

DIPLOMOVÁ PRÁCE

Stanovení hodnoty firmy Měšťanský pivovar v Poličce, a.s.

Assesment of Company Value of Měšťanský pivovar v Poličce, a.s.

STUDIJNÍ PROGRAM

Řízení rozvojových projektů

STUDIJNÍ OBOR

Projektové řízení inovací v podniku

VEDOUcí PRÁCE

Ing. Dagmar Čámská, Ph.D.

TENKRÁT

DANIEL

2018

I. OSOBNÍ A STUDIJNÍ ÚDAJE

Příjmení:	Tenkrát	Jméno:	Daniel	Osobní číslo:	424298
Fakulta/ústav:	Masarykův ústav vyšších studií (MÚVS)				
Zadávající katedra/ústav:	Oddělení ekonomických studií				
Studijní program:	Řízení rozvojových projektů				
Studijní obor:	Projektové řízení inovací v podniku				

II. ÚDAJE K DIPLOMOVÉ PRÁCI

Název diplomové práce:
Stanovení hodnoty firmy Měšťanský pivovar v Poličce, a.s.

Název diplomové práce anglicky:
Assessment of Company Value of Měšťanský pivovar v Poličce, a.s

Pokyny pro vypracování:

Cíl práce: Stanovení hodnoty společnosti Měšťanský pivovar v Poličce, a.s.
Přínos práce: Pro budoucí využití managementem společnosti.
Osnova: 1) Úvod
2) Teoretická část - vymezení základních pojmů, metod a postupů při stanovení hodnoty firmy a oceňování
3) Praktická část - charakteristika firmy, strategická analýza, finanční analýza, finanční plán, stanovení hodnoty firmy
4) Závěr a výrok o hodnotě

Seznam doporučené literatury:

MAŘÍK, Miloš a kol. Oceňování podniku. 3. vydání. Praha : Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.
KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2. vydání. Praha : C. H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1.
KISLINGEROVÁ, Eva. Manažerské finance. 3. vydání. Praha : C. H. Beck, 2010. ISBN 978-80-7400-194-9.
KNÁPKOVÁ, Adriana a kol. Finanční analýza. 2. vydání. Praha : Grada, 2013. ISBN 978-80-247-4456-8.

Jméno a pracoviště vedoucí(ho) diplomové práce:
Ing. Dagmar Čámská, Ph.D., ČVUT v Praze, MÚVS, Oddělení ekonomických studií


Jméno a pracoviště konzultanta(ky) diplomové práce:

Datum zadání diplomové práce: 6. 12. 2017 Termín odevzdání diplomové práce: 24. 8. 2018
Platnost zadání diplomové práce: 30. 9. 2019

 Podpis vedoucí(ho) práce
 Podpis vedoucí(ho) ústavu/katedry
 Podpis děkana(ky)

III. PŘEVZETÍ ZADÁNÍ

23. 4. 2018
Datum převzetí zadání


Podpis studenta(ky)

TENKRÁT, Daniel. *Stanovení hodnoty firmy Měšťanský pivovar v Poličce, a.s.* Praha: ČVUT 2018. Diplomová práce. České vysoké učení technické v Praze, Masarykův ústav vyšších studií.



**MASARYKŮV ÚSTAV
VYŠŠÍCH STUDIÍ
ČVUT V PRAZE**

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem svou diplomovou práci vypracoval samostatně. Dále prohlašuji, že jsem všechny použité zdroje správně a úplně citoval a uvádím je v příloženém seznamu použité literatury.

Nemám závažný důvod proti zpřístupňování této závěrečné práce v souladu se zákonem č. 121/2000 Sb., o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) v platném znění.

V Praze dne: 30. 4. 2018

Podpis:

Poděkování

Na tomto místě bych rád poděkoval paní Ing. Dagmar Čámské, Ph.D. za odbornou pomoc, cenné rady, připomínky a v neposlední řadě za vstřícný přístup při psaní této práce.

Abstrakt

Cílem této diplomové práce je stanovení hodnoty podniku Měšťanský pivovar v Poličce, a.s. Ocenění je provedeno k 1. lednu 2018 a hodnota podniku v budoucnu poslouží zejména pro strategické rozhodování managementem společnosti. Diplomová práce je rozdělena do teoretické a praktické části. Teoretická část obsahuje základní postupy a metody při stanovení hodnoty podniku, které jsou využity v praktické části. Praktická část obsahuje základní informace o podniku, strategickou analýzu, finanční analýzu a finanční plán. Závěry strategické a finanční analýzy potvrdily going concern princip, a z tohoto důvodu je stanovení hodnoty podniku provedeno pomocí výnosové metody DCF entity. Pro doplnění výnosové metody je hodnota podniku stanovena také metodou tržních multiplikátorů a účetní hodnoty.

Klíčová slova

Hodnota podniku, oceňování, finanční analýza, strategická analýza, finanční plán, metoda DCF entity

Abstract

The aim of this diploma thesis is to determine the value of the company Měšťanský pivovar v Poličce, a.s. The value analysis is made as of the date of January 1st 2018 and will serve in the future for strategic decision-making by the management of that said company. The thesis is divided into the theoretical and the practical part. The theoretical part contains basic concepts and methods of value determination of the company, that are later used in the practical part. The practical part contains basic information about the enterprise, strategic analysis, financial analysis and financial plan. Conclusions of the strategic and financial analysis have confirmed the going concern principle, and thus the value of the company is determined by using the yield method DCF entity. In addition to the yield method, the value of the company is also determined by the method of market multipliers and book value.

