnů	423	12	121	N/A	N/A
91-365 dnů	1 138	56	60	N/A	N/A
365 dnů a více				N/A	N/A
CELKEM	9 081	3 808	7 101	2 485	4 318

Zdroj: Vlastní tvorba dle výročních zpráv

Další významnou položkou krátkodobých závazků jsou závazky za úvěrovými institucemi, které představují kontokorentní úvěry s čerpáním až do ve výše 20 mil. Kč a 40 mil. Kč. V minulosti společnost využívala i investiční úvěry na stavbu nové výrobní linky a administrativní budovy, tyto úvěry byly splaceny v roce 2014.

Další nezanedbatelnou položkou krátkodobých závazků jsou dohadné účty, které představují položky na doplatek mléka, logistické náklady, penále a bonusy.

Poslední významnější položkou cizích zdrojů jsou rezervy, které jsou tvořeny na nevyčerpanou dovolenou, garančními opravami a reklamacemi. Rezervy na konci roku 2016 činily 20 mil. Kč a celkově se na bilanční sumě podílejí 2 %.

4.2.2 Analýza výkazu zisků a ztrát

Tabulka 22: Zkrácený přehled výkazu zisků a ztrát

tis. Kč	2012	2013	2014	2015	2016
Obchodní marže	115	1 638	1 480	3 741	3 718
Výkony	2 187 354	2 622 395	3 004 529	2 667 540	2 566 900
Výkonová spotřeba	2 065 859	2 312 886	2 774 105	2 507 852	2 331 720
Přidaná hodnota	121 610	311 147	231 904	163 429	238 898
Osobní náklady	104 459	106 284	114 081	128 736	133 946
Daně a poplatky	387	297	585	300	313
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	36 511	34 714	25 713	10 341	32 681
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	117 230	61 353	7 427	15 368	7 312
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	116 516	60 859	7 590	14 462	6 850

tis. Kč	2012	2013	2014	2015	2016
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	4 521	27 224	20 628	- 12 043	6 042
Ostatní provozní výnosy	15 310	12 531	15 047	14 778	30 728
Ostatní provozní náklady	12 187	13 119	13 629	15 048	10 956
Provozní výsledek hospodaření	- 20 431	142 534	72 152	36 731	86 150
Finanční výsledek hospodaření	- 7 393	6 736	69	- 3 306	87
Daň z příjmů za běžnou činnost	- 5 369	29 534	13 099	5 655	17 204
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	- 22 455	119 736	59 122	27 770	69 033
Mimořádný výsledek hospodaření					
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	- 22 455	119 736	59 122	27 770	69 033
Výsledek hospodaření před zdaněním	- 27 824	149 270	72 221	33 425	86 237

Zdroj: Vlastní tvorba dle výročních zpráv

Největší část výnosů tvoří tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, které jsou zahrnuty pod položkou výkony. Tyto tržby v letech 2013 rostly tempem 15 % ročně, ale v roce 2015 a 2016 mírně poklesly. Další položkou výkonů jsou aktivace a změna stavu zásob vlastní činnosti. Tržby za prodej zboží jsou nevýrazné. Výkonová spotřeba kopírovala vývoj tržeb, přičemž 90 % výkonové spotřeby tvoří spotřeba materiálu a energie, zbytek představují nakupované služby.

Celková přidaná hodnota značně kolísala. Její poměr k tržbám se pohyboval mezi 6–12 %. Marže přidané hodnoty se pohybuje mezi 6–13 %.

Osobní náklady každý rok rostou, celkový nárůst je ve sledovaném období 28 %. Celkový počet zaměstnanců se zvýšil o 15 % a růst osobních nákladů na jednoho zaměstnance je pak 11 %. Rovněž rostla produktivita zpracování mléka, a to o 6 % za sledované období.

Tabulka 23: Doplňující informace k osobním nákladům

	2012	2013	2014	2015	2016
objem zpracovaného mléka	N/A	192	210	215	213
počet zaměstnanců	241	237	257	272	278
osobní náklady (tis. Kč)	104 459	106 284	114 081	128 736	133 946
zaměstnanci/objem zpracovaného mléka (hl./os)	N/A	1,23	1,22	1,27	1,31
osobní náklady (tis. Kč)/zaměstnanci	433	448	444	473	482

Zdroj: Vlastní tvorba dle výročních zpráv

Společnost má také výnosy a náklady spojené s prodejem materiálu, které v čase významně poklesly a již nejsou tak významnou složkou jako v roce 2012. Položka ostatních provozních výnosů pak představuje především přijaté dotace na úhradu nákladů.

Celkový provozní výsledek hospodaření ve sledovaném období značně kolísal, přičemž v roce 2012 byl dokonce záporný. Druhá nejnižší hodnota 37 mil. Kč byla způsobena vrcholící krizí na trhu mléčných výrobků. Provozní výsledek hospodaření v relaci k tržbám klesl až na 1 % v roce 2016.

Finanční výsledek hospodaření je ovlivněn ostatními finančními výnosy a náklady, které jsou spojeny s kurzovými zisky a ztrátami a změnou reálných hodnot derivátů určených k obchodování.

Celkový výsledek hospodaření zcela odpovídá vývoji provozního výsledku hospodaření.

4.2.3 Analýza výkazu peněžních toků

Tabulka 24: Zkrácený přehled výkazu peněžních toků

tis. Kč	2012	2013	2014	2015	2016
Stav peněžních prostředků a ekvivalentů na začátku období	39 446	19 971	27 788	25 155	17 073
Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	-27 824	149 270	72 221	33 425	86 237
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	100 591	185 587	-7 482	55 674	91 138
Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-23 378	-110 188	-50 030	-38 165	-30 077
Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	-96 688	-67 582	54 879	-25 591	-45 388
Čisté zvýšení resp. snížení peněžních prostředků	-19 475	78 17	-26 33	-80 82	15 673
Stav peněžních prostředků na konci roku	19 971	27 788	25 155	17 073	32 746

Zdroj: Vlastní tvorba dle výročních zpráv

Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a změnami pracovního kapitálu byl během celého sledovaného období kladný a jeho meziroční změny odpovídají změnám provozního výsledku hospodaření. Celkový peněžní tok z provozní činnosti je kromě roku 2014 kladný. Rok 2014 byl ovlivněn významným navýšením zásob a pohledávek, které se negativně promítly do cash flow. V ostatních letech se provozní peněžní tok pohybuje mezi 56–185 mil. Kč.

Peněžní tok z investiční činnosti je po celou dobu záporný, což souvisí s rozsáhlými investicemi do dlouhodobých aktiv, viz kapitola 4.2.1.1 Analýza aktiv.

Peněžní tok z finanční činnosti je ovlivněn splácením bankovních úvěrů, které v roce 2014 ještě vzrostly.

Za sledované období nedošlo k žádné výplatě podílu na zisku, vlastníci zadržují veškeré prostředky ve firmě. Ačkoliv stav peněžních prostředků má růstovou tendenci, tak celková částka je v průběhu let výrazně ovlivněna investicemi do dlouhodobých aktiv a splácením bankovních úvěrů. Podnik tak během 5 let navýšil peněžní prostředky více jak dvojnásobně z 20 mil. Kč na 33 mil. Kč.

Podnik tak dokázal produkovat dostatečné množství peněžních prostředků, aby pokryl investice do stálých aktiv nad úrovní odpisů, a ještě splácel bankovní úvěry.

4.3 Analýza poměrových a výkonových ukazatelů (časové a prostorové srovnání)

4.3.1 Poměrové ukazatele

Způsob výpočtu jednotlivých ukazatelů je obsažen v příloze č. 1. Pro účely prostorového srovnání výsledků finanční analýzy oceňované společnosti byly použity data z databáze Albertina.

Dosažené finanční výsledky za roky 2013–2016 jsou porovnávány v čase a prostoru s hlavními konkurenty oceňované společnosti. Dosažené výsledky jsou vyhodnoceny pomocí statistické veličiny medián, nikoliv pomocí aritmetického průměru, který značně podléhá extrémním hodnotám. Medián je hodnota dělící řadu podle velikosti seřazených výsledků na dvě stejně početné poloviny.

4.3.1.1 Ukazatele rentability

Rentabilita ukazuje schopnost podniku zhodnotit vložené prostředky.

RENTABILITA AKTIV (ROA)

Rentabilita podniku se v letech 2013–2016 pohybovala okolo 8 %, avšak v roce 2015 došlo k významnému poklesu až na hodnotu 3,7 %. Tento pokles byl zapříčiněn na jedné straně růstem oběžného majetku, především v položkách krátkodobých pohledávek a zásob. Na druhé straně poklesem tržeb, který výrazně ovlivnil provozní výsledek hospodaření (přibližně o 50 %).

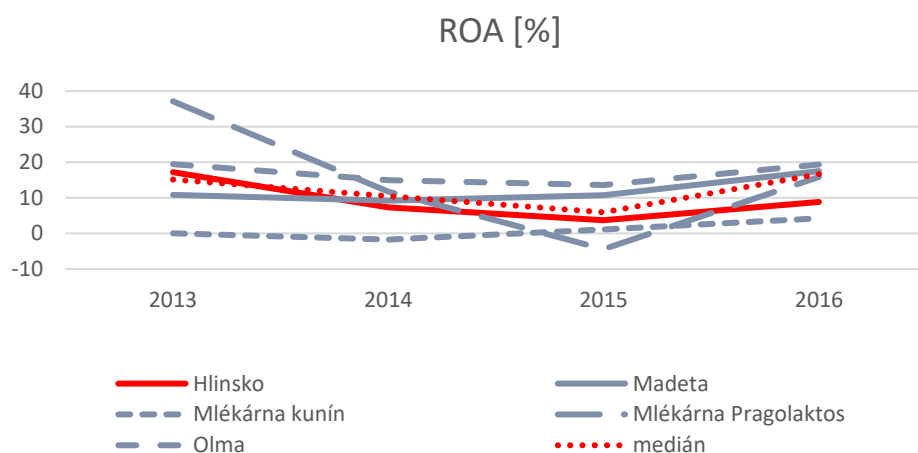
Ve srovnání s konkurencí vývoj ROA Mlékárny Hlinsko kopíruje situaci na trhu, kdy v roce 2015 zaznamenaly i konkurenti nejnižší hodnotu kvůli poklesu tržeb a zvýšeným nákladům. Celkově je ROA sledované společnosti většinu sledovaných let mírně pod mediánem trhu, který se pohybuje mezi 6–15 %.

Tabulka 25: ROA [%]

	2012	2013	2014	2015	2016
Hlinsko	-3,17	17,19	7,32	3,70	8,87
Madeta		10,81	9,2	10,72	17,49
Mlékárna Kunín		0,03	-1,74	1,12	4,22
Mlékárna Pragolaktos		37,1	11,7	-4,43	15,81
Olma		19,43	14,96	13,58	19,31
Medián		15,12	10,45	5,92	16,65

Zdroj: Vlastní výpočty dle výročních zpráv

Graf 10 ROA [%]



Zdroj: Vlastní výpočty dle výročních zpráv

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)

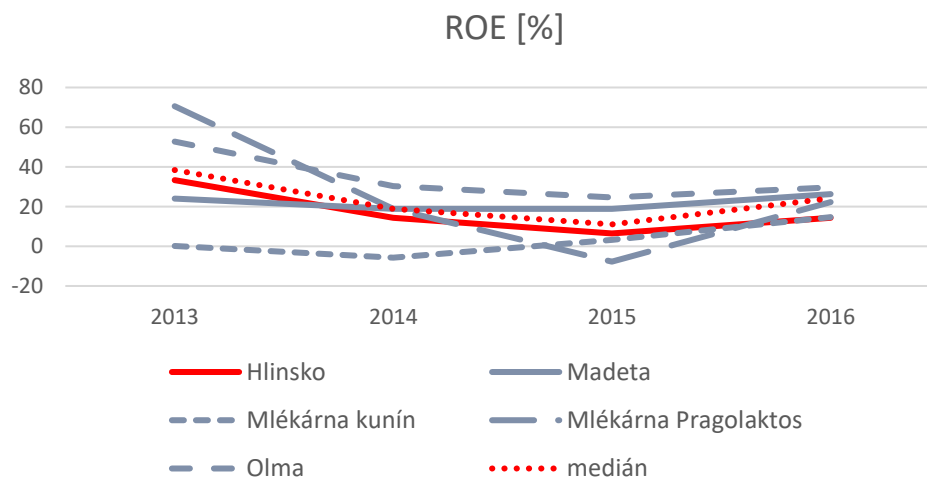
V analyzovaném období se ROE oceňovaného podniku pohybovala v poměrně širokém rozsahu (od 6,5 % do 33,3 %). Přičemž, tak jako ROA, nejnižší hodnoty společnost dosáhla v roce 2015 a nejvyšší v roce 2013. Ačkoliv je tento vývoj značně kolísavý, v porovnání s konkurenty se hodnoty ROE vyvíjely stabilněji a nepodléhaly tak značným výkyvům. Celkově je rentabilita vlastního kapitálu v celém období pod mediánem trhu.

Tabulka 26: ROE [%]

	2012	2013	2014	2015	2016
Hlinsko		33,32	14,33	6,48	14,33
Madeta		24,07	18,89	18,85	26,29
Mlékárna Kunín		0,1	-5,73	3,21	14,68
Mlékárna Pragolaktos		70,56	18,83	-7,73	22,24
Olma		52,74	30,36	24,62	29,7
Medián		38,405	18,86	11,03	24,265

Zdroj: Vlastní tvorba dle výročních zpráv

Graf 11: ROE [%]



Zdroj: Vlastní tvorba dle výročních zpráv

Protože rentabilita vlastního kapitálu je velmi kolísavá, je připojen pyramidální rozklad ukazatele.

Tabulka 27: Pyramidální rozklad ROE

	2012	2013	2014	2015	2016
ROS v %		5,78 %	2,49 %	1,28 %	3,37 %
OA		2,97	2,94	2,88	2,63
FP		1,94	1,96	1,75	1,62

Zdroj: Vlastní tvorba dle výročních zpráv

Z rozkladu ROE plyne, že výkyvy jsou zapříčiněny především nestabilní rentabilitou tržeb, ta se pohybovala v rozmezí 5,8 %–1,3 %. Z účetních výkazů dále plyne postupné snižování využití cizích zdrojů, což vedlo k postupnému snižování efektu finanční páky. Ačkoliv obrat aktiv rovněž klesal, do celkového ROE se promítá velmi pozitivně.