Key words

Company value, valuation, financial analysis, strategic analysis, financial plan, DCF entity method

Obsah

Úvod.....	5
1 Základní pojmy při stanovení hodnoty podniku.....	7
1.1 Definice podniku.....	7
1.2 Hodnota podniku.....	7
1.3 Kategorie hodnoty	8
1.3.1 Tržní hodnota	8
1.3.2 Subjektivní hodnota	8
1.3.3 Objektivizovaná hodnota	9
1.3.4 Přístup Kolínské školy k hodnotě.....	9
1.4 Důvody stanovení hodnoty podniku	10
2 Postup při oceňování podniku.....	11
2.1 Strategická analýza	12
2.1.1 Analýza makroprostředí.....	12
2.1.2 Analýza mikroprostředí.....	14
2.2 Finanční analýza	15
2.2.1 Analýza absolutních ukazatelů	16
2.2.2 Bilanční pravidla.....	16
2.2.3 Analýza poměrových ukazatelů.....	17
2.2.4 Analýza pracovního kapitálu.....	20
2.3 Generátory hodnoty	21
2.3.1 Tržby	21
2.3.2 Provozní zisková marže.....	21
2.3.3 Pracovní kapitál	21
2.3.4 Investice do dlouhodobého majetku	21
2.3.5 Stanovení diskontní míry.....	22
2.4 Finanční plán.....	23
3 Metody oceňování podniku	25
3.1 Výnosové metody	25
3.1.1 Metoda diskontovaného čistého peněžního toku (DCF)	26
3.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů.....	28

3.1.3	Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)	29
3.1.4	Kombinované výnosové metody.....	30
3.2	Tržní metody	31
3.2.1	Přímé ocenění pomocí kapitálového trhu.....	31
3.2.2	Metoda tržního porovnání.....	31
3.3	Majetkové metody	32
3.3.1	Metoda účetní hodnoty.....	32
3.3.2	Metoda substanční hodnoty	32
3.3.3	Metoda likvidační hodnoty.....	33
4	Představení podniku Měšťanský pivovar v Poličce, a.s.....	35
4.1	Identifikační údaje o podniku.....	35
4.2	Základní informace o podniku.....	36
5	Strategická analýza	37
5.1	Analýza makroprostředí	37
5.1.1	Vymezení a analýza trhu.....	37
5.1.2	Analýza atraktivity trhu.....	41
5.1.3	PEST analýza	42
5.2	Analýza mikroprostředí.....	47
5.2.1	Porterův model pěti sil	47
5.3	Prognóza tržeb oceňovaného podniku	51
6	Finanční analýza.....	53
6.1	Analýza účetních výkazů	53
6.1.1	Rozvaha	53
6.1.2	Výkaz zisku a ztráty.....	61
6.2	Bilanční pravidla	64
6.3	Analýza poměrových ukazatelů.....	66
6.3.1	Ukazatele rentability	66
6.3.2	Ukazatele likvidity	67
6.3.3	Ukazatele aktivity	68
6.3.4	Ukazatele zadluženosti.....	69
6.4	Analýza pracovního kapitálu.....	69
6.5	Závěr finanční analýzy	71

7	Generátory hodnoty a finanční plán	72
7.1	Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná	72
7.2	Provozně nutný investovaný kapitál	73
7.3	Korigovaný provozní výsledek hospodaření	74
7.4	Generátory hodnoty	75
7.4.1	Prognóza tržeb	75
7.4.2	Provozní zisková marže	76
7.4.3	Investice do pracovního kapitálu	79
7.4.4	Investice do dlouhodobého majetku	82
7.5	Finanční plán	85
7.5.1	Plánovaný výkaz zisku a ztráty	85
7.5.2	Plánovaná rozvaha	86
7.5.3	Finanční analýza plánu	88
8	Ocenění Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s.	90
8.1	Ocenění podniku metodou DCF entity	90
8.1.1	Stanovení volného peněžního toku FCFF	90
8.1.2	Stanovení diskontní míry	91
8.1.3	Výpočet hodnoty – první fáze	92
8.1.4	Výpočet hodnoty – druhá fáze	93
8.1.5	Výsledná hodnota podniku podle metody DCF	94
8.2	Ocenění podniku metodou odvětvových multiplikátorů	94
8.3	Ocenění podniku účetní hodnotou	95
8.4	Celkové zhodnocení použitých metod	95
	Závěr	97
	Seznam použité literatury	99
	Internetové zdroje	100
	Seznam obrázků	104
	Seznam grafů	104
	Seznam tabulek	105
	Seznam příloh	107

Úvod

Nezbytnost stanovení tržní hodnoty podniku se v České republice projevila na počátku 90. let 20. století, kdy ekonomika procházela transformací, a to především ve spojení s privatizací státních podniků. Znalost tržní hodnoty podniku se stala důležitá pro investory, vlastníky a věřitele, a pouhé stanovení účetní hodnoty podniku začalo být nedostačující. V současnosti je problematika oceňování podniku podstatná především v souvislosti s vývojem ekonomiky a konkurenčního prostředí, kdy nastává především proces koncentrace kapitálu, a to formou fúzí či akvizic celých podniků či jejich částí.

Cílem této diplomové práce je stanovení hodnoty podniku Měšťanský pivovar v Poličce, a.s., k datu ocenění 1. 1. 2018. Tržní hodnota podniku v budoucnu poslouží zejména pro strategické rozhodování managementem společnosti.

Důvodem výběru tohoto odvětví je pozitivní vnímání výroby piva v České republice jako součást kultury a autorova vřelého vztahu k pivovarnictví. V posledních letech došlo v pivovarnictví k vysoké koncentraci jednotlivých pivovarů do nadnárodních celků. Z tohoto důvodu považuje autor za zajímavé zhodnocení finanční stability, budoucí prosperity a nalezení adekvátní tržní ceny pivovaru, který je malý a nezávislý. Měšťanský pivovar v Poličce, a.s., sídlí v Pardubickém kraji a jeho historie sahá až k počátku 16. století. Pivovar klade důraz na tradiční výrobu piva a působí pouze na tuzemském trhu.

V celém rámci této diplomové práce bude vycházeno z veřejně dostupných dat. Jedná se zejména o účetní výkazy a výroční zprávy Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., z let 2012-2016, a dále bude čerpáno z informací předkládaných Ministerstvem financí České republiky, Ministerstvem průmyslu a obchodu, Českou národní bankou, Českým statistickým úřadem a Českým svazem pivovarů a sladoven.

Diplomová práce bude rozdělena do dvou částí, a to části teoretické a praktické. Teoretická část nabídne základní teoretické principy a metody při oceňování a praktická část bude obsahovat aplikaci těchto principů a metod a závěrečný výrok o hodnotě.

TEORETICKÁ ČÁST

1 Základní pojmy při stanovení hodnoty podniku

Nejprve je nutné vymezit základní pojmy využívané při oceňování podniku. Tato kapitola vysvětluje elementární pojmy z této problematiky, jako je podnik, hodnota podniku, kategorie podniku a popisuje důvody stanovení hodnoty podniku.

1.1 Definice podniku

První základní pojem, který je nutné definovat, je podnik. Slovo podnik bylo formulováno do roku 2013 v obchodním zákoníku: „*Podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.*“ (Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 5 odst. 1)

Tato definice pojmu podnik byla nahrazena novým občanským zákoníkem (NOZ) účinným od roku 2014, avšak nadále již není využíváno pojmu podnik ale obchodní závod. V NOZ je obchodní závod definován jako „*...organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.*“ (Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, § 502)

Takto lze podnik nebo obchodní závod definovat z legislativního hlediska. Kislingerová (2001, s. 10) se na vymezení pojmu podnik dívá jako na funkční celek, pomocí kterého lze získat užitek a přináší výnos v současné i budoucí době. Podobným způsobem na tuto problematiku pohlíží také Mařík (2003, s. 14), který rovněž zmiňuje funkční celek a zdůrazňuje důležitost schopnosti podniku dosahovat zisku. Z toho důvodu lze doporučit výnosové metody při stanovení hodnoty podniku.

1.2 Hodnota podniku

Nejdříve je nutné vymezit hodnotu z ekonomického hlediska. Tato hodnota v sobě odráží dvě hlediska, a to užitnou hodnotu a směnnou hodnotu. Užitná hodnota je subjektivní a odráží se v ní preference daného majitele. Pro každého majitele může statek nabývat zcela jinou užitnou hodnotu. Pokud statek disponuje užitnou hodnotou a nabývá omezené kvantity, lze mu přiřadit směnnou hodnotu. Směnná hodnota stanovuje tržní cenu statku. Nelze však mluvit jen o současné užitné hodnotě, ale také o budoucím užítku z držby statku (v tomto případě podniku). Z čehož vyplývá, že hodnota podniku „*je tedy dána očekávanými budoucími příjmy (bud' na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu.*“ (Mařík, 2003, s. 17)

Podobným způsobem se na vymezení pojmu hodnota podniku dívá Synek (2011, s. 66). Zdůrazňuje, že hodnota podniku není jen sumou aktiv, ale je určena současným a budoucím užitekem, který vlastník podniku získá. Budoucím užitekem definuje budoucí výnosy podniku, čímž předpokládá pokračování fungování podniku (going concern princip). Hodnota podniku by měla být určena jako Fair Market Value a je subjektivní, čili lze předpokládat stanovenou hodnotu podniku jako jinou než účetní hodnotu.

Hlavním záměrem oceňování podniku je stanovení hodnoty podniku. Na hodnotu podniku je pohlíženo jako na zboží, které lze koupit nebo prodat. Důležitým faktem je, že neexistuje žádná zcela objektivní, jedinečná a správná hodnota podniku. Lze konstatovat, že tato výsledná hodnota je ovlivňována mnoha okolnostmi, jako je dle Kislingové (2001, s. 6) například důvod samotného oceňování, kvality a schopnosti odhadce nebo znalce, správnost a kvantita využívaných informací nebo časový horizont procesu ocenění.

1.3 Kategorie hodnoty

Pokračováním předchozí podkapitoly je rozdělení hodnoty do jednotlivých kategorií a jejich definování. Jedná se o čtyři kategorie, konkrétně o tržní hodnotu, subjektivní hodnotu, objektivizovanou hodnotu a přístup Kolínské školy.

1.3.1 Tržní hodnota

Definice tržní hodnoty je určena v mezinárodních oceňovacích standardech (International Valuation Standards, 2000) jako: „*Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku*“.