4.3.1.2 Ukazatele aktivity

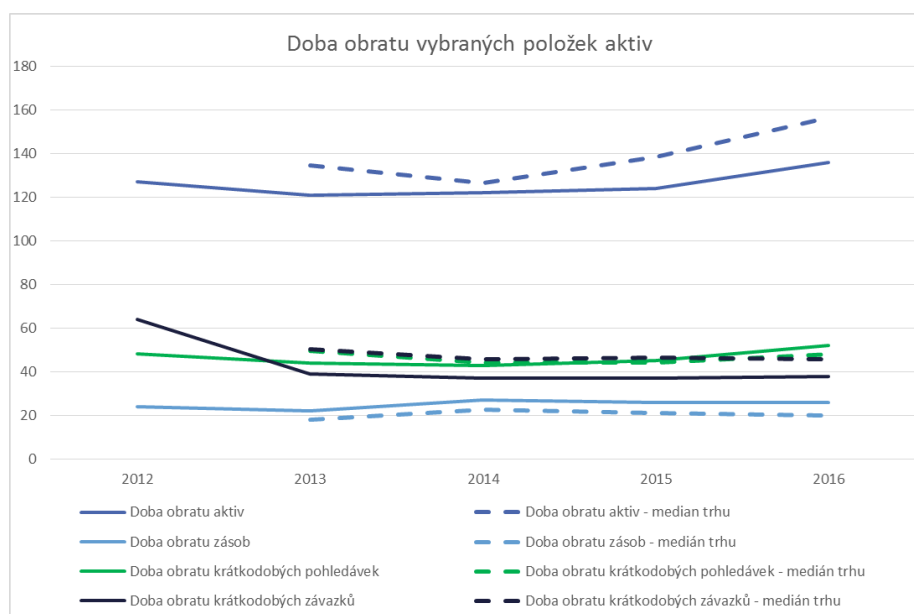
Pomocí těchto ukazatelů lze prezentovat, jak podnik využívá jednotlivé složky svých aktiv a pasiv. Ukazatele aktivity je možné vyjádřit jako dobu obratu nebo počtem obrátek, přičemž pro účely tohoto posudku byly zvoleny hodnoty doby obratu.

Tabulka 28: Doba obratu ve dnech

	2012	2013	2014	2015	2016
Doba obratu aktiv	127	121	122	124	136
<i>Doba obratu aktiv – medián trhu</i>		135	127	139	157
Doba obratu zásob	24	22	27	26	26
<i>Doba obratu zásob – medián trhu</i>		18	23	21	20
Doba obratu krátkodobých pohledávek	48	44	43	45	52
<i>Doba obratu krátkodobých pohledávek – medián trhu</i>		49	44	44	48
Doba obratu krátkodobých závazků	64	39	37	37	38
<i>Doba obratu krátkodobých závazků – medián trhu</i>		51	46	47	46
Obchodní přebytek / deficit	-16	5	6	8	14

Zdroj: Vlastní tvorba dle výročních zpráv

Graf 12: Doba obratu ve dnech



Zdroj: Vlastní tvorba dle výročních zpráv

Analýza aktivity ukázala, že oceňovaný podnik dosahuje lepších nebo velmi srovnatelných hodnot v porovnání s mediánem trhu. Jednotlivé složky jsou velmi stabilní, kopírují vývoj trhu a během sledovaných let nedosahují velkých výkyvů. Jediná složka, která se pohybuje mírně nad mediánem trhu, je doba obratu zásob, přičemž medián trhu značně snižuje doby obratu zásob společnosti Mlékárna Pragolaktos, a.s. Ta dosahuje velice rychlé obrátky, protože se zaměřuje pouze na výrobu trvanlivého mléka a smetany, které nejsou tak náročné na množství zásob. Tudíž i hodnotu doby obratu zásob lze hodnotit pozitivně.

Dále v rámci hodnocení ukazatelů aktivity byl analyzován obchodní přebytek / deficit, který ukázal, že v letech 2013–2016 společnost dosáhla obchodního přebytku, jehož hodnota má rostoucí tendenci v čase. Obchodní přebytek znamená rychlejší inkaso pohledávek od odběratelů než splatnost závazků od dodavatelů.

4.3.1.3 Ukazatele likvidity

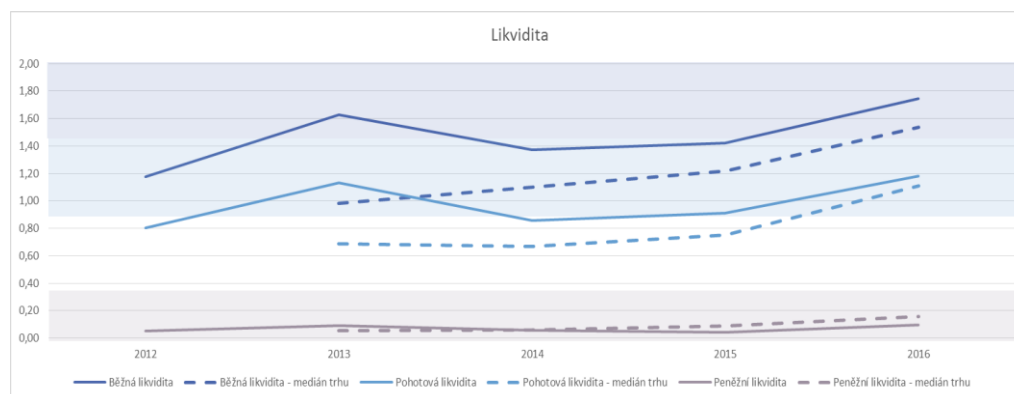
Pomocí ukazatelů likvidity je měřena schopnost podniku hradit své závazky. Příliš nízké hodnoty by pak mohly značit platební obtíže. Podle toho, jak rychle lze aktivum přeměnit na peníze, je rozlišován stupeň likvidnosti.

Tabulka 29: Likvidita

	2012	2013	2014	2015	2016
Běžná likvidita	1,18	1,63	1,37	1,42	1,75
<i>Běžná likvidita-medián trhu</i>		0,98	1,10	1,22	1,54
Pohotovná likvidita	0,80	1,13	0,86	0,91	1,18
<i>Pohotovná likvidita-medián trhu</i>		0,69	0,67	0,75	1,11
Peněžní likvidita	0,05	0,09	0,06	0,04	0,10
<i>Peněžní likvidita-medián trhu</i>		0,06	0,06	0,09	0,16

Zdroj: Vlastní tvorba dle výročních zpráv

Graf 13: Likvidita



Zdroj: Vlastní tvorba dle výročních zpráv

Oceňovaný podnik dosahuje poměrně nízkých hodnot likvidity, přičemž většinou nedosahuje ani doporučených hodnot pro jednotlivé stupně. Avšak při srovnání s mediánem trhu je podnik v ukazateli běžné a pohotové likvidity po celé období nadprůměrný a v případě pohotové likvidity kopíruje hodnotu trhu. Celkový trend mezi lety je pozitivní a kopíruje trend na trhu. Takže, ačkoliv podnik vykazuje nízké hodnoty likvidity, tak ve srovnání s konkurencí jsou ukazatele hodnoty likvidity velmi pozitivní.

4.3.1.4 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti slouží ke zhodnocení rizika plynoucího z financování podniku. Čím je zadluženost podniku vyšší, tím na sebe firma bere vyšší riziko, protože podnik musí splácet své závazky, bez ohledu na to, jak se mu daří.

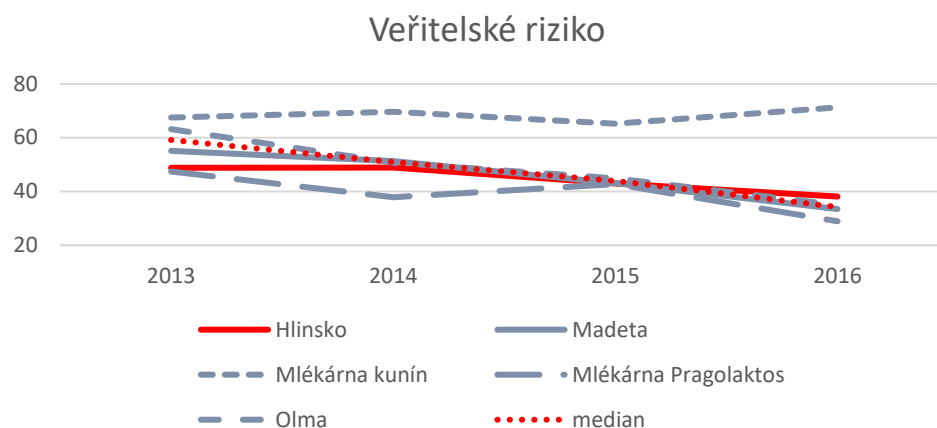
ANALÝZA VĚŘITELSKÉHO RIZIKA

Tabulka 30: Věřitelské riziko

	2012	2013	2014	2015	2016
Hlinsko	55,99	48,81	48,89	42,97	38,12
Madeta		55,1	51,29	43,13	33,48
Mlékárna Kunín		67,54	69,61	65,2	71,26
Mlékárna Pragolaktos		47,42	37,84	42,74	28,91
Olma		63,17	50,71	44,83	34,98
Medián		59,135	51	43,98	34,23

Zdroj: Vlastní tvorba dle výročních zpráv

Graf 14: Věřitelské riziko



Zdroj: Vlastní tvorba dle výročních zpráv

Z analýzy zadluženosti plyne, že podnik je financován z větší části z vlastních zdrojů, přičemž podíl vlastních zdrojů během celého období postupně rostl. Tento vývoj odpovídá trendu na trhu, kdy většina konkurentů také podíl cizích aktiv snižovala. Právě využívání převážně vlastních zdrojů je zdrojem nižších hodnot rentability vlastního kapitálu.

Úrokové krytí

Pomocí úrokového krytí je analyzována schopnost podniku splácet úroky. Jako doporučená hodnota se uvádí 5 a více, což oceňovaný podnik bez problému splňuje po celé sledované období.

Tabulka 31: Úrokové krytí

	2012	2013	2014	2015	2016
Hlinsko	-5,63	150,12	85,87	24,10	117,85
Madeta		26,02	55,52	64,78	171,39
Mlékárna Kunín		0,05	-2,81	2,12	14,09
Mlékárna Pragolaktos		1108,41	34344	-55,23	420,08
Olma		100,83	247,81	244,52	4453,49
median		63,425	151,665	33,45	295,735

Zdroj: Vlastní tvorba dle výročních zpráv

4.3.2 Doplnující nefinanční ukazatele

Mezi lety 2012–2016 vzrostl počet zaměstnanců o 15 %, zatímco tržby na zaměstnance kromě roku 2013 postupně klesaly. Pokles tržeb se pak promítl i do produktivity práce. Mzdové náklady na zaměstnance v čase mírně rostou,

což odráží aktuální situaci na trhu práce. Celkový čistý zisk přepočtený na zaměstnance po letech poklesu v roce 2014–2015 opět na konci roku 2016 vzrostl na 310 tis. Kč / zaměstnanec.

4.4 Vyhodnocení finanční analýzy

4.4.1 INDEX IN05

Jedná se o bankrotní model, jehož smyslem je odhalit riziko úpadku oceňované společnosti. IN05 se vypočítá následovně:

$$IN05 = 0,13A + 0,04B + 3,97C + 0,21D + 0,09$$

$IN05 > 1,6$ → dobrá situace firmy

$0,9 < IN05 < 1,6$ → šedá zóna s neurčitými výsledky

$IN05 < 0,9$ → firma ohrožena bankrotem

Zdroj: (Knápková, a další, 2013)

Tabulka 32: INDEX IN05

Ukazatel	2012	2013	2014	2015	2016
A = Aktiva/Cizí zdroje	1,79	2,09	2,05	2,33	2,63
B = Úrokové krytí	-5,63	9,00	9,00	9,00	9,00
C = ROA	-0,03	0,49	0,49	0,43	0,38
D = Výnosy/Aktiva	3,07	3,12	3,05	2,87	2,66
E = Oběžná aktiva / (krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry)	1,18	1,63	1,36	1,40	1,75
IN05	0,63	3,37	3,33	3,10	2,93

Zdroj: Vlastní tvorba dle výročních zpráv

Na základě dosažených výsledků a porovnání s kritérii lze konstatovat, že podnik se pohybuje poměrně vysoko nad hranicí 1,6 – dobré situace firmy. V roce 2012 společnost vykázala ztrátu, což se v modelu promítlo nejnižší hodnotou IN05 během sledovaných let. Ačkoliv hodnota byla v zóně „firma ohrožena bankrotem“, jednalo se pouze o výkyv, a nikoliv dlouhodobý trend. V dalších letech se hodnoty IN05 pohybovaly v rozmezí 2,93–3,37. Společnost tedy aktuálně není ohrožena bankrotem a je v dobré finanční situaci.

4.4.2 Test tvorby hodnoty

Jednou z možností, jak zhodnotit, zda podnik tvoří hodnotu, je porovnání rentability investovaného kapitálu s průměrnými váženými náklady kapitálu (WACC). Náklady cizího kapitálu byly stanoveny na základě podílu nákladových úroků a bankovních úvěrů uvedených v rozvaze. Náklady vlastního kapitálu byly stanoveny dle hodnot v databázi prof. Damodarana za sektor „Food processing“ v Evropě (pro rok 2012 a 2013 byly použity hodnoty z amerického trhu, z důvodu chybějících dat z Evropy). (Damodaran, 2017)

Tabulka 33: WACC

	2012	2013	2014	2015	2016
Daňová sazba	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %
EBIT	- 24 193	150 271	73 072	34 872	86 975
EBIT po dani	- 28 790	178 822	86 956	41 498	103 500
Investovaný kapitál	373 176	556 684	552 111	554 924	640 571
Rentabilita investovaného kapitálu	-7,71 %	32,12 %	15,75 %	7,48 %	16,16 %
Náklady cizího kapitálu	2,07 %	1,01 %	0,53 %	1,09 %	0,91 %
Náklady vlastního kapitálu	7,39 %	6,83 %	9,13 %	8,57 %	8,18 %
WACC	4,37 %	4,00 %	4,92 %	5,36 %	5,41 %

Zdroj: (Damodaran, 2017) a vlastní tvorba dle výročních zpráv

Z výše popsané analýzy vyplývá, že rentabilita investovaného kapitálu je vyšší než vážené průměrné náklady kapitálu ve všech letech, kromě roku 2012, kdy společnost byla ve ztrátě. Na základě porovnání těchto hodnot lze konstatovat, že podnik tvoří hodnotu a lze očekávat, že ji bude tvořit i v budoucnu.

4.5 Závěry finanční analýzy

Analýza účetních výkazů ukázala, že celkově se společnosti daří dobře. Celková bilanční suma je vyrovnaná a ani jiné položky rozvahy nepodléhají velkým výkyvům. Růst dlouhodobého majetku ukazuje na značné investice, které podnik v posledních letech realizoval. Tyto investice byly financovány částečně bankovním úvěrem, který byl v roce 2016 splacen. Na straně pasiv je znatelné navyšování vlastního kapitálu vlivem nerozdělených zisků minulých

let. Tyto zisky zůstávají ve společnosti, během sledovaných let nedošlo k žádné výplatě podílů na zisku.

Ačkoliv zisk kolísal, společnost vykázala ztrátu pouze v roce 2012 a po zbytek let byla zisková.

Analýza výkazu peněžních toků potvrdila, že podnik dokázal produkovat dostatečné množství peněžních prostředků na pokrytí investic do stálých aktiv nad úrovní odpisů a splácení úvěrů.

Podnik tak dokázal produkovat dostatečné množství peněžních prostředků, aby pokryl investice do stálých aktiv nad úrovní odpisů, a ještě splácel bankovní úvěry. Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním je ve všech letech kladný.