Tato kategorie hodnoty vychází z názoru, že existuje trh s podniky s více nakupujícími a více prodávajícími. Tržní hodnotou je rozuměna taková částka, za kterou by měl být daný podnik prodán a koupen mezi nezávislými partnery. Další podmínkou pro oba zúčastněné partnery ve směně je dostatek informací a nesmí také jednat pod tlakem.

Existuje více definic tržní hodnoty a její spravedlivosti. Všechny jsou stejné v důrazu na oboustrannou informovanost a dobrovolnost prodávajícího a kupujícího. Dále se shodují v pohledu na budoucí peněžní toky podniku, které utvářejí tržní hodnotu.

1.3.2 Subjektivní hodnota

Mnoho odborníků na oceňování se shoduje, že je nutné se na hodnotu podniku dívat jako na unikátní jev. Hodnota podniku podle nich není dána cenou na trhu, ale je výrazně ovlivněna postoji obou zúčastněných stran a jejich prioritami a také budoucími

užitky, které plynou z držení podniku kupujícím i prodávajícím. Proto je tento pohled z perspektivy z určité pozice subjektu označován jako subjektivní (investiční) hodnota.

V subjektivní (investiční) hodnotě jsou budoucí peněžní toky stanoveny z pohledu vedoucích pracovníků podniku, který je oceňován. V některých případech jsou upraveny na nižší hodnotu, ale vždy jde o představu manažerů podniku případně investora. Stanovení diskontní míry probíhá v porovnání s jinými investičními příležitostmi, které přicházejí v úvahu, z pozice subjektu, který ocenění vytváří.

Definice subjektivní hodnoty je podobně jako tržní hodnoty určena v mezinárodních oceňovacích standardech (International Valuation Standards, 2000) citováno dle příkladu Maříka (2003, s. 21): „*Investiční hodnota (Investment Value or Worth) je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem, skupinou investorů nebo jednotou s určitými investičními cíli a/nebo kritérii. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.*“

1.3.3 Objektivizovaná hodnota

Objektivní hodnota je považována za neexistující a nelze spojovat objektivitu s vlastnostmi podniku. Z tohoto důvodu byl zaveden pojem objektivizovaná hodnota, která by měla co nejvíce odrážet reálné a využívané informace a jsou na ni kladeny určité povinnosti. Tyto povinnosti by měly docílit nejvíce reprodukovatelnou hodnotu.

Objektivizovaná hodnota je stanovena v určitém okamžiku ocenění a nejsou očekávány změny v dosavadním konceptu. Je také předpokladem, že pokud by zpracovával ocenění jiný posuzovatel, dobral by se ke stejným výsledkům nebo jen s minimálními odchylkami. Oceňovatel očekává setrvání současného managementu a zohledňuje i daňovou problematiku.

Proces stanovení objektivizované hodnoty lze popsat pomocí tří vrstev, jak je definuje Mařík (2003, s. 21-22). V první vrstvě oceňovatel posuzuje jen známé skutečnosti ke stanovenému datu ocenění. Ve druhé vrstvě bere v úvahu informace, které jsou uznávané, ale jejich vliv nemusí být jasný. Ve třetí vrstvě již využívá i subjektivních faktorů, jak je tomu u subjektivní hodnoty.

1.3.4 Přístup Kolínské školy k hodnotě

Na oboustranném subjektivním vztahu (prodávajícího i kupujícího) funguje přístup Kolínské školy k hodnotě. Tento komplexní přístup vychází z funkcí, které jsou pro uživatele ocenění. Kolínská škola formuluje celkem pět funkcí. Jedná se o funkci poradenskou, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňovou.

Přístup Kolínské školy k hodnotě je označován jako velmi praktický v rozlišení jednotlivých funkcí. Pokud je snaha nalézt hodnotu podniku, je nutné zohlednit ideje a možnosti subjektu, když jsou brány v potaz budoucí výše výnosů.

1.4 Důvody stanovení hodnoty podniku

Samotný proces oceňování je vždy vytvářen pro objednavatele, jelikož z něj získává užitek. Zákazník má o ocenění jistou představu a požaduje ho z různých důvodů, proto se užitek liší. Tyto důvody lze rozlišit, zdali dochází v podniku k vlastnickým změnám či nikoliv (Mařík 2003, s. 27).

Nejčastější důvody, kdy vyžaduje zákazník ocenění a stanovení hodnoty podniku, jsou dle Kislíngrové (2001, s. 11) tyto:

- směna celého podniku či jeho části,
- změna základního kapitálu podniku z důvodu vstupu či výstupu společníka nebo akcionáře, likvidace podniku, konkurzního nebo dědického řízení,
- fúze a akvizice podniků,
- změna právní formy podniku,
- přestavba podniku,
- sanace a likvidace podniku,
- doklad pro finanční instituce z důvodu žádosti o úvěr,
- zhodnocení práce vedoucích pracovníků při plnění podnikových cílů,
- zhodnocení tržní hodnoty pro majitele podniku,
- sjednání pojistných služeb podniku,
- převod podniku do osobního vlastnictví či naopak vyvlastnění,
- pro daňové výpočty.

Každé ocenění podniku by dle Maříka (2003, s. 27) mělo obsahovat, z jakého důvodu je vypracováno, dále s jakou kategorií hodnoty podniku se nakládá (kategorie hodnoty byly popsány v předchozí kapitole této práce) a o jakou hladinu hodnoty podniku se jedná. Hladiny hodnoty podniku jsou rozdělovány jako brutto a netto. Hodnota brutto je označována jako ocenění celého podniku. Tato hodnota obsahuje hodnotu pro vlastníky a věřitele. Netto hodnota je určena pro vlastníky podniku a oceňuje vlastní kapitál.