Analýza účetních výkazů poměrovými ukazateli poukázala na krizový rok 2014 a 2015, kdy se tato krize promítnula v celém odvětví. Analýza rentability ukázala, že se podnik pohybuje mírně pod hodnotami mediánu konkurentů, celkový vývoj hodnot pak odpovídá trendu konkurentů. Výkyvy ukazatele ROE jsou způsobeny především s kolísáním rentability tržeb, finanční pákou a obratem aktiv, mají na rentabilitu pozitivní vliv a jsou v čase vyrovnané. Další analýza ukazatelů, aktivity a likvidity ukázala nadprůměrné výsledky oproti konkurenci. Z výsledků ukazatelů zadluženosti nevyplynuly žádné finanční problémy, podnik bez komplikací splácí své závazky.

Pro vyhodnocení celkové finanční situace byl použit bankrotní model INDEX IN05. Z modelu vyplynula velmi dobrá situace firmy, kdy i během krize v letech 2014 a 2015 se podnik držel vysoko nad hraniční hodnotu 1,6, která značí dobrou situaci firmy. Na závěr byl proveden test tvorby hodnoty. Porovnáním rentability investovaného kapitálu a vážených průměrných nákladů kapitálu se potvrdilo, že podnik tvoří hodnotu.

Celkově je podnik Mlékárna Hlinsko, a.s., finančně zdravý, stabilizovaný, tvoří hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele, a je tedy splněn princip „going concern“.

5 Generátory hodnoty a finanční plán

Východiskem pro sestavení finančního plánu jsou generátory hodnoty. Mezi hlavní generátory hodnoty patří tržby, marže provozního zisku, investice do pracovního kapitálu a investice do dlouhodobého provozně nutného majetku. (Mařík, 2011) Predikce těchto hlavních ukazatelů je pak základem sestavení finančního plánu. Ještě před samotnou prognózou jednotlivých generátorů je potřeba rozdělit aktiva na provozně nutná a nenutná a stanovit korigovaný provozní výsledek hospodaření, který bude souviset výhradně s hlavní činností podniku.

5.1 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná

Aktiva je potřeba rozdělit, protože provozně nenutná aktiva mohou nést rozdílná rizika od hlavní činnosti podniku. Tato aktiva nesloužící k hlavnímu provozu budou oceněna samostatně a na konci budou přičtena k výsledné hodnotě podniku. (Mařík, 2011)

5.1.1 Dlouhodobý majetek

Dlouhodobý nehmotný majetek obsahuje softwarové licence, emisní povolenky a další. Celý tento majetek je považován za provozně nutný.

Dlouhodobý hmotný majetek je celý považován za provozně nutný. Jeho nejvýznamnější složky tvoří pozemek, na kterém se výrobní podnik nachází, dále stavby výrobních a skladovacích hal. Nejvýznamnější složkou jsou hmotné movité věci a jejich soubory, které obsahují výrobní linky a zařízení používaná ve výrobě.

Dlouhodobý finanční majetek společnost nemá.

5.1.2 Pracovní kapitál

Zásoby jsou celé identifikované jako provozně nutné, obsahují především materiál, výrobky a nedokončenou výrobu. Zároveň doba jejich obratu byla

ve srovnání s ostatními podniky mírně nadprůměrná. Podnik tedy zřejmě netvoří nadbytečné zásoby.

Suma dlouhodobých pohledávek na celkových aktivech není významná. Dle výroční zprávy se jedná o zaplacenou záruku za propagační program „EU Milky Way“, tudíž jejich celkovou výši považují za provozně nutnou.

Krátkodobé pohledávky souvisí především s obchodními vztahy s odběrateli a jejich doba obratu byla na úrovni trhu. Krátkodobé pohledávky pokládám za provozně nutné až na položku pohledávky za ovládající nebo ovládanou osobou. Ta byla poskytnuta v roce 2016 společnosti Procházka, a.s., která se zabývá výrobou a zpracováním masa a masných výrobků. Tuto pohledávku v hodnotě 10 mil. Kč považují za provozně nenutnou.

Krátkodobý finanční majetek obsahuje peníze a účty v bankách. Vzhledem k nízkým hodnotám likvidity ho považují za provozně nutný v celé výši.

Časové rozlišení je tvořeno především náklady příštích období souvisejícími s reklamními službami a certifikáty kvality. Považují ho za provozně nutné.

Tabulka 34: Provozně nutný majetek

tis. Kč	2012	2013	2014	2015	2016
DNM provozně nutný	2 342	1 579	3 759	4 441	5 799
DHM provozně nutný	299 745	353 463	382 248	388 135	378 729
DM provozně nutný	302 087	355 042	386 007	392 576	384 528
Zásoby	143 433	160 835	221 449	195 745	190 134
Pohledávky	289 852	319 462	355 913	330 685	358 609
Krátkodobý finanční majetek	19 971	27 788	25 155	17 073	32 746
Časové rozlišení aktivní	7 617	11 109	9 464	6 958	4 642
PK upravený provozně nutný	460 873	519 194	611 981	550 461	586 131
Investovaný kapitál provozně nutný	762 960	874 236	997 988	943 037	970 659
Pohledávky-ovládaná nebo ovládající osoba					10 000
Provozně nepotřebný majetek					10000

Zdroj: Vlastní tvorba dle výročních zpráv

5.1.3 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Korigovaný provozní výsledek hospodaření je výsledek hospodaření generovaný pouze provozně nutným investovaným kapitálem. (Mařík, 2011).

Při jeho výpočtu se vychází z provozního výsledku hospodaření, který je dále upraven o tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu a zůstatkovou cenu tohoto majetku. Dále byly zahrnuty finanční náklady a výnosy, které dle výroční zprávy zřejmě souvisejí s měnovými zajištěními.

Tabulka 35: KPVH

tis. Kč	2012	2013	2014	2015	2016
Provozní VH	- 20 431	142 534	72 152	36 731	86 150
Tržby z prodeje DM a materiálu	117 230	61 353	7 427	15 368	7 312
ZC prodaného DM a materiálu	116 516	60 859	7 590	14 462	6 850
Ostatní finanční výnosy	21 308	28 802	14 656	13 455	5 530
Ostatní finanční náklady	25 093	21 074	13 773	15 330	4 716
KPVH před zdaněním	- 24 930	149 768	73 198	33 950	86 502
Odpisy dlouhodobého majetku	36 511	34 714	25 713	10 341	32 681
KPVH před zdaněním a odpisy	11 581	184 482	98 911	44 291	119 183

Zdroj: Vlastní tvorba dle výročních zpráv

5.2 Generátory hodnoty

Prognóza generátorů bude provedena na základě minulého vývoje a faktorů, které mají na daný generátor zásadní vliv. Prognóza bude provedena pro tržby, ziskovou marži, investice do provozně nutného pracovního kapitálu a investice do nutného dlouhodobého majetku.

5.2.1 Tržby

Tržby jsou tvořeny především z prodeje vlastních výrobků a služeb. Jejich prognóza byla výstupem strategické analýzy.

Tabulka 36: Realizované a plánované tržby podniku

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby v mil. Kč	2 192	2 598	2 932	2 719	2 578	2 714	2 797	2 889	2 953	3 035
tempo růstu		18,50%	12,86%	-7,27%	-5,17%	5,28%	3,04%	3,30%	2,22%	2,78%
průměrné tempo růstu		4,73%					3,32%			

Zdroj: Vlastní tvorba dle výročních zpráv a výpočtů

Na začátku první fáze je tempo růstu tržeb rostoucí, přičemž se tento růst se zpomaluje. Tempo růstu pro druhou fázi v základní variantě bylo zvoleno na úrovni posledního roku první fáze, a to na úrovni 2,5 %. Vzhledem k okolnostem trhu, inflaci a dalším vlivům, se mi jeví toto tempo růstu jako dlouhodobě udržitelné.

5.2.2 Provozní zisková marže

Provozní zisková marže je dána podílem korigovaného provozního výsledku hospodaření před odpisy a daněmi k tržbám.

Tabulka 37: Provozní zisková marže shora za minulost (2012–2016)

mil. Kč	2012	2013	2014	2015	2016
KPVH před odpisy a daněmi	11 581	184 482	98 915	61 681	119 183
Tržby	2 192 356	2 597 852	2 931 991	2 718 847	2 578 155
Provozní zisková marže	0,53%	7,10%	3,37%	2,27%	4,62%

Zdroj: Vlastní tvorba dle výročních zpráv

Prognóza je provedena dvěma nezávislými metodami a výsledky obou metod budou sladěny.

5.2.2.1 Provozní zisková marže shora

Provozní zisková marže je stanovena na základě minulého vývoje a analýzy faktorů, které na ni působí. Mezi tyto faktory patří především intenzita konkurence a velikost osobních nákladů.

Intenzita konkurence se odvíjí především od struktury a velikosti zákazníků, počtu konkurentů, dodavatelů, poptávky, stability trhu, tržních bariér, možností substituce, stupni standardizace produktů a síly vazeb mezi dodavateli a odběrateli. Tyto faktory byly hodnoceny v rámci analýzy atraktivita trhu ve strategické analýze. Tato analýza ukázala, že atraktivita trhu je mírně nadprůměrná. Na velikost ziskové marže bude negativně působit velká intenzita konkurence a vyšší stupeň standardizace produktu. Naopak pozitivní vliv má stabilita poptávky, velikost trhu a velmi malá možnost substituce.

Velikost osobních nákladů má rostoucí trend. Na tom se podílí jednak navyšování počtu zaměstnanců, tak i situace na trhu práce, kdy se nedostatek pracovníků projevuje v navyšování mezd. Dle Ministerstva financí České republiky tato situace má na trhu panovat i v dalších letech, přičemž nezaměstnanost má ještě mírně klesat. V dalších letech lze tedy očekávat růst osobních nákladů spojený s růstem počtu zaměstnanců i s růstem mezd.

Tabulka 38: Podíl osobních nákladů na tržbách

Osobní náklady (ON)	104 459	106 284	114 081	128 736	133 946
Podíl ON na tržbách	4,76%	4,09%	3,89%	4,73%	5,20%

Zdroj: Vlastní tvorba dle výročních zpráv

Tabulka 39: Prognóza ziskové marže shora (2016–2021)

tis. Kč	2017	2018	2019	2020	2021
KPVH před odpisy a daněmi	2 714 306	2 796 852	2 889 159	2 953 160	3 035 399
Tržby	123 772	122 502	130 012	133 483	141 753
Provozní zisková marže	4,56%	4,38%	4,50%	4,52%	4,67%

Zdroj: Vlastní tvorba dle výročních zpráv

5.2.2.2 Prognóza ziskové marže zdola

Prognóza zdola vychází z prognózy jednotlivých nákladových položek jako jsou náklady na prodané zboží, výkonová spotřeba, osobní náklady a další méně významné položky. Na základě jejich prognózy je vyčíslen korigovaný provozní výsledek hospodaření před odpisy a daněmi a vyčíslena provozní zisková marže.

Nejdříve budou jednotlivé položky nákladů a výnosů analyzovány vzhledem k jejich podílu k tržbám za vlastní výroby a služby.

Tabulka 40: Provozní zisková marže zdola za minulost (2012–2016)

tis. Kč	2012	2013	2014	2015	2016
Obchodní marže	0,01%	0,06%	0,05%	0,14%	0,14%
Výkony	99,77%	100,94%	102,47%	98,11%	99,56%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-0,37%	0,87%	2,35%	-1,93%	-0,49%
Aktivace	0,14%	0,08%	0,13%	0,04%	0,05%
Výkonová spotřeba	94,23%	89,03%	94,62%	92,24%	90,44%
Spotřeba materiálu a energie	84,37%	80,21%	85,40%	83,07%	80,96%
Služby	9,86%	8,82%	9,22%	9,17%	9,48%
Přidaná hodnota	5,55%	11,98%	7,91%	6,01%	9,27%
Osobní náklady	4,76%	4,09%	3,89%	4,73%	5,20%
Daně a poplatky	0,02%	0,01%	0,02%	0,01%	0,01%
Změna stavu rezerv	0,21%	1,05%	0,70%	-0,44%	0,23%
Ostatní provozní položky	-0,03%	0,27%	0,08%	-0,08%	0,80%
Zisková marže zdola	0,53%	7,10%	3,37%	1,63%	4,62%

Zdroj: Vlastní tvorba dle výročních zpráv

Obchodní marže měla v posledních letech mírně rostoucí charakter, který bude přenesen i do první fáze.

Položka výkonů se pohybuje mezi 98–102 %. Její výše je ovlivněna změnami stavu zásob vlastních výrobků a služeb a aktivací. Růst těchto složek není pro společnost žádoucí, protože navýšení těchto položek by znamenalo, že výrobky společnosti nejdou na odbyt. Výše těchto položek je stanovena jako průměr za předešlá období, aby společnost mohla uspokojovat požadavky svých zákazníků.

Výkonová spotřeba se pohybuje mezi 89 %–94,5 %. Protože v rámci strategické analýzy byl predikován růst tržního podílu, a tedy rozšiřování výroby, je nutné tento faktor zakomponovat i do velikosti výkonové spotřeby. Je tedy očekáváno její mírné navyšování.

Podíl osobních nákladů má mírně rostoucí tendenci. Vzhledem k situaci na trhu práce a zvyšování počtu zaměstnanců lze očekávat mírný růst.

Daně a poplatky jsou nákladem, se kterým podnik musí počítat. Jejich celková výše je však vzhledem k tržbám ale marginální. Pro další roky je předpokládána stejná úroveň, 0,01 %.

Ostatní provozní položky zahrnují změnu stavu rezerv a opravných položek, ostatní provozní náklady a výnosy a finanční náklady a výnosy spojené s měnovým zajištěním. Tyto položky jsou v čase rozkolísané a jejich predikce je velmi obtížná. Protože v čase nelze pozorovat nějaký trend, tak jejich výše bude stanovena jako průměr za poslední dva roky.

Obě prognózy ziskové marže musí být mezi sebou sladěny na stejné hodnoty. Po sladění je možné sestavit výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření, který bude stavebním pilířem finančního plánu.