2 Postup při oceňování podniku

Dle Maříka (2003, s. 27) je prvním krokem oceňování rozhodnutí o důvodu stanovení hodnoty podniku a také jaký typ hodnoty bude závěrem po procesu ocenění. Lze také generalizovat postup při oceňování podniku s použitím jakékoliv metody. Postup Mařík (2003, s. 28) identifikuje v prvním bodě zpracováním strategické analýzy s následným vypracováním finanční analýzy. Důležitým krokem je zhodnocení dlouhodobé životnosti oceňovaného podniku a jeho schopnost tvořit hodnotu. Po dokončení a vypracování těchto analýz je přistoupeno k volbě vhodné metody s využitím zmíněných analýz.

Kislingerová (2001, s. 25) dochází k podobným závěrům jako Mařík a zdůrazňuje nutnost vymezení důvodu stanovení hodnoty podniku a také cíle práce. Dále poznatky rozšiřuje o určení termínu dokončení oceňovacího procesu.

Celý postup při oceňování podniku Kislingerová (2001, s. 25-26) vymezuje do 9 kroků:

- 1) stanovení zadání práce,
- 2) ustanovení pracovního týmu a přiřazení pracovníků k úkolům,
- 3) určení termínového ohraničení a harmonogramu práce,
- 4) sběr externích a interních informací pro vypracování analýz,
- 5) zpracování nasbíraných dat (strategická a finanční analýza),
- 6) zvolení vhodné metody ocenění,
- 7) zpracování metody ocenění,
- 8) analýza výsledků metody ocenění,
- 9) výrok o hodnotě podniku.

Tento postup nemusí být dodržen u každého oceňování podniku. Některé kroky mohou být zjednodušeny nebo zcela vynechány. Jelikož oceňovatel nemusí mít k dispozici dostatek relevantních dat a také nemusí disponovat dostatečným časovým obdobím. Celý postup je využit při výnosových metodách, ale u majetkových metod je možné vynechat zpracování finanční analýzy a finančního plánu, anebo u tržních metod nemusí být vypracován finanční plán (Vochozka a Mulač 2012, s. 126).

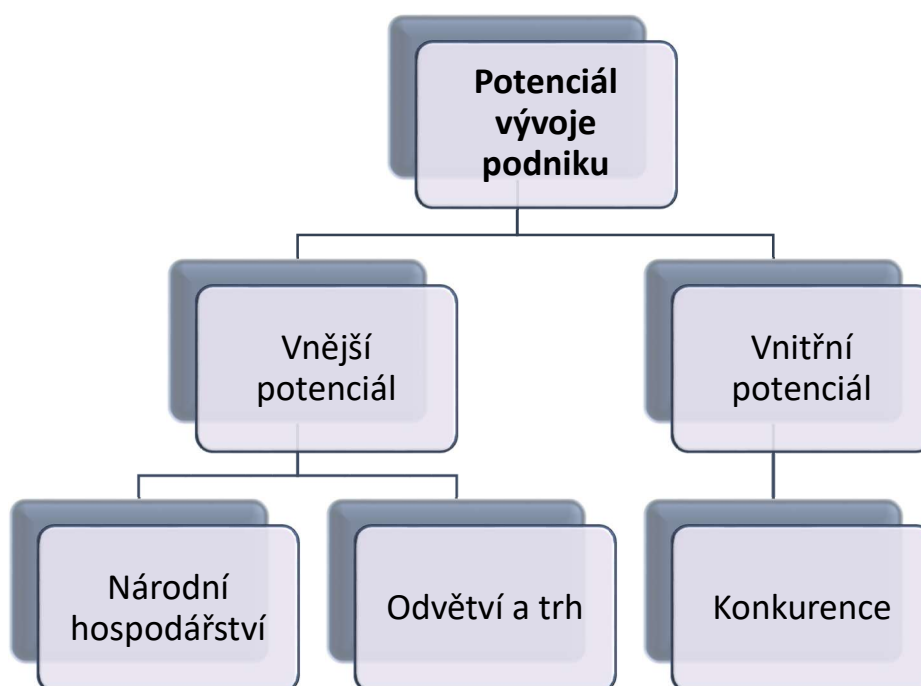
V následujících podkapitolách je uveden teoretický základ zpracování strategické analýzy, finanční analýzy a finančního plánu pomocí generátorů hodnot.

2.1 Strategická analýza

Sedláčková a Buchta (2006, s. 8-10) popisují strategickou analýzu jako nástroj, pomocí kterého lze identifikovat vnější a vnitřní faktory ovlivňující podnik. Využitím nástrojů strategické analýzy lze nalézt spojitosti mezi okolím podniku (makrookolí i mikrookolí), tržním odvětvím, konkurenceschopností a potenciálem společnosti. Důležitým cílem je snaha rozpoznat trendy mezi těmito faktory a analyzovat a předvídat budoucí vývoj. Vzhledem k povaze cíle lze vymezit dvě oblasti faktorů – vnější a vnitřní faktory.

Mařík (2003, s. 48) komentuje strategickou analýzu podobným způsobem a dává největší důraz na výnosový potenciál podniku, který považuje za nejdůležitější funkci strategické analýzy při oceňování podniku. Vnější potenciál podniku obsahuje šance a rizika, které existují v tržním prostředí oceňovaného podniku. Vnitřní potenciál definuje jako využití šancí a zabraňování rizikům, které vzniknou z vnějšího potenciálu.