Tabulka 41: Prognóza provozní ziskové marže zdola (2016–2021)

tis. Kč	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Obchodní marže	0,14%	0,16%	0,18%	0,20%	0,22%	0,22%
Výkony	99,56%	100,10%	100,10%	100,10%	100,10%	100,10%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-0,49%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%
Aktivace	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%
Výkonová spotřeba	90,44%	90,90%	91,10%	90,95%	90,95%	90,75%
Spotřeba materiálu a energie	80,96%	81,50%	81,70%	81,50%	81,50%	81,30%
Služby	9,48%	9,40%	9,40%	9,45%	9,45%	9,45%
Přidaná hodnota	9,27%	9,20%	9,00%	9,15%	9,15%	9,35%
Osobní náklady	5,20%	5,25%	5,25%	5,30%	5,30%	5,35%
Daně a poplatky	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
Změna stavu rezerv	0,23%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ostatní provozní položky	0,80%	0,46%	0,46%	0,46%	0,46%	0,46%
Zisková marže zdola	4,62%	4,56%	4,38%	4,50%	4,52%	4,67%

Zdroj: Vlastní tvorba dle výročních zpráv

5.2.3 Prognóza KPVH

Tabulka 42: Prognóza KPVH (2016–2021)

tis. Kč	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Obchodní marže	3 718	4 343	5 034	5 778	6 497	6 678
Výkony	2 566 900	2 717 021	2 799 649	2 892 048	2 956 113	3 038 435
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	2 578 155	2 714 306	2 796 852	2 889 159	2 953 160	3 035 399
Změna stavu zásob vlastní činnosti	- 12 578	1 357	1 398	1 445	1 477	1 518
Aktivace	1 323	1 357	1 398	1 445	1 477	1 518
Výkonová spotřeba	2 331 720	2 467 305	2 547 932	2 627 690	2 685 899	2 754 625
Spotřeba materiálu a energie	2 087 279	2 212 160	2 285 028	2 354 664	2 406 825	2 467 780
Služby	244 441	255 145	262 904	273 026	279 074	286 845
Přidaná hodnota	238 898	249 716	251 717	264 358	270 214	283 810
Osobní náklady	133 946	142 501	146 835	153 125	156 517	162 394
Daně a poplatky	313	271	280	289	295	304
Změna stavu rezerv	6 042					
Ostatní provozní položky	20 586	12 486	12 866	13 290	13 585	13 963
KPVH před daněmi a odpisy	119 183	119 429	117 468	124 234	126 986	135 075

Zdroj: Vlastní výpočty

5.2.4 Investice do provozně nutného pracovního kapitálu

Provozně nutný pracovní kapitál zahrnuje provozně nutné položky oběžných aktiv, které jsou sníženy o krátkodobý neúročený cizí kapitál. Jeho prognóza se provádí na základě analýzy obrátkovosti jednotlivých složek.

5.2.4.1 Zásoby

Doba obratu zásob nedosahuje velkých výkyvů. V čase je obrat mírně rostoucí, což je přeneseno i do prognózy. Zvyšující se doba obratu tak odráží předpoklad rozšiřování sortimentu produktů a navyšování tržního podílu.

Tabulka 43: Prognóza Zásob

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby (tis. Kč)	2 192 356	2 597 852	2 931 991	2 718 847	2 578 155	2 714 306	2 796 852	2 889 159	2 953 160	3 035 399
Zásoby (tis. Kč)	143 433	160 835	221 449	195 745	190 134	200 784	206 890	221 634	226 544	232 853
Doba obratu (počet dní)	24	23	28	26	27	27	27	28	28	28

Zdroj: Vlastní výpočty

5.2.4.2 Pohledávky

V rámci analýzy doby obratu pohledávek byla vyloučena pohledávka v hodnotě 10 mil. Kč za ovládanou – ovládající osobou, která je považována za provozně nenutnou. Doba obratu pohledávek je v přechodím období klesající,

až na rok 2016. Protože v předchozích letech doba obratu postupně klesala, předpokládá se, že došlo k určité výjimce. Prognóza tedy navazuje na trend z roku 2015 i s ohledem i na zlepšující se postavení na trhu a pravděpodobnost zlepšení obchodních vztahů.

Tabulka 44: Prognóza Pohledávek

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby (tis. Kč)	2 192 356	2 597 852	2 931 991	2 718 847	2 578 155	2 714 306	2 796 852	2 889 159	2 953 160	3 035 399
Pohledávky (tis. Kč)	289 852	319 462	355 913	330 685	358 609	356 950	360 143	356 198	355 997	365 911
Doba obratu (počet dní)	48	45	44	44	51	48	47	45	44	44

Zdroj: Vlastní výpočty

5.2.4.3 Krátkodobý finanční majetek

Krátkodobý finanční majetek by měl dosahovat alespoň dolní hranice okamžité likvidity. V rámci první fáze je tak prognózovaný postupný růst až na tuto hranici. Peněžní prostředky převyšující provozně nutné jsou každý rok ve finančním plánu vypláceny vlastníkům.

Tabulka 45: Prognóza Krátkodobého finančního majetku

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Krátkodobý finanční majetek (tis. Kč)	19 971	27 788	25 155	17 073	32 746	42 388	51 033	58 575	58 255	59 877
Krátkodobé neúročené závazky (tis. Kč)	253 716	279 210	306 276	270 046	266 157	282 585	283 516	292 874	291 271	299 382
Okamžitá likvidita	0,08	0,10	0,08	0,06	0,12	0,15	0,18	0,20	0,20	0,20

Zdroj: Vlastní výpočty

5.2.4.4 Neúročené krátkodobé závazky

V minulosti počet dní obratu krátkodobých závazků klesal a na tento trend navazuje i finanční plán, který předpokládá další mírný pokles hodnoty obratu.

Tabulka 46: Prognóza Krátkodobých neúročených závazků

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby (tis. Kč)	2 192 356	2 597 852	2 931 991	2 718 847	2 578 155	2 714 306	2 796 852	2 889 159	2 953 160	3 035 399
Krátkodobé neúročené závazky (tis. Kč)	253 716	279 210	306 276	270 046	266 157	282 585	283 516	292 874	291 271	299 382
Doba obratu (počet dní)	42	39	38	36	38	38	37	37	36	36

Zdroj: Vlastní výpočty

5.2.4.5 Časové rozlišení aktivní a pasivní

Tato položka není v rámci pracovního kapitálu nikterak významná, její doba obratu byla stanovena na základě průměru minulých let.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby (tis. Kč)	2 192 356	2 597 852	2 931 991	2 718 847	2 578 155	2 714 306	2 796 852	2 889 159	2 953 160	3 035 399
Časové rozlišení aktivní (tis.)	7 617	11 109	9 464	6 958	4 642	3 718	3 831	3 958	4 045	4 158
Doba obratu (počet dní)	1,3	1,6	1,2	0,9	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Časové rozlišení pasiv (tis. Kč)	4 561	5 121	1 868	381	1 573	1 487	1 533	1 583	1 618	1 663
Doba obratu (počet dní)	0,8	0,7	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Časové rozlišení celkem (tis.)	3 056	5 988	7 596	6 577	3 069	2 231	2 299	2 375	2 427	2 495

Zdroj: Vlastní výpočty

5.2.4.6 Prognóza provozně nutného pracovního kapitálu

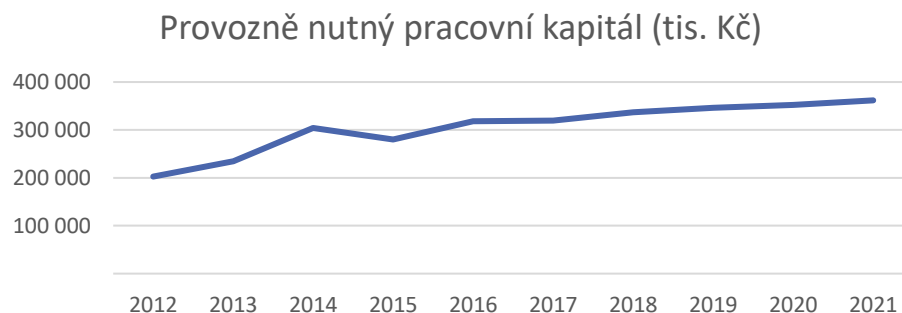
Tabulka 47: Prognóza provozně nutného pracovního kapitálu

(tis. Kč)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Zásoby	143 433	160 835	221 449	195 745	190 134	200 784	206 890	221 634	226 544	232 853
Pohledávky	289 852	319 462	355 913	330 685	358 609	356 950	360 143	356 198	355 997	365 911
Krátkodobý finanční majetek	19 971	27 788	25 155	17 073	32 746	42 388	51 033	58 575	58 255	59 877
Krátkodobé neúročené závazky	253 716	279 210	306 276	270 046	266 157	282 585	283 516	292 874	291 271	299 382
Časové rozlišení celkem	3 056	5 988	7 596	6 577	3 069	2 231	2 299	2 375	2 427	2 495
Provozně nutný pracovní kapitál	202 596	234 863	303 837	280 034	318 401	319 768	336 848	345 908	351 953	361 754

Zdroj: Vlastní výpočty

Výsledná prognóza navázala na rostoucí trend z minulých let. V růstu pracovního kapitálu se tak odráží výsledky strategické analýzy, které předpokládají růst tržního podílu.

Graf 15: Vývoj provozně nutného pracovního kapitálu (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní výpočty

5.2.5 Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku

Společnost byla v posledních letech investičně aktivní. V posledních letech investovala do nové výrobní haly, pořízení technologie na výrobu tvarohu a zakysaných mléčných výrobků, zvyšování kapacit výroby, úspory energií, vlastního zdroje pitné vody, obnovovacích investic a technického zhodnocování stávajících technologií výroby. Své další investiční záměry ve výroční zprávě nezmiňuje. Pro sestavení plánu investic bude využit globální přístup s využitím koeficientu náročnosti tržeb na investice brutto. (Mařík, 2011)

$$k_{DMb} = \frac{\text{Investice brutto do provozně dlouhodobého majetku}}{\text{Tržby}}$$

V následující tabulce je provedena analýza minulého vývoje dlouhodobého majetku za období 2012–2016. Společnost zveřejňuje odpisy jednotlivých položek dlouhodobého majetku, takže výše byla stanovena na základě informací ve výročních zprávách. Kromě roku 2012 kdy souhrnná výše odpisů byla odhadnuta na základě výše v dalších letech.

Tabulka 48: Vývoj Dlouhodobého majetku v minulosti (2012–2016)

Dlouhodobý majetek (tis. Kč)	2012	2013	2014	2015	2016
Dlouhodobý nehmotný majetek					
Stav ke konci roku	2 342	1 579	3 759	4 441	5 799
Odpisy	1 320	1 196	410	467	1 919
Investice netto		- 763	2 180	682	1 358
Investice brutto		433	2 590	1 149	3 277
Investice brutto/tržby		0,0%	0,1%	0,0%	0,1%
DNM/tržby		0,1%	0,1%	0,2%	0,2%
Investice brutto celkem/změna tržeb celkem		1,93%			
Stavby					
Stav ke konci roku	166 528	138 744	167 126	168 688	164 186
Odpisy	6 837	6 121	7 186	7 692	7 792
Investice netto		- 27 784	28 382	1 562	- 4 502
Investice brutto		- 21 663	35 568	9 254	3 290
Investice brutto/tržby		-0,8%	1,2%	0,3%	0,1%
DNM/tržby		5,3%	5,7%	6,2%	6,4%
Investice brutto celkem/změna tržeb celkem		6,86%			
Hmotné movité věci					
Stav ke konci roku	131 426	108 867	200 303	185 346	202 397
Odpisy	28 354	27 397	18 117	19 520	19 367
Investice netto		- 22 559	91 436	- 14 957	17 051
Investice brutto		4 838	109 553	4 563	36 418
Investice brutto/tržby		0%	4%	0%	1%
DNM/tržby		4%	7%	7%	8%

Dlouhodobý majetek (tis. Kč)	2012	2013	2014	2015	2016
Investice brutto celkem/změna tržeb celkem		40,27%			
Jiný hmotný majetek					
Stav ke konci roku	437	104 458	12 749	32 004	10 049
Odpisy				52	3 603
Investice netto		104 021	- 91 709	19 255	- 21 955
Investice brutto		104 021	- 91 709	19 307	- 18 352
Investice brutto/tržby		4%	-3%	1%	-1%
DNM/tržby		4%	0%	1%	0%
Investice brutto celkem/změna tržeb celkem		3,44%			
Investice brutto celkem		87 629	56 002	34 273	24 633
Investice brutto celkem / změna tržeb	52%				

Zdroj: Vlastní výpočty dle výročních zpráv

Nehmotný majetek obsahuje především emisní povolenky a softwarové licence. Nehmotný majetek není klíčovou složkou a jeho výše je v čase stabilní, společnost investuje mírně nad výši odpisů.

Výstavba nové výrobní haly se projevila v roce 2014, kdy hodnota výrazně vzrostla. Celkový koeficient je kladný.

Vývoj samostatných movitých věcí byl ovlivněn rozsáhlými investicemi v roce 2014 spojenými s novou výrobní linkou na tvarohy a kysané nápoje. Celkový investiční koeficient je vlivem tohoto výkyvu ve výši 40 %.

Jiný hmotný majetek obsahuje položky nedokončeného dlouhodobého majetku, poskytnuté zálohy na DHM a ostatní dlouhodobý hmotný majetek. Investice do těchto složek jsou nárazové. Největší výkyv nastal v roce 2013, kdy společnost měla rozestavěnou novou výrobní halu, která se projevila ve složce nedokončeného dlouhodobého majetku.

5.2.6 Prognóza dlouhodobého provozně nutného majetku

Investice do dlouhodobého nehmotného majetku jsou ponechány na stejné úrovni jako mezi lety 2012–2016.

Investice do staveb jsou rovněž ponechány obdobné úrovni minulých let. Společnost má své výrobní haly a skladovací prostory postavené a nelze očekávat významné navyšování položky staveb. Plánované investice do staveb jsou tak spíše udržovací.

Hmotné movité věci jsou pro společnost klíčovým dlouhodobým aktivem, protože podnik vlastní několik výrobních linek, které jsou velmi důležité pro další chod společnosti. V minulosti podnik investoval do výrobní linky na tvarohy a zakysané nápoje. Pro další období nejsou dostupné informace, že by podnik měl dále významně rozšiřovat svůj výrobní sortiment. Proto je investiční náročnost hmotných movitých věcí plánována na mírně nižší úrovni než v předchozích letech.

Jiný hmotný majetek je plánován na srovnatelné úrovni s předchozími roky.