Obrázek 1 Analýza vývoje potenciálu podniku



Zdroj: vlastní zpracování dle Maříka (2003, s. 48)

V následujících podkapitolách je blíže popsána PEST analýza jako zástupce analýzy makroprostředí a Porterův model pěti sil představující nástroj analýzy mikroprostředí.

2.1.1 Analýza makroprostředí

V makroprostředí je zkoumána pozice podniku v politickém, ekonomickém, sociálním a technologickém rámci. Existuje mnoho vlivů z těchto rámců, které dokáží výrazně ovlivňovat stabilitu a prosperitu podniku. Pro podnik je důležité, aby na tyto vlivy včas

a správně reagoval. Makroprostředí obsahuje vlivy, které mají původ mimo podnik a nelze je ovlivnit, jak zdůrazňují Sedláčková a Buchta (2006, s. 16), je důležitá náležitá reakce a také důkladná příprava na možné scénáře vývoje.

V minulém odstavci zmíněné faktory v makroprostředí analyzuje PEST analýza.

PEST analýza

PEST analýza je rozdělována do 4 skupin faktorů. Jedná se o politické a legislativní faktory, ekonomické faktory, sociální a kulturní faktory a technologické faktory. Tyto skupiny působí rozlišně na různá odvětví nebo podniky. V následujících odstavcích jsou charakterizovány jednotlivé skupiny faktorů.

Politické a legislativní faktory ztělesňují pro podniky jak ohrožení, tak příležitosti. Faktory, které do této skupiny patří, jsou např. daňové zákony, ochrana životního prostředí, stabilita a vývoj politické situace a další zákony, jako jsou např. na ochranu spotřebitele, o mezinárodním podnikání nebo antimonopolních (Sedláčková a Buchta 2006, s. 17).

Ekonomické faktory, jak napovídá jejich název, jsou charakterizovány vývojem ekonomické situace. Do této skupiny dle Sedláčkové a Buchty (2006, s. 17) patří makroekonomické veličiny např. HDP, inflace, nezaměstnanost či měnový a devizový vývoj.

Karlíček (2013, s. 62) zmiňuje celkovou důležitost kupní síly obyvatelstva, která je ovlivněna výše zmíněnými makroekonomickými faktory.

Sociální a demografické faktory jsou spojeny s postoji a životním stylem obyvatelstva. Demografický vývoj může ovlivnit strukturu obyvatelstva a přinést jiné podnikové příležitosti. Sedláčková a Buchta (2006, s. 18) zdůrazňují, že např. stárnutí populace rozvíjí trhy s produkty zaměřenými na zdraví člověka. Dalšími faktory jsou úroveň vzdělání, mobilita nebo přístup k práci.

Technologické faktory a technologické inovace mohou razantním způsobem změnit poptávku kupujícího po novém produktu. Jak uvádí Karlíček (2013, s. 70), tak v současnosti již neexistuje téměř žádná poptávka po zastaralých produktech (např. walkman, diskety, magnetofony apod.).

Podnik musí přistupovat k inovacím zodpovědným způsobem a mít dostatek informací o současném vývoji. Sedláčková a Buchta (2006, s. 18) zmiňují jako technologické faktory např. nové objevy, změny technologií nebo vládní podporu výzkumu a vývoje.

2.1.2 Analýza mikroprostředí

Kislíngerová (2001, s. 38) zmiňuje definici: „Analýza mikroekonomického prostředí tvoří neoddělitelnou součást práce při oceňování podniku. Poznání mikroprostředí je jednou ze součástí, která pomáhá objektivizovat pohled na podnik, jeho minulost a budoucnost.“

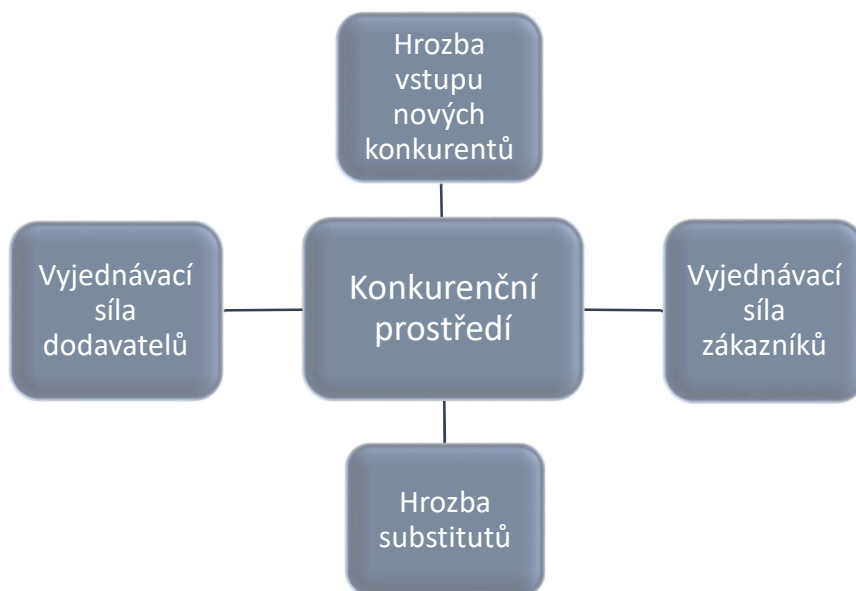
Analýza mikroprostředí obsahuje celkovou analýzu tržního odvětví a věnuje největší pozornost konkurenčnímu prostředí. Konkurenční síly mohou i jinak úspěšný podnik dostat do problémů. Dále zahrnuje změny v odvětví v rámci hospodářského cyklu. Sedláčková a Buchta (2006, s. 11) charakterizují cíl této analýzy jako zhodnocení celkové atraktivnosti odvětví a nalezení faktorů, které tuto atraktivnost určují.