Tabulka 49: Prognóza Dlouhodobého majetku (2016–2021)

Prognóza dlouhodobého majetku (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Nehmotný majetek						
Původní-Stav ke konci roku (v tis. Kč)	5 799	3 880	1 961	42		
-Odpisy (v tis. Kč)	1 919	1 919	1 919	1 919	42	
Nový-Investice netto (v tis. Kč)		- 154	- 507	- 860	664	353
-Investice brutto (v tis. Kč)		1 765	1 765	1 765	1 765	1 765
-Pořizovací hodnota k 31.12.		1 765	3 530	5 295	7 060	8 825
-Odpisy (1/5)			353	706	1 059	1 412
Zůstatková hodnota	5 799	5 645	5 138	4 278	4 942	5 295
odpisy	1 919	1 919	2 272	2 625	1 101	1 412
Investice brutto/Δ tržeb 2016-2021	1,93 %					
Stavby						
Původní-Stav ke konci roku (v tis. Kč)	164 186	157 349	150 512	143 675	136 838	130 001
-Odpisy (v tis. Kč)	7 792	6 837	6 837	6 837	6 837	6 837
Nový-Investice netto (v tis. Kč)		163	930	2 663	2 330	1 996
-Investice brutto (v tis. Kč)		7 000	8 000	10 000	10 000	10 000
-Pořizovací hodnota k 31.12.		7 000	15 000	25 000	35 000	45 000
-Odpisy (1/30)			233	500	833	1 167
Zůstatková hodnota	164 186	164 349	165 279	167 942	170 271	172 268
odpisy	7 792	6 837	7 070	7 337	7 670	8 004
Investice brutto/Δ tržeb 2016-2021	9,84 %					
Hmotné movité věci						
Původní-Stav ke konci roku (v tis. Kč)	202 397	183 030	163 663	144 296	124 929	105 562
-Odpisy (v tis. Kč)	19 367	19 367	19 367	19 367	19 367	19 367
Nový-Investice netto (v tis. Kč)		10 633	7 633	6 633	6 433	2 933
-Investice brutto (v tis. Kč)		30 000	30 000	32 000	35 000	35 000
-Pořizovací hodnota k 31.12.		30 000	60 000	92 000	127 000	162 000
-Odpisy (1/10)			3 000	6 000	9 200	12 700
Zůstatková hodnota	202 397	213 030	220 663	227 296	233 729	236 662
odpisy	19 367	19 367	22 367	25 367	28 567	32 067
Investice brutto/Δ tržeb 2016-2021	35,43 %					
Ostatní dlouhodobý majetek						
Původní-Stav ke konci roku (v tis. Kč)	10 049	6 446	2 843			
-Odpisy (v tis. Kč)	3 603	3 603	3 603	2 843		
Nový-Investice netto (v tis. Kč)		- 1 316	- 1 889	- 1 700	571	

Prognóza dlouhodobého majetku (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
-Investice brutto (v tis. Kč)		2 287	2 286	2 286	2 286	2 286
-Pořizovací hodnota k 31.12.		2 287	4 573	6 859	9 145	11 431
-Odpisy (1/4)			572	1 143	1 715	2 286
Zůstatková hodnota	10 049	8 733	6 844	5 144	5 715	5 715
odpisy	3 603	3 603	4 175	3 986	1 715	2 286
Investice brutto/Δ tržeb 2016-2021	2,50 %					
Pozemky						
Pozemky-zůstatková hodnota	2 097	2 097	2 097	2 097	2 097	2 097
CELKEM						
Odpisy	32 681	31 726	35 884	39 315	39 053	43 769
						422
Zůstatková hodnota	384 528	393 854	400 021	406 757	416 755	037
Celkové investice netto do DM	- 8 048	9 326	6 167	6 736	9 998	5 282
Celkové investice brutto do DM	24 633	41 052	42 051	46 051	49 051	49 051
Investice brutto/Δ tržeb 2016-2021	49.70%					

Zdroj: Vlastní výpočty

Výsledný koeficient investiční náročnosti je plánován pro oceňovaný podnik na stejné úrovni jako v předchozích letech, což odpovídá dalšímu navyšování tržního podílu plánovaného ve strategické analýze.

5.3 Finanční plán

Na základě předchozích výpočtů bude stanoven finanční plán pro následujících 5 let.

Tabulka 50: Plánovaný výkaz zisků a ztrát (tis. Kč)

Předpokládaná daň z příjmů	19%	19%	19%	19%	19%	19%
a) Hlavní činnost-náklady a výnosy spojené s provozním majetkem						
Položka	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Obchodní marže	3 718	4 343	5 034	5 778	6 497	6 678
Výkony	2 566 900	2 717 021	2 799 649	2 892 048	2 956 113	3 038 435
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	2 578 155	2 714 306	2 796 852	2 889 159	2 953 160	3 035 399
Změna stavu zásob vlastní činnosti	- 12 578	1 357	1 398	1 445	1 477	1 518
Aktivace	1 323	1 357	1 398	1 445	1 477	1 518
Výkonová spotřeba	2 331 720	2 467 305	2 547 932	2 627 690	2 685 899	2 754 625
Spotřeba materiálu a energie	2 087 279	2 212 160	2 285 028	2 354 664	2 406 825	2 467 780
Služby	244 441	255 145	262 904	273 026	279 074	286 845
Přidaná hodnota	238 898	249 716	251 717	264 358	270 214	283 810
Osobní náklady	133 946	142 501	146 835	153 125	156 517	162 394
Daně a poplatky	313	271	280	289	295	304
Změna stavu rezerv	6 042					
Ostatní provozní položky (+)	20 586	12 486	12 866	13 290	13 585	13 963
Odpisy	32 681	31 726	35 884	39 315	39 053	43 769
Korigovaný provozní VH před daní	86 502	87 703	81 584	84 919	87 933	91 306

b) Náklady na cizí kapitál

Položka	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Nákladové úroky	738	1 500	1 900	2 200	2 500	2 500

c) Vedlejší činnost-náklady a výnosy spojené s neprovozním majetkem, mimořádné položky

Položka	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Výnosové úroky z účtu u banky	11	28	36	43	49	49
Výnosy z prodeje majetku	462					
VH z neprovozního majetku a mimořádný VH	473	28	36	43	49	49

d) Celkový výsledek hospodaření

Položka	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Celkový výsledek hospodaření před daní	86 237	86 231	79 719	82 762	85 482	88 856
Daň	17 204	16 384	15 147	15 725	16 242	16 883
Výsledek hospodaření za účetní období po daní	69 033	69 847	64 573	67 037	69 241	71 973

Zdroj: Vlastní výpočty

Tabulka 51: Plánovaný výkaz Cash flow (tis. Kč)

Položka	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<i>Stav peněžních prostředků na počátku období</i>	<i>17 073</i>	<i>32 746</i>	<i>42 388</i>	<i>51 033</i>	<i>58 575</i>	<i>58 255</i>

a) Peněžní tok z provozního majetku

Položka	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1) PENĚŽNÍ TOK Z PROVOZU						
Korigovaný provozní VH před daní (KPVH _d)	86 502	87 703	81 584	84 919	87 933	91 306
Daň připadající na korigovaný VH (d x KPVH _d)	- 17 204	- 16 664	- 15 501	- 16 135	- 16 707	- 17 348
Korigovaný provozní VH po daní (KPVH)	69 298	71 040	66 083	68 784	71 226	73 958
Úpravy o nepeněžní operace	38 723	31 726	35 884	39 315	39 053	43 769
Odpisy dlouhodobého majetku (provozně nutného)	32 681	31 726	35 884	39 315	39 053	43 769
Změna zůstatků rezerv	6 042					
Úpravy oběžných aktiv (provozně nutných)	- 21 738	8 275	- 8 435	- 1 518	- 6 365	- 8 179
Změna stavu pohledávek a aktivních účtů čas. rozlišení	- 24 652	2 583	- 3 306	3 818	113	- 10 026
Změna stavu krátk. závazků a pasivních účtů čas. rozlišení	- 2 697	16 343	976	9 408	- 1 568	8 156
Změna stavu zásob	5 611	- 10 650	- 6 106	- 14 744	- 4 910	- 6 309
Pen.tok z prov. činnosti celkem (bez nutných peněz)	86 283	111 041	93 531	106 582	103 914	109 548
2) INVESTIČNÍ ČINNOST						
Nabytí dlouhodobého majetku (provozně nutného)	- 25 925	41 052	42 051	46 051	49 051	49 051
Peněžní tok z investiční činnosti celkem	- 25 925	- 41 052	- 42 051	- 46 051	- 49 051	- 49 051

Položka	2016	2017	2018	2019	2020	2021
PEN. TOK Z PROV. MAJETKU CELKEM (bez nut.pen.)	60 358	69 989	51 480	60 531	54 863	60 497

b) Náklady na cizí kapitál

Položka	2016	2017	2018	2019	2020	2021
PLATBA NÁKLADOVÝCH ÚROKŮ	- 738	- 1 500	- 1 900	- 2 200	- 2 500	- 2 500

c) Peněžní tok z neprovozního majetku

Položka	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Příjmy z neprovozního majetku a mimoř. příjmy	- 3 178	307	390	453	515	515
Úpravy VH o vliv neprovozního majetku	- 265	- 1 472	- 1 864	- 2 157	- 2 451	- 2 451
Zisk/ztráta z prodeje aktiv	- 808					
Přijaté úroky	11	28	36	43	49	49
Vyúčtované nákladové úroky	727	1 472	1 864	2 157	2 451	2 451
Výnosy z prodeje majetku	1 144					
Diference v platbě daně oproti dani z KPVH *)	6 013	280	354	410	466	466
Poskytnuté půjčky a úvěry	- 10 000					
PENĚŽNÍ TOK Z NEPROVOZNÍHO MAJ. CELKEM	- 3 178	307	390	453	515	515

d) Finanční činnost

Položka	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Dopady změn dlouhodobých závazků a bank. úvěrů	- 40 755	- 59 154	- 41 326	- 51 241	- 53 198	- 56 890
Změna bankovních závazků	- 40 755	27 642				
Dopady změn vlastního kapitálu	- 14					
Zvýšení základního kapitálu, ážia, event. rez. fondu	- 14					
Výplata dividend a podílů ze zisku		- 86 796	- 41 326	- 51 241	- 53 198	- 56 890
PENĚŽNÍ TOK Z FINANČNÍ ČINNOSTI CELKEM	- 40 769	- 59 154	- 41 326	- 51 241	- 53 198	- 56 890

e) Peněžní tok celkem

Položka	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021
PENĚŽNÍ TOK CELKEM	15 673	9 642	8 644	7 543	- 320	1 622
<i>Stav peněžních prostředků na konci období</i>	<i>32 746</i>	<i>42 388</i>	<i>51 033</i>	<i>58 575</i>	<i>58 255</i>	<i>59 877</i>

Zdroj: Vlastní výpočty

Tabulka 52: Plánovaná Rozvaha (tis. Kč)

A K T I V A	2016	2017	2018	2019	2020	2021
AKTIVA CELKEM	980 659	1 007 695	1 031 918	1 057 122	1 071 596	1 094 836
Dlouhodobý majetek	384 528	393 854	400 021	406 757	416 755	422 037
Dlouhodobý nehmotný majetek	5 799	5 645	5 138	4 278	4 942	5 295
Dlouhodobý hmotný majetek	378 729	388 209	394 883	402 479	411 813	416 742
Pozemky	2 097	2 097	2 097	2 097	2 097	2 097

A K T I V A	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Stavby	164 186	164 349	165 279	167 942	170 271	172 268
Hmotné movité věci	202 397	213 030	220 663	227 296	233 729	236 662
Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	10 049	8 733	6 844	5 144	5 715	5 715
Dlouhodobý finanční majetek						
Oběžná aktiva	591 489	610 123	628 066	646 407	650 796	668 641
Zásoby	190 134	200 784	206 890	221 634	226 544	232 853
Pohledávky	368 609	366 950	370 143	366 198	365 997	375 911
Peněžní prostředky	32 746	42 388	51 033	58 575	58 255	59 877
a) Provozně potřebné	32 746	42 388	51 033	58 575	58 255	59 877
b) Provozně nepotřebné		0	0	0	0	0
Časové rozlišení aktiv	4 642	3 718	3 831	3 958	4 045	4 158

P A S I V A	2016	2017	2018	2019	2020	2021
PASIVA CELKEM	980 659	1 007 695	1 031 918	1 057 122	1 071 596	1 094 836
Vlastní kapitál	606 870	589 921	613 168	628 964	645 006	660 089
Základní kapitál	20 152	20 152	20 152	20 152	20 152	20 152
Fondy ze zisku	168 268	168 268	168 268	168 268	168 268	168 268
Výsledek hospodaření minulých let	349 417	331 654	360 175	373 507	387 346	399 696
Výsledek hospodaření běžného úč. období (+-)	69 033	69 847	64 573	67 037	69 241	71 973
Cizí zdroje	372 216	416 286	417 217	426 575	424 972	433 083
Rezervy	20 229	20 229	20 229	20 229	20 229	20 229
Dlouhodobé závazky	13 472	13 472	13 472	13 472	13 472	13 472
Krátkodobé závazky	338 515	382 585	383 516	392 874	391 271	399 382
Bankovní úvěry						
krátkodobé-úročený CK	72 358	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000
Závazky z obchodních vztahů	224 927	241 355	242 286	251 644	250 041	258 152
Závazky k zaměstnancům	7 091	7 091	7 091	7 091	7 091	7 091
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdrav. pojištění	3 571	3 571	3 571	3 571	3 571	3 571
Stát-daňové závazky a dotace	2 165	2 165	2 165	2 165	2 165	2 165
Krátkodobé přijaté zálohy	238	238	238	238	238	238
Dohadné účty pasivní	28 165	28 165	28 165	28 165	28 165	28 165
Časové rozlišení pasiv	1 573	1 487	1 533	1 583	1 618	1 663

Zdroj: Vlastní výpočty

5.4 Finanční analýza plánu

Sestavené finanční výkazy v letech 2016–2021 budou nyní podrobeny finanční analýze. Pro výpočty jednotlivých ukazatelů byly použity stejné vzorce jako v kapitole Finanční analýza.

5.4.1 Analýza poměrových ukazatelů

5.4.1.1 Plánovaný vývoj rentability

Ukazatele rentability jsou v období první fáze mírně klesající. Ačkoliv výše tržeb mezi lety roste, tak celkový kapitál, respektive vlastní kapitál, rostl mírně rychlejším tempem. Celkově je ale rentabilita mírně vyšší a stabilnější než v letech 2012–2016.

Tabulka 53: Plánovaný vývoj rentability

RENTABILITA	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Rentabilita celkového kapitálu z EBIT	8,9%	8,7%	7,9%	8,0%	8,2%	8,3%
Rentabilita vlastního kapitálu po dani	11,4%	11,8%	10,5%	10,7%	10,7%	10,9%

Zdroj: Vlastní výpočty

5.4.1.2 Plánovaný vývoj ukazatelů aktivity

Firma vykazovala mezi roky 2012–2016 velmi dobré ukazatele aktivity, ve srovnání s konkurencí, což bylo v plánu zachováno. Mírně klesající hodnota doby obratu pohledávek je spjata s růstem pozice na trhu a lepší vyjednávací pozicí podniku.

Tabulka 54: Plánovaný vývoj aktivity

AKTIVITA	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Doba obratu zásob (dny)	33,25	33,13	33,05	34,36	34,36	34,44
Doba obratu pohledávek (dny)	52,19	49,34	48,31	46,26	45,24	45,20
Doba obratu obchodních závazků (dny)	47,92	51,45	50,05	49,63	48,36	48,02

Zdroj: Vlastní výpočty

5.4.1.3 Plánovaný vývoj likvidity

Vývoj likvidity je v čase stabilní bez výkyvů. Oproti vývoji v letech 2012–2016 jsou hodnoty vyšší, tak aby likvidita dosahovala hodnot v doporučených mezích.

Tabulka 55: Plánovaný vývoj likvidity

LIKVIDITA	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Okamžitá likvidita	0,12	0,15	0,18	0,20	0,20	0,20
Pohotová likvidita	1,51	1,45	1,49	1,45	1,46	1,46
Běžná likvidita	2,22	2,16	2,22	2,21	2,23	2,23

Zdroj: Vlastní výpočty

5.4.1.4 Plánovaný vývoj zadluženosti

Podnik i v nadcházejících letech bude využívat pro financování kontokorentní úvěry, jejichž výše se podílí asi 10 % na celkové bilanční sumě. Celkový podíl vlastního kapitálu je okolo 60 %.

Tabulka 56: Plánovaný vývoj zadluženosti

ZADLUŽENOST	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Podíl vlastního kapitálu na celkovém	62%	59%	59%	59%	60%	60%
Úrokové krytí	117,85	58,49	42,96	38,62	35,19	36,54
Průměrná doba splacení dluhů (roky)	4,27	3,61	4,31	3,88	3,97	3,84

Zdroj: Vlastní výpočty

5.4.2 Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu

Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu je novým ukazatelem a vypočítá se jako podíl KPVH po odpisech a dani na výši provozně nutného investovaného kapitálu minulého roku. Její hodnota v čase mírně klesá, na tom se podílí rostoucí výše PNIK i pokles upraveného KPVH. Upravené KPVH klesá v čase především vlivem rostoucí výše odpisů z provozně nutného dlouhodobého majetku.

Tabulka 57: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu

tis. Kč	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Provozně nutný dlouhodobý majetek	384 528	393 854	400 021	406 757	416 755	422 037
Provozně nutný pracovní kapitál	318 401	319 768	336 848	345 908	351 953	361 754
Provozně nutný investovaný kapitál PNIK	702 929	713 622	736 869	752 664	768 707	783 790
KPVH po odpisech a dani	36 617	39 314	30 199	29 469	32 172	30 189
Rentabilita PNIK	5,44%	5,59%	4,23%	4,00%	4,27%	3,93%

Zdroj: Vlastní výpočty

5.4.3 Závěr

Analýza finančního plánu ukázala, že plán finančních výkazů navazuje na hodnoty minulých let, je v čase vyrovnaný a podnik by v dalších letech neměl mít problémy v žádné ze sledovaných oblastí likvidity, zadluženosti, rentability ani aktivity.

6 Ocenění

V závěrečné kapitole bude společnost oceněna na základě poznatků z předchozích kapitol. Předchozí analýzy ukázaly, že podnik splňuje předpoklad going concern a nejsou známy žádné překážky v jeho nadějně budoucnosti. Jako nejvhodnější metoda pro ocenění se tedy jeví výnosová metoda, a to pomocí diskontovaného cash flow – metoda DCF.

Výsledná hodnota se skládá z hodnoty první a druhé fáze. Délka první fáze byla stanovena na 5 let a její detailní analýza byla zpracována ve finančním plánu. Druhá fáze začíná rokem 2022 a jejím předpokladem je nekonečné trvání podniku.

6.1 Výnosové ocenění

6.1.1 WACC

Pro výpočet metodou DCF je nejprve nutné stanovit diskontní míru, ta bude vypočítána na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu WACC.

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

n_{VK} náklady vlastního kapitálu

n_{CK} náklady cizího kapitálu

CK úročený cizí kapitál

VK vlastní kapitál

K celkový kapitál

Zdroj: (Mařík a Kol., 2011)

6.1.1.1 Náklady cizího kapitálu

Náklady cizího kapitálu budou vypočítány na základě bezrizikové výnosové míry a rizikové přírážky.

Bezriziková výnosová míra byla vypočítána pomocí spotových měr známých k datu ocenění podniku, které byly následně přepočítány na termínové úrokové míry. Pro výpočet termínových měr byl použit vzorec:

$$if_j = \sqrt[j]{\frac{(1 + S_{i+j})^{i+j}}{(1 + S_i)^i}} - 1$$

if_j termínová úroková míra od období i na počet období j

S_i spotová míra od období i

Zdroj: (Mařík a Kol., 2011)

Tabulka 58: Tabulka spotových a termínových měr

roky	Spotové míry	Termínové míry
1	-0,866	-0,866
2	-0,900	-0,925
3	-0,595	5,562
4	-0,332	2,004
5	-0,168	0,999
6	0,016	1,756
7	0,209	2,445
8	0,309	1,283
9	0,419	1,701
10	0,523	1,890

Zdroj: (Dvořák, 2014), vlastní zpracování

Riziková přírážka bude stanovena pomocí rizikové prémie cizího kapitálu odvozené od výše úrokového krytí.

Tabulka 59: Riziková prémie dle výše úrokového krytí

úrokové krytí	Rating	Riziková prémie CK
více než 8,5	AAA	0,46%
6,5-8,49	AA	0,98%
5,5-6,49	A+	0,99%
4,25-5,49	A	1,08%
3,00-4,25	A-	1,97%
2,5-2,99	BBB	2,25%
2,25-2,49	BB+	3,08%
2,00-2,49	BB	3,09%
1,75-1,99	B+	3,32%
1,50-1,75	B	4,87%
1,25-1,49	B-	5,60%
0,80-1,24	CCC	6,50%
0,65-0,79	CC	8%
0,20-0,64	C	10,50%
méně než 0,19	D	14%

Zdroj: Vlastní zpracování dle (Mařík, 2011) a (Damodaran, 2016)

Náklady cizího kapitálu se pak vypočítají vzorcem:

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

n_{CK}	<i>náklady cizího kapitálu</i>
r_f	<i>bezriziková úroková míra</i>
RP	<i>riziková přírážka dle ratingu</i>

Zdroj: (Mařík, 2011)

Následně jsou náklady na cizí kapitál ještě sníženy o daňovou sazbu. Ta je pro celé období stanovena na 19 %. Bezriziková úroková míra pro druhou fázi je stanovena na úrovni termínové míry pro 10 let. Rating, respektive riziková přírážka pro druhou fázi, zůstává beze změny.

Tabulka 60: Náklady cizího kapitálu po zdanění

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2.fáze
Bezriziková úroková míra	-0,87%	-0,92%	5,56%	2,00%	1,00%	1,76%	1,89%
Úrokové krytí	117,9	58,5	43,0	38,6	35,2	36,5	
Zvolená riziková prémie	0,46%	0,46%	0,46%	0,46%	0,46%	0,46%	0,46%
Daňová sazba	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Náklady CK po zdanění	-0,41%	-0,46%	6,01%	2,46%	1,46%	2,21%	2,35%

Zdroj: Vlastní výpočty

6.1.1.2 Náklady vlastního kapitálu

Pro výpočet nákladů vlastního kapitálu bude využit model CAPM. Samotný výpočet vychází ze vzorce:

$$n_{VK} = r_f + (r_m - r_f) \times \beta$$

n_{VK}	<i>náklady vlastního kapitálu</i>
$(r_m - r_f)$	<i>riziková přírážka země</i>
β	<i>koeficient beta</i>

Zdroj: (Mařík, 2011)

Bezriziková úroková míra byla již vypočítána v kapitole nákladů cizího kapitálu. Riziková přírážka země byla stanovena dle dat prof. Damodarana na hodnotu 6,69 %. Koeficient beta je rovněž získán z databáze prof. Damodarana, a to na úrovni 0,63 (koeficient pro odvětví zpracování potravin) (Damodaran, 2017). Tento koeficient je ještě nutné přepočítat na beta zadlužené.

$$\beta_{\text{zadlužená}} = \beta_{\text{nezadlužená}} \times (1 + (1 - d) \times \frac{CK}{VK})$$

Zdroj: (Mařík, 2011)

Tabulka 61: Beta zadlužená

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2.fáze
CK úročený	72 358	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000
VK	606 870	589 921	613 168	628 964	645 006	660 089	660 089
Daňová sazba	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Beta nezadlužená	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63
Beta zadlužená	0,69	0,72	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71

Zdroj: Vlastní výpočty

Tabulka 62: Výpočet nákladů vlastního kapitálu

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2.fáze
Bezriziková úroková míra	-0,87%	-0,92%	5,56%	2,00%	1,00%	1,76%	1,89%
Riziková přírážka země	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%
Beta	0,69	0,72	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71
Náklady VK	3,76%	3,87%	10,33%	6,76%	5,74%	6,49%	6,62%

Zdroj: Vlastní výpočty

Nyní je již možné vypočítat výši WACC pro jednotlivé roky první fáze a pro druhou fázi.

Tabulka 63: Výpočet WACC

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2.fáze
CK/K	7,4%	6,5%	6,4%	6,9%	6,7%	6,6%	6,5%
VK/K	61,9%	93,9%	94,0%	93,5%	93,8%	93,8%	93,9%
Náklady VK	3,76%	3,87%	10,33%	6,76%	5,74%	6,49%	6,62%
Náklady CK	-0,41%	-0,46%	6,01%	2,46%	1,46%	2,21%	2,35%
WACC	2,30%	3,61%	10,03%	6,46%	5,47%	6,20%	6,34%

Zdroj: Vlastní výpočty

Vypočítané hodnoty WACC jsou již po vyladění kapitálové struktury iteračním postupem. Tedy poměr vlastního a cizího k celkovému kapitálu již odpovídá tržním hodnotám. Celková výše WACC se velmi blíží nákladům na vlastní kapitál, protože společnost využívá k financování především vlastní zdroje a náklady na cizí kapitál, vzhledem k nízkým úrokovým sazbám, jsou velmi malé.

6.1.2 FCFF

Výpočet volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele (*Free cash flow to firm*) FCFF poslouží jako základ výpočtu hodnoty firmy pro první fázi, respektive druhou fázi. Výpočet vychází z korigovaného provozního výsledku po dani a odpisech, dále je hodnota upravena o nepeněžní operace, investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a investice do provozně nutného pracovního kapitálu.

Tabulka 64: Výpočet FCFF

	2017	2018	2019	2020	2021
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	87 703	81 584	84 919	87 933	91 306
Upravená daň	27 188	25 291	26 325	27 259	28 305
Korigovaný provozní VH po dani	60 515	56 293	58 594	60 674	63 001
Odpisy	31 726	35 884	39 315	39 053	43 769
Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv)	0	0	0	0	0
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	-41 052	-42 051	-46 051	-49 051	-49 051
Investice do provozně nutného prac. kapitálu	8 275	-8 435	-1 518	-6 365	-8 179
FCFF	59 465	41 690	50 341	44 311	49 540

Zdroj: Vlastní výpočty

6.1.3 Ocenění společnosti

Celková hodnota společnosti se skládá z hodnoty první a druhé fáze.

$$H_b = \underbrace{\sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t}}_{\text{1. fáze}} + \underbrace{\frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g}}_{\text{2. fáze}}$$

i_k kalkulovaná úroková míra
 g tempo růstu

Výslednou brutto hodnotu je nutné ještě upravit o výši neprovozního majetku a výši cizího úročeného kapitálu k datu ocenění.

Tabulka 65: Výpočet hodnoty 1. fáze z FCFF

	2017	2018	2019	2020	2021
FCFF	59 465	41 690	50 341	44 311	49 540
WACC	3,61%	10,03%	6,46%	5,47%	6,20%
Odúročitel pro diskontní míru:	0,9652	0,8261	0,8288	0,8083	0,7401
Diskontované FCFF k 1. 1. 2017	57 394	34 439	41 722	35 815	36 666
SUMA Diskontovaných FCFF k 1. 1. 2017	206 035				

Pro výpočet hodnoty druhé fáze je použit Gordonův vzorec. FCFF prvního roku druhé fáze vychází z FCFF posledního roku první fáze upravené o tempo růstu, které bylo stanoveno ve výši 2,50 %. Kalkulovaná úroková míra pro druhou fázi byla již vypočítána v kapitole WACC, její hodnota je 6,34 %.

Tabulka 66: Výpočet hodnoty firmy

FCFF 2022	50 779	tis. Kč
Gordonův vzorec	1 321 981	tis. Kč
Výnosové ocenění k 1. 1. 2017		
Současná hodnota 1. fáze	206 035	tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	978 425	tis. Kč
Provozní hodnota brutto	1 184 460	tis. Kč
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	72 358	tis. Kč
Provozní hodnota netto	1 112 102	tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	10 000	tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF	1 122 102	tis. Kč

Zdroj: Vlastní výpočty

Výnosová hodnota k 1. 1. 2017 byla stanovena na **1.122.102 tis. Kč**.

6.2 Ocenění metodou tržního porovnání

Na základě dat z trhu je možné odhadnout orientační hodnotu firmy pomocí násobitelů. Pro výpočet byly zvoleny dva násobitele dle Damodarana uvedené v lednu 2017, a to EV/EBITDA a EV/EBIT pro odvětví potravinářské výroby. V daném odvětví se nachází 158 transakcí, což lze považovat za relevantní vzorek.

Pro výslednou hodnotu vypočítanou pomocí multiplikátorů je vhodné výsledek ještě upravit o diskont za sníženou obchodovatelnost, protože akcie společnosti nejsou obchodovány na veřejném trhu. Diskont tak reflektuje nižší likviditu, zvýšené transakční náklady kupujícího a další dodatečné náklady vznikající při transakci. Dle prof. Maříka se diskont za omezenou obchodovatelnost u kontrolních podílů, zjištěný daňovými soudy v USA, pohybuje mezi 3–33 %. (Mařík, 2011) Toto představuje významný rozptyl, který má na výslednou hodnotu podstatný vliv. Pro účely této práce je použit diskont ve výši 15 %, který představuje pouze diskont za omezenou

obchodovatelnost, bez dalších transakčních nákladů a jiných rizik. (Rýdlová, 2006)

Tabulka 67: Ocenění pomocí násobitele EV/EBIT (v tis. Kč)

tis. Kč	01. 01. 2017
EBIT	86 975
Food processing	16,5
Hodnota brutto	1 435 088
Úročený CK	72 358
Hodnota netto	1 362 730
Diskont 15 %	204 409
Výsledná hodnota netto	1 158 320

Zdroj: Vlastní výpočty

Po odečtení úročeného cizího kapitálu je netto hodnota oceňované společnosti k 1. 1. 2017 při použití multiplikátoru EV/EBIT rovna **1.158.320 tis. Kč**.

Tabulka 68: Ocenění pomocí násobitele EV/EBITDA (v tis. Kč)

tis. Kč	01. 01. 2017
EBITDA	119 656
Food processing	12,01
Hodnota brutto	1 437 069
Úročený CK	72 358
Hodnota netto	1 364 711
Diskont 15 %	204 707
Výsledná hodnota netto	1 160 004

Zdroj: Vlastní výpočty

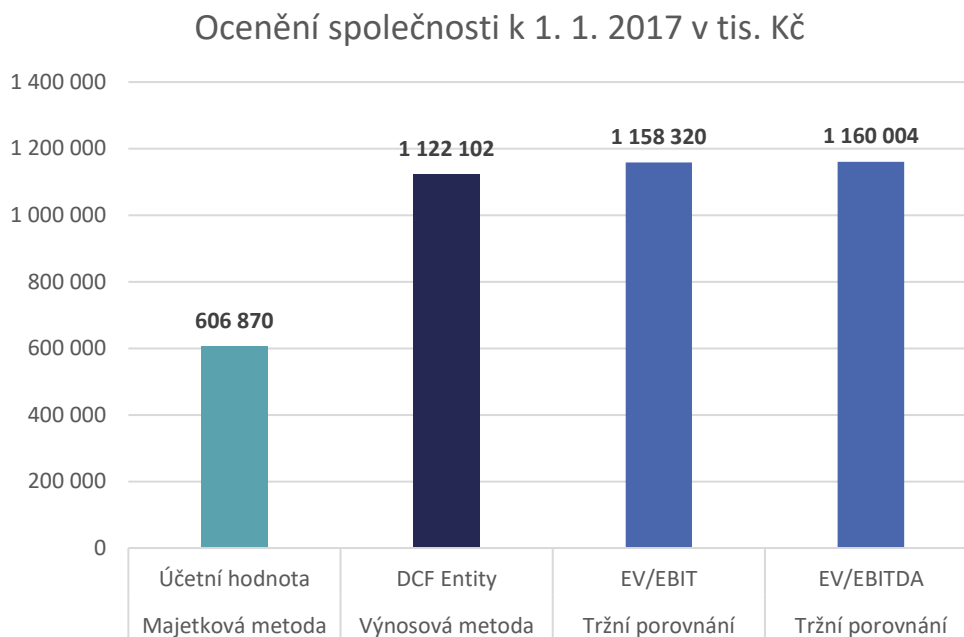
Hodnota pomocí násobitele EV/EBITDA po odečtení cizího úročeného kapitálu je k datu 1. 1. 2017 rovna **1.160.004 tis. Kč**.