Jednou z analýz, která bude využita dále v této práci, je Porterův model pěti sil.

Porterův model pěti sil

Pomocí Porterova modelu pěti sil lze rozpoznat faktory, které již zmíněnou atraktivnost trhu více či méně ovlivňují. Jedná se o stávající konkurenční prostředí, vyjednávací sílu dodavatelů, vyjednávací sílu zákazníků, vstup nových konkurentů na trh a hrozba substitutů.

Obrázek 2 Porterův model pěti sil



Zdroj: vlastní zpracování dle Keřkovského a Vykytěla (2006, s. 53)

Stávající konkurenční prostředí může být považováno za nejsilnější konkurenční sílu. Pokud na trhu existuje silná konkurence, snižuje její působení celkovou marži podniku. Využití konkurenční výhody je tudíž složité, jelikož konkurenční podniky reagují na změny cen konkurenta. Pro oceňovaný podnik je nejlepší co nejmenší síla konkurence.

Hrozba vstupu nových konkurentů má vliv na ohraničení ceny a inspiruje k investicím do složitějšího vstupu na trh pro nové konkurenty, který je má odradit. Pokud vstupuje na trh nový konkurent, má tendenci konkurovat s nízkou cenou produktu, ale zároveň s velkými investicemi na reklamní činnost. Zvyšování fixních a skladovacích nákladů nutí konkurenty k zlevňování produktu z důvodu prodání velkých zásob výrobků (Sedláčková, Buchta 2006, s. 57).

Vyjednávací síla dodavatelů může značným způsobem ovlivňovat cenu materiálu a dalších nutných vstupů do podniku. Např. pokud na trhu existuje velký dodavatel s malým počtem svých konkurentů, může jeho síla zvyšovat cenu, jak uvádí Keřkovský a Vykypěl (2006, s. 54).

Vyjednávací síla zákazníků působí na cenu, za kterou podnik svůj výrobek prodává. Např. z důvodu významnosti zákazníka, nebo možnosti zákazníka přejít jednoduchým způsobem ke konkurenci s lepší cenou nebo kvalitnějšími službami.

Hrozba substitutů se projevuje v horním limitu ceny výrobku. Pokud se cena zvýší nad limit, může zákazník preferovat substitut.

2.2 Finanční analýza

Další součástí celého procesu oceňování podniku je finanční analýza. Pomocí finanční analýzy je zhodnoceno finanční zdraví podniku. Není posuzován jen stav k datu ocenění, ale také je predikován stav v budoucnosti. Investor od podniku vyžaduje zhodnocení svých finančních prostředků, a proto je důležité správně odhadnout i budoucnost. Finanční situace podniku je základem pro zjištění současného stavu hospodaření podniku, ale také pro zhodnocení rizik, které mohou v podniku nastat v budoucnosti.

Hlavním výstupem finanční analýzy jsou podklady pro správné rozhodování v důležitých aspektech podniku. Toto rozhodování je úzce spjato s účetními výkazy, které obsahují informace, jenž jsou následně analyzovány v určitém časovém okamžiku.

Mařík (2003, s. 82) charakterizuje dvě funkce finanční analýzy. První je zhodnocení finančního zdraví podniku k datu ocenění. Druhou funkcí je zjištění informací z minulosti k finančnímu plánování a správnému odhadování finančních veličin v budoucnosti.

V následujících podkapitolách lze naléznout teoretický základ vybraných analýz a ukazatelů, které budou použity v praktické části práce.

2.2.1 Analýza absolutních ukazatelů

Analýza stavových (absolutních) ukazatelů je považována za základní metodu finanční analýzy. Rozlišujeme horizontální a vertikální analýzu.

Pomocí **horizontální analýzy** je sledován vývoj veličin v čase a nejčastěji ve vztahu k minulému účetnímu období. Zde je nutností využívat dostatečně dlouhých časových řad. Základní otázkou může být, o kolik (nebo o kolik %) se veličina v účetním výkazu změnila oproti minulému období.

Vertikální analýza se zabývá vnitřní strukturou ukazatelů. Vyjadřuje procentuální podíl veličiny na určité sumě. Pomocí vertikální analýzy je posuzována struktura aktiv i pasiv. Příkladem může být podíl jednotlivého majetku na aktivech (Růčková, 2015, s. 43-44).

2.2.2 Bilanční pravidla

Bilanční pravidla obsahují rady, kterými by se měl podnik řídit, aby byl v dlouhodobém horizontu finančně stabilní. Nejedná se o pravidla, ale spíše o již zmíněná doporučení. Základem jsou čtyři pravidla – zlaté bilanční pravidlo financování, pravidlo vyrovnání rizika, pari pravidlo a růstové pravidlo.

Zlaté bilanční pravidlo

Dle zlatého bilančního pravidla by měl být dlouhodobý majetek kryt z vlastních a dlouhodobých cizích zdrojů a naopak krátkodobý majetek by měl být financován krátkodobými zdroji.