6.3 Účetní hodnota na principu historických cen

Účetní hodnota je zde použita pouze jako doplňková informace, protože dostatečně nevyjadřuje výnosový potenciál oceňovaného podniku. Na druhou stranu slouží jako výchozí metoda pro oceňovatele a lze ji považovat za spodní hranici výsledné hodnoty firmy. Účetní hodnota firmy je rovna výši vlastního kapitálu, který byl k 1. 1. 2017 roven **606.870 tis. Kč**.

6.4 Výsledné ocenění

Pro stanovení hodnoty oceňované společnosti byly použity tři metody, a to metoda výnosová, tržního porovnání a majetková.



Zdroj: Vlastní výpočty

Jako hlavní metoda pro ocenění společnosti byla zvolena metoda výnosová, a to DCF Equity, protože výsledky strategické a finanční analýzy daly všechny předpoklady pro použití této metody a nejsou v budoucnosti shledány žádné překážky nekonečného trvání podniku. Doplňková metoda tržního porovnání potvrdila rámec, ve kterém se výsledná hodnota pohybuje.

Na základě všech veřejně dostupných informací byla hodnota společnosti Mlékárna Hlinsko, a.s., k datu 1. 1. 2017 stanovena

1.122.102 tis. Kč

7 Závěr

Cílem práce bylo ocenění podniku Mlékárna Hlinsko, a.s., k datu 1. 1. 2017 výnosovou metodou za využití veřejně přístupných dat. Veškeré použité zdroje jsou uvedeny v kapitole 10 Seznam zdrojů.

Nejprve byla provedena strategická analýza trhu s mléčnými výrobky. Výstupem bylo zjištění, že trh je v čase stabilní a nedosahuje velkých výkyvů. Velikost je pak ovlivněna především množstvím koncových spotřebitelů. Podnik dosahuje na trhu mírného růstu a do budoucna má přijatelnou perspektivu. Princip „going concern“ tedy z pohledu strategické analýzy není ohrožen.

Dále byla provedena finanční analýza společnosti na základě dat z výročních zpráv mezi lety 2012–2016. Výsledky byly porovnány s přímými konkurenty firmy. Celkově je společnost finančně zdravá, stabilizovaná a tvoří hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Protože ani finanční analýza neukázala pochybnosti o nekonečném trvání podniku, může být ke stanovení jeho hodnoty použita výnosová metoda.

Výsledky strategické a finanční analýzy byly využity pro sestavení finančního plánu na dalších 5 let.

Výsledné ocenění bylo provedeno výnosovou metodou diskontovaného cash flow, tržním porovnáním pomocí multiplikátorů EV/EBIT a EV/EBITDA a účetní metodou. Přičemž metoda tržního porovnání v podstatě potvrdila rámec, ve kterém se pohybuje zjištěná hodnota výnosovou metodou. Účetní hodnota pak stanovuje spodní hranici ocenění. Výsledné ocenění firmy je tedy na úrovni výnosové hodnoty, a to **1.122.102 tis. Kč.**

8 Seznam tabulek

TABULKA 1: POŘADÍ SPOLEČNOSTÍ KATEGORIE CZ NACE 10.5 VÝROBA MLÉČNÝCH VÝROBKŮ DLE OBRATU V ROCE 2016	- 9 -
TABULKA 2: SPOTŘEBA MLÉČNÝCH VÝROBKŮ ZA ROK V KČ NA OSOBU	- 10 -
TABULKA 3: VELIKOST TRHU ČR	- 10 -
TABULKA 4: VELIKOST TRHU EU	- 11 -
TABULKA 5: ANALÝZA ATRAKTIVITY TRHU	- 14 -
TABULKA 6: VÝVOJ MAKROEKONOMICKÝCH UKAZATELŮ ČR	- 17 -
TABULKA 7: PEARSONOVY KORELAČNÍ KOEFICIENTY	- 17 -
TABULKA 8: PROGNÓZA TRHU ČR	- 19 -
TABULKA 9: PROGNÓZA TRHU EU	- 20 -
TABULKA 10: VÝVOJ TRŽNÍCH PODÍLŮ VYBRANÝCH KONKURENTŮ	- 22 -
TABULKA 11: POROVNÁNÍ CENOVÉ ÚROVNĚ VÝROBKŮ MEZI KONKURENTY (2016)	- 24 -
TABULKA 12: POROVNÁNÍ HLOUBKY A ŠÍŘE SORTIMENTU MEZI VYBRANÝMI KONKURENTY (2016)	- 25 -
TABULKA 13: SOUHRNNÉ HODNOCENÍ KONKURENČNÍ SÍLY	- 27 -
TABULKA 14: BOSTONSKÁ MATICE	- 28 -
TABULKA 15: VÝVOJ TRŽEB A PODÍLU NA TRHU ČR	- 28 -
TABULKA 16: TRŽBY A PODÍL NA TRHU EU	- 28 -
TABULKA 17: ZÁKLADNÍ VARIANTA PROGNÓZY TRŽEB	- 31 -
TABULKA 18: ZKRÁCENÝ PŘEHLED AKTIV	- 35 -
TABULKA 19: PŘEHLED SPLATNOSTI POHLEDÁVEK	- 36 -
TABULKA 20: ZKRÁCENÝ PŘEHLED PASIV	- 36 -
TABULKA 21: PŘEHLED ZÁVAZKŮ PO SPLATNOSTI	- 38 -
TABULKA 22: ZKRÁCENÝ PŘEHLED VÝKAZU ZISKŮ A ZTRÁT	- 38 -
TABULKA 23: DOPLŇUJÍCÍ INFORMACE K OSOBNÍM NÁKLADŮM	- 39 -
TABULKA 24: ZKRÁCENÝ PŘEHLED VÝKAZU PENĚŽNÍCH TOKŮ	- 40 -
TABULKA 25: ROA [%]	- 42 -
TABULKA 26: ROE [%]	- 43 -
TABULKA 27: PYRAMIDÁLNÍ ROZKLAD ROE	- 43 -
TABULKA 28: DOBA OBRATU VE DNECH	- 44 -
TABULKA 29: LIKVIDITA	- 45 -
TABULKA 30: VĚŘITELSKÉ RIZIKO	- 46 -
TABULKA 31: ÚROKOVÉ KRYTÍ	- 47 -
TABULKA 32: INDEX IN05	- 48 -

TABULKA 33: WACC	- 49 -
TABULKA 34: PROVOZNĚ NUTNÝ MAJETEK	- 52 -
TABULKA 35: KPVH	- 53 -
TABULKA 36: REALIZOVANÉ A PLÁNOVANÉ TRŽBY PODNIKU	- 53 -
TABULKA 37: PROVOZNÍ ZISKOVÁ MARŽE SHORA ZA MINULOST (2012–2016)	- 54 -
TABULKA 38: PODÍL OSOBNÍCH NÁKLADŮ NA TRŽBÁCH	- 54 -
TABULKA 39: PROGNÓZA ZISKOVÉ MARŽE SHORA (2016–2021)	- 55 -
TABULKA 40: PROVOZNÍ ZISKOVÁ MARŽE ZDOLA ZA MINULOST (2012–2016)	- 55 -
TABULKA 41: PROGNÓZA PROVOZNÍ ZISKOVÉ MARŽE ZDOLA (2016–2021)	- 56 -
TABULKA 42: PROGNÓZA KPVH (2016–2021)	- 57 -
TABULKA 43: PROGNÓZA ZÁSOB	- 57 -
TABULKA 44: PROGNÓZA POHLEDÁVEK	- 58 -
TABULKA 45: PROGNÓZA KRÁTKODOBÉHO FINANČNÍHO MAJETKU	- 58 -
TABULKA 46: PROGNÓZA KRÁTKODOBÝCH NEÚROČENÝCH ZÁVAZKŮ	- 58 -
TABULKA 47: PROGNÓZA PROVOZNĚ NUTNÉHO PRACOVNÍHO KAPITÁLU	- 59 -
TABULKA 48: VÝVOJ DLOUHODOBÉHO MAJETKU V MINULOSTI (2012–2016)	- 60 -
TABULKA 49: PROGNÓZA DLOUHODOBÉHO MAJETKU (2016–2021)	- 62 -
TABULKA 50: PLÁNOVANÝ VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT (TIS. KČ)	- 63 -
TABULKA 51: PLÁNOVANÝ VÝKAZ CASF FLOW (TIS. KČ)	- 64 -
TABULKA 52: PLÁNOVANÁ ROZVAHA (TIS. KČ)	- 65 -
TABULKA 53: PLÁNOVANÝ VÝVOJ RENTABILITY	- 67 -
TABULKA 54: PLÁNOVANÝ VÝVOJ AKTIVITY	- 67 -
TABULKA 55: PLÁNOVANÝ VÝVOJ LIKVIDITY	- 68 -
TABULKA 56: PLÁNOVANÝ VÝVOJ ZADLUŽENOSTI	- 68 -
TABULKA 57: RENTABILITA PROVOZNĚ NUTNÉHO INVESTOVANÉHO KAPITÁLU	- 68 -
TABULKA 58: TABULKA SPOTOVÝCH A TERMÍNOVÝCH MĚR	- 70 -
TABULKA 59: RIZIKOVÁ PRÉMIE DLE VÝŠE ÚROKOVÉHO KRYTÍ	- 70 -
TABULKA 60: NÁKLADY CIZÍHO KAPITÁLU PO ZDANĚNÍ	- 71 -
TABULKA 61: BETA ZADLUŽENÁ	- 72 -
TABULKA 62: VÝPOČET NÁKLADŮ VLASTNÍHO KAPITÁLU	- 72 -
TABULKA 63: VÝPOČET WACC	- 72 -
TABULKA 64: VÝPOČET FCFF	- 73 -
TABULKA 65: VÝPOČET HODNOTY 1. FÁZE Z FCFF	- 73 -
TABULKA 66: VÝPOČET HODNOTY FIRMY	- 74 -
TABULKA 67: OCENĚNÍ POMOCÍ NÁSOBITELE EV/EBIT (V TIS. KČ)	- 75 -
TABULKA 68: OCENĚNÍ POMOCÍ NÁSOBITELE EV/EBITDA (V TIS. KČ)	- 75 -

9 Seznam grafů

GRAF 1: SPOTŘEBA MLÉČNÝCH VÝROBKŮ V LITRECH NA OBYVATELE MEZI LETY 2007–2016	- 7 -
GRAF 2: VÝVOJ ZAHRANIČNÍHO OBCHODU S MLÉČNÝMI PRODUKTY MEZI LETY 2009–2016	- 8 -
GRAF 3: PROGNOZA TRHU ČR POMOCÍ LINEÁRNÍ FUNKCE	- 18 -
GRAF 4: PROGNOZA TRHU EU	- 20 -
GRAF 5: VÝVOJ TRŽNÍCH PODÍLŮ VYBRANÝCH SPOLEČNOSTI MEZI LETY 2008-2016	- 23 -
GRAF 6: VÝVOJ TRŽNÍHO PODÍLU NA TRHU ČR	- 29 -
GRAF 7: VÝVOJ TRŽEB NA TRHU ČR	- 30 -
GRAF 8: VÝVOJ TRŽNÍHO PODÍLU NA TRHU EU	- 30 -
GRAF 9: VÝVOJ TRŽEB NA TRHU EU	- 31 -
GRAF 10 ROA [%]	- 42 -
GRAF 11: ROE [%]	- 43 -
GRAF 12: DOBA OBRATU VE DNECH	- 44 -
GRAF 13: LIKVIDITA	- 46 -
GRAF 14: VĚŘITELSKÉ RIZIKO	- 47 -
GRAF 15: VÝVOJ PROVOZNĚ NUTNÉHO PRACOVNÍHO KAPITÁLU (TIS. KČ)	- 59 -

10 Seznam zdrojů

10.1 Použité databáze

Albertina Gold Edition. [elektronický zdroj]. Praha, BISNODE, 2018. Elektronická databáze.

Český Statistický úřad. 2018. Statistiky. *Český statistický úřad*. [Online] 2018. [Citace: 20. srpen 2018.] <https://www.czso.cz/csu/czso/statistiky>.

Databáze Amadeus. [elektronický zdroj]. Brussels, Bureau Van Dijk, 2018. Elektronická databáze

EUROMONITOR INTERNATIONAL. Statistická data vyhledaná dne 20. srpna 2018. In: *Passport* [online]. c2018 Dostupné z: <http://www.portal.euromonitor.com>. Elektronická databáze

10.2 Literatura

Dvořák, Michal. 2014. Užití swapových sazeb pro stanovení bezrizikové míry se zřetelem na Českou republiku. *Oceňování*. 5. Prosinec 2014, roč. 7, č.1, s. 3-26.

Knápková, Adriana, Pavelková, Drahomíra a Štekr, Karel. 2013. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 2., rozš. vyd. Praha : Grada, 2013. 978-80-247-4456-8.

Mařík a Kol., Miloš. 2011. *Metody oceňování podniku pro pokročilé- Hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha : Ekopress, 2011. 978-80-86929-80-4.

Mařík, Miloš a kolektiv. 2011. *Metody oceňování podniku: proces ocenění-základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha : Ekopress, 2011. 978-80-86929-67-5.

Muehlhoff, Ellen, Bennett, Anthony a Macmahon, Deirde. 2013. *Milk and dairy products in human nutrition*. Rome : Food and Agriculture Organization of the United Nations, 2013. 978-92-5-107863-1.

Rýdlová, Barbora. 2006. Analýza empirických studií k diskontu za omezenou obchodovatelnost. *Český finanční a účetní časopis*. 2006, 10.18267/j.cfuc.132., stránky 118-134

10.3 Elektronické zdroje

AGROFERT, a.s., 2017. Výroční zpráva 2016. *justice.cz*. [Online] 2017. <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=49361570&subjektId=525681&spis=78767>.

Damodaran, Aswath. 2016. Capital Structures Section in: Data: Archived Data: Europe: 1/16. [Online] 2016. [Citace: 10. Prosinec 2018.] <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

—. 2017. Data: Archives: Discount Rate Estimation: Costs of Capital by Industry: Europe: 16/1. [Online] 2017. [Citace: 10. Prosinec 2018.] <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

—. 2017. Data: Archives: Discount Rate Estimation: Levered and Unlevered Betas by Industry: Europe 1/16. *Damodaran Online*. [Online] 2017. [Citace: 9. 12 2018.] <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Eurostat. 2018. Population change-Demographic balance and crude rates at national level. *Eurostat*. [Online] Eurostat, 26. 11 2018. [Citace: 30. Listopad 2018.] http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=demo_gind&lang=en.