Pravidlo vyrovnání rizika

Pravidlo vyrovnání rizika vyžaduje, aby byl vlastní kapitál roven nebo byl vyšší vůči cizím zdrojům. Je tedy vyjádřeno poměrem vlastního kapitálu k cizím zdrojům.

Pari pravidlo

Dle pari pravidla by vlastního kapitálu mělo být méně než dlouhodobého majetku. Čili aby dlouhodobý majetek byl financován i dlouhodobým cizím kapitálem.

Růstové pravidlo

Růstové pravidlo říká, že tempo růstu investic by nemělo být větší než tempo růstu tržeb z dlouhodobého hlediska.

2.2.3 Analýza poměrových ukazatelů

Dalším základním nástrojem finanční analýzy jsou poměrové ukazatele a jejich analýza. Poměrové ukazatele jsou hojně využívány kvůli svému nenáročnému zpracování a rychlosti, se kterou lze získat základní finanční představu o podniku. Poměrové ukazatele dostaly svůj název z důvodu toho, že dávají do poměru položky účetních výkazů (Knápková, 2013, s. 84).

Nejzákladnějšími ukazateli jsou ukazatele rentability, aktivity, likvidity a zadluženosti, které jsou popsány v následujících odstavcích.

Ukazatele rentability

Ukazatele rentability (výnosnosti) poměřují zisk (EBIT, EAT)¹ s jinými veličinami. Výnosnost popisuje možnost podniku tvořit nové zdroje. Z dlouhodobého hlediska lze nalézt úzkou vazbu mezi výnosností a likviditou podniku (Růčková, 2015, s. 119). Dále budou představeny 4 základní ukazatele výnosnosti.

První ukazatel rentability, který je v této práci představen, je **rentabilita aktiv** (ROA). Tento ukazatel poměřuje zisk před zdaněním a úroky s celkovými aktivy.

$$ROA = \frac{EBIT}{Aktiva}$$

Druhým ukazatelem rentability je **rentabilita vlastního kapitálu** (ROE). Ukazatel dává do poměru čistý zisk a vlastní kapitál. Poskytuje informace o zhodnocení vlastního kapitálu.

$$ROE = \frac{EAT}{Vlastní\ kapitál}$$

Třetím ukazatelem rentability je **rentabilita tržeb** (ROS). Ukazatel popisuje, kolik jednotek čistého zisku odpovídá jednotce tržeb.

$$ROS = \frac{EAT}{Tržby}$$

Posledním ukazatelem rentability je **rentabilita investovaného kapitálu** (ROCE). Tento ukazatel vyjadřuje, kolik jednotek zisku před zdaněním a odpisy odpovídá jednotce, kterou investovali akcionáři a dlouhodobí věřitelé. Investovaný kapitál je roven sumě vlastního kapitálu, rezerv, dlouhodobých závazků a dlouhodobých bankovních úvěrů.

$$ROCE = \frac{EBIT}{Investovaný\ kapitál}$$

¹ EBIT = zisk před zdaněním a úroky (Earnings before Interest and Taxes),
EAT = čistý zisk (Earnings after Taxes)

Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity určují schopnost podniku vypořádat se se svými závazky. Likviditu lze charakterizovat jako sumu prostředků, kterými je podnik schopen splatit své závazky. Ukazatele likvidity poměří prostředky, které lze využít na uhrazení závazků (Sedláček, 2011, s. 66).

Jsou rozlišovány tři ukazatele likvidity. Prvním je **běžná likvidita**, která poměří oběžná aktiva s krátkodobými závazky. Tento ukazatel je choulostivý na strukturu zásob.

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

Druhý ukazatel se nazývá **pohotovlá likvidita**. V čitateli vzorce pro pohotovou likviditu nefigurují zásoby, které výrazným způsobem ovlivňovaly běžnou likviditu.

$$\text{Pohotovlá likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva} - \text{Zásoby}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

Třetí ukazatel je **okamžitá likvidita**. V tomto ukazateli se v čitateli z oběžných aktiv nachází jen krátkodobý finanční majetek (jedná se hlavně o finanční prostředky v hotovosti a na bankovních účtech).

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{Krátkodobý finanční majetek}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

Ukazatel běžné likvidity by dle Knápkové (2013, s. 92) měl dosahovat hodnoty 1,5 až 2,5, ukazatel pohotovosti likvidity 1 až 1,5 a ukazatel okamžité likvidity 0,2 až 0,5.

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity, jak napovídá jejich název, zhodnocují využití aktiv v podniku. Ukazatele dávají do poměru tokovou veličinu ke stavové, z tohoto důvodu lze ukazatele určovat ve dvou formách. Jedná se o obrátkovost (počet obrátek aktiv) a dobu obratu (počet dní).

Následující čtyři ukazatele představují počet obrátek za určité období (v nejčastějším případě za rok). Jedná se o obrat aktiv, zásob, pohledávek a krátkodobých závazků.

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva}}$$

$$\text{Obrat zásob} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Zásoby}}$$

$$\text{Obrat pohledávek} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Pohledávky}}$$

$$\text{Obrat kr. závazků} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

Následující tři ukazatele aktivity se týkají doby obratu (nejčastěji ve dnech). Konkrétně se jedná o dobu obratu zásob, dobu obratu pohledávek a dobu obratu krátkodobých závazků.

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{Zásoby}}{\text{Tržby}/360}$$

$$\text{Doba obratu (inkasa) pohledávek