FAPRI. 2016. FAPRI-ISU 2011 World Agricultural Outlook. *Food and Agricultural Research Institute*. [Online] 2016. [Citace: 25. srpen 2018.] <http://www.fapri.org/outlook/2011/>.

Madeta, a.s., 2018. O nás. *MADETA Tak chutná mléko*. [Online] 2018. [Citace: 20. Srpen 2018.] <https://www.madeta.cz/>.

MFČR. 2017. 43. Kolokvium – šetření prognóz makroekonomického vývoje ČR (2017–2020). *Ministerstvo financí České republiky*. [Online] 18. Duben 2017. [Citace: 20. srpen 2018.] <https://www.mfcr.cz/cs/verejny->

sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2017/43-kolokvium-setreni-prognoz-makroekono-28291.

Ministerstvo zemědělství. 2017. Panorama potravinářského průmyslu 2016. *eAGRI*. [Online] 2017. <http://eagri.cz/public/web/mze/potraviny/publikace-a-dokumenty/panorama-potravinarskeho-prumyslu/panorama-potravinarskeho-prumyslu-2016.html>. 978-80-7434-387-2.

Mlékárna Hlinsko, a.s., 2018. Produkty. *tatramleko*. [Online] 2018. <https://www.tatramleko.cz/>.

—. **2018.** Profil společnosti Mlékárna Hlinsko, a.s., *tatramleko*. [Online] 2018. <https://www.tatramleko.cz/o-spolecnosti>.

Mlékárna Kunín, a.s., 2017. O nás. *Mlékárna Kunín*. [Online] 2017. [Citace: 20. Srpen 2018.] <https://www.mlekarna-kunin.cz/index.html>.

Mlékárna Pragolaktos, a.s., 2013. O nás. *Pragolaktos*. [Online] 2013. [Citace: 20. Srpen 2018.] <http://pragolaktos.cz/>.

OLMA, a.s., 2018. O nás. *OLMA*. [Online] ZD NVCK, 2018. [Citace: 20. Srpen 2018.] <https://www.olma.cz/cs>.

10.4 Výroční zprávy

Veřejný rejstřík a Sbírka listin. *Justice* [Elektronická databáze]. Praha: Ministerstvo spravedlnosti České republiky, 2012 [cit. 2018-12-18]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik>

Výroční zprávy mezi lety 2008 – 2016 společností

Mlékárna Hlinsko, a.s.

Mlékárna Pragolaktos, a.s.

Madeta, a.s.

Mlékárna Kunín, a.s.

OLMA, a.s.

11 Příloha

Příloha č. 1 Použité vzorce v rámci finanční analýzy

Ukazatel	Výpočet
Rentabilita celkových aktiv (ROA)	EBIT / Aktiva celkem
Rentabilita vlastního kapitálu po dani (ROE)	EBIT / Vlastní kapitál
Rentabilita tržeb (ROS)	EBIT / Tržby celkem
Obrat celkových aktiv	Tržby celkem / Aktiva celkem
Finanční páka	Aktiva celkem / Vlastní kapitál
Běžná likvidita	Oběžná aktiva / Krátkodobé závazky
Pohotová likvidita	(Krátkodobé pohledávky + Krátkodobý finanční majetek) / Krátkodobé závazky
Peněžní likvidita	Krátkodobý finanční majetek / Krátkodobé závazky
Doba obratu aktiv	Aktiva celkem / (Tržby celkem / 365)
Doba obratu zásob	Zásoby / (Tržby celkem / 365)
Doba inkasa krátkodobých pohledávek	Krátkodobé pohledávky / (Tržby celkem / 365)
Doba splatnosti krátkodobých závazků	Krátkodobé závazky / (Tržby celkem / 365)
Obchodní deficit / přebytek	Doba inkasa kr. pohledávek-Doba inkasa kr. závazků
Věřitelské riziko	Cizí zdroje / Aktiva celkem
Úrokové krytí	Provozní výsledek hospodaření / Nákladové úroky
Produktivita práce	Přidaná hodnota / počet zaměstnanců
náklady cizího kapitálu (n_{ck})	nákladové úroky / suma bankovních dluhů * (1-daň)
průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)	náklady vlastního kapitálu x (vlastní kapitál / celkový kapitál) + náklady cizího kapitálu x (cizí kapitál / celkový kapitál)

Příloha č. 2 Rozvaha společnosti Mlékárna Hlinsko, a.s., v plném rozsahu v letech 2012–2016

tis. Kč	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
AKTIVA CELKEM	762 960	874 236	997 988	943 037	980 659
Dlouhodobý majetek	302 087	355 042	386 007	392 576	384 528
Dlouhodobý nehmotný majetek	2 342	1 579	3 759	4 441	5 799
Software	1 159	80	424	1 586	2 439
Ostatní ocenitelná práva		183	279	237	2 268
Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	1 183		258	1 092	1 092
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek		1 316	2 798	1 526	
Dlouhodobý hmotný majetek	299 745	353 463	382 248	388 135	378 729
Pozemky	1 354	1 394	2 070	2 097	2 097

tis. Kč	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Stavby	166 528	138 744	167 126	168 688	164 186
Hmotné movité věci a jejich soubory	131 426	108 867	200 303	185 346	202 397
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	265	265	265	265	265
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	172	79 464	5 032	31 729	1 982
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek		24 729	7 452	10	7 802
Dlouhodobý finanční majetek					
Oběžná aktiva	453 256	508 085	602 517	543 503	591 489
Zásoby	143 433	160 835	221 449	195 745	190 134
Materiál	71 257	66 239	69 508	85 830	92 173
Nedokončená výroba a polotovary	1 729	1 932	3 396	2 612	3 014
Výrobky	69 747	90 432	142 653	103 082	89 415
Zboží	700	2 232	5 892	4 221	5 532
Pohledávky	289 852	319 462	355 913	330 685	368 609
Dlouhodobé pohledávky	3		144	83	1 039
Krátkodobé pohledávky	289 849	319 462	355 769	330 602	367 570
Pohledávky z obchodních vztahů	261 657	289 004	312 185	283 097	344 988
Pohledávky-ovládaná nebo ovládající osoba					10 000
Stát-daňové pohledávky	19 067	22 356	38 675	42 316	6 337
Krátkodobé poskytnuté zálohy	4 662	4 228	116	230	192
Dohadné účty aktivní	4 278	3 873	4 786	4 958	5 908
Jiné pohledávky	185	1	7	1	145
Krátkodobý finanční majetek	19 971	27 788	25 155	17 073	32 746
Peněžní prostředky v pokladně	263	264	292	236	287
Peněžní prostředky na účtech	19 708	27 524	24 863	16 837	32 459
Časové rozlišení aktiv	7 617	11 109	9 464	6 958	4 642
Náklady příštích období	7 385	11 060	9 433	6 877	3 593
Příjmy příštích období	232	49	31	81	1 049
tis. Kč	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
PASIVA CELKEM	762 960	874 236	997 988	943 037	980 659
Vlastní kapitál	331 240	450 976	510 098	537 851	606 870
Základní kapitál	20 152	20 152	20 152	20 152	20 152
Fondy ze zisku	172 298	172 298	172 328	172 313	168 268
Ostatní rezervní fondy	4 000	4 000	4 030	4 030	
Statutární a ostatní fondy	168 298	168 298	168 298	168 283	168 268
Výsledek hospodaření minulých let	161 245	138 790	258 496	317 616	349 417
Výsledek hospodaření běžného účetního období +/-	- 22 455	119 736	59 122	27 770	69 033
Cizí zdroje	427 159	418 139	486 022	404 805	372 216
Rezervy	11 210	47 644	31 805	8 174	20 229

tis. Kč	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Rezerva na daň z příjmů		32 900	11 589	1	6 014
Ostatní rezervy	11 210	14 744	20 216	8 173	14 215
Dlouhodobé závazky	30 726	58 064	10 208	8 899	13 472
Bankovní úvěry dlouhodobé	24 541	55 245	5 464		
Jiné závazky			148	85	39
Odložený daňový závazek	6 185	2 819	4 596	8 814	13 433
Krátkodobé závazky	385 223	312 428	444 009	387 732	338 515
Závazky k úvěrovým institucím	131 507	33 221	137 733	117 686	72 358
Závazky z obchodních vztahů	227 291	246 565	252 720	220 501	224 927
Závazky k zaměstnancům	4 587	5 555	6 391	6 994	7 091
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	2 376	2 626	3 087	3 375	3 571
Stát-daňové závazky a dotace	1 680	622	890	2 045	2 165
Krátkodobé přijaté zálohy	2 586	1 342	88	574	238
Dohadné účty pasivní	15 196	22 497	43 100	36 557	28 165
Časové rozlišení pasiv	4 561	5 121	1 868	381	1 573
Výdaje příštích období	4 561	5 121	1 868	381	1 573

Příloha č. 3 Výkaz zisků a ztrát společnosti Mlékárna Hlinsko, a.s., v plném rozsahu v letech 2012-2016

tis. Kč	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Tržby za prodej zboží	3 404	13 084	15 247	18 757	19 379
Náklady vynaložené na prodané zboží	3 289	11 446	13 767	15 016	15 661
Obchodní marže	115	1 638	1 480	3 741	3 718
Výkony	2 187 354	2 622 395	3 004 529	2 667 540	2 566 900
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	2 192 356	2 597 852	2 931 991	2 718 847	2 578 155
Změna stavu zásob vlastní činnosti	- 8 115	22 535	68 865	- 52 435	- 12 578
Aktivace	3 113	2 008	3 673	1 128	1 323
Výkonová spotřeba	2 065 859	2 312 886	2 774 105	2 507 852	2 331 720
Spotřeba materiálu a energie	1 849 746	2 083 653	2 503 791	2 258 669	2 087 279
Služby	216 113	229 233	270 314	249 183	244 441
Přidaná hodnota	121 610	311 147	231 904	163 429	238 898
Osobní náklady	104 459	106 284	114 081	128 736	133 946
Mzdové náklady	76 798	76 242	76 743	92 555	95 881
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	81	126	4 366		
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	23 959	24 160	26 007	28 876	30 624
Sociální náklady	3 621	5 756	6 965	7 305	7 441

tis. Kč	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Daně a poplatky	387	297	585	300	313
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	36 511	34 714	25 713	10 341	32 681
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	117 230	61 353	7 427	15 368	7 312
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	5		297		1 144
Tržby z prodeje materiálu	117 225	61 353	7 130	15 368	6 168
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	116 516	60 859	7 590	14 462	6 850
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku			107		336
Prodaný materiál	116 516	60 859	7 483	14 462	6 514
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	4 521	27 224	20 628	- 12 043	6 042
Ostatní provozní výnosy	15 310	12 531	15 047	14 778	30 728
Ostatní provozní náklady	12 187	13 119	13 629	15 048	10 956
Provozní výsledek hospodaření	- 20 431	142 534	72 152	36 731	86 150
Výnosové úroky	23	9	37	16	11
Nákladové úroky	3 631	1 001	851	1 447	738
Ostatní finanční výnosy	21 308	28 802	14 656	13 455	5 530
Ostatní finanční náklady	25 093	21 074	13 769	15 330	4 716
Finanční výsledek hospodaření	- 7 393	6 736	69	- 3 306	87
Daň z příjmů za běžnou činnost	- 5 369	29 534	13 099	5 655	17 204
-splatná	47	32 900	11 322	1 437	12 585
-odložená	- 5 416	- 3 366	1 777	4 218	4 619
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	- 22 455	119 736	59 122	27 770	69 033
Mimořádné náklady					
Mimořádný výsledek hospodaření					
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	- 22 455	119 736	59 122	27 770	69 033
Výsledek hospodaření před zdaněním	- 27 824	149 270	72 221	33 425	86 237

Příloha č.4 Vypočítaný výkaz Cash flow společnosti Mlékárna

Hlinsko, a.s., v letech 2013–2016

Tis. Kč	2 013	2 014	2 015	2 016
Stav peněžních prostředků na počátku období	19 971	27 788	25 155	17 073
PENĚŽNÍ TOK Z BĚŽNÉ A MIMOŘÁDNÉ ČINNOSTI				
Účetní výsledek hospodaření	149 270	72 221	33 425	86 237
Úpravy o nepeněžní operace	39 240	31 809	- 271	38 642
Odpisy stálých aktiv	34 714	25 713	10 341	32 681
Změna stavu rezerv a opravných položek	3 534	5 472	-12 043	6 042

Tis. Kč	2 013	2 014	2 015	2 016
Zisk (ztráta) z prodeje aktiv	0	-190	0	-808
Vyúčtované nákladové úroky (+) a vyúčtované výnosové úroky (-)	992	814	1 431	727
Úpravy oběžných aktiv	- 24 453	- 71 463	15 660	- 21 738
Změna stavu pohledávek a aktivních účtů čas. rozlišení	-33 105	-34 662	27 673	-24 652
Změna stavu krátk. závazků a pasivních účtů čas. rozlišení	26 054	23 813	-37 717	-2 697
Změna stavu zásob	-17 402	-60 614	25 704	5 611
Vyplacené úroky s výjimkou úroků zahrnovaných do ocenění dlouhodobého majetku	- 1 001	- 851	- 1 447	- 738
Zaplacená daň za běžnou činnost	3 366	- 34 410	- 17 243	- 11 191
Peněžní tok z provozní činnosti celkem	166 422	- 2 694	30 124	91 212
INVESTIČNÍ ČINNOST				
Nabytí dlouhodobého majetku	- 87 666	- 56 929	- 16 849	- 25 925
Nabytí DHM a DNM	-87 669	-56 785	-16 910	-24 969
Změna stavu dlouhodobých pohledávek	3	-144	61	-956
Změna dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0
Výnosy z prodeje DHM a DNM		297		1 144
Poskytnuté půjčky				- 10 000
Přijaté úroky	9	37	16	11
Peněžní tok z investiční činnosti celkem	- 87 657	- 56 595	- 16 833	- 34 770
FINANČNÍ ČINNOST				
Změna stavu dlouhodobých závazků a úvěrů	- 70 948	56 656	- 21 356	- 40 755
Změna dlouhodobých úvěrů	27 338	-47 856	-1 309	4 573
Změna stavu krátkodobých bankovních úvěrů	-98 286	104 512	-20 047	-45 328
Zvýšení a snížení vlastního kapitálu z vybr. operací			- 17	- 14
Upsání cenných papírů a účastí (zvýš. zákl. kap.)	0	0	-17	-14
Výplata dividend a podílů ze zisku	0	0	0	0
Peněžní tok z finanční činnosti celkem	- 70 948	56 656	- 21 373	- 40 769
PENĚŽNÍ TOK CELKEM	7 817	- 2 633	- 8 082	15 673
Stav peněžních prostředků na konci období	27 788	25 155	17 073	32 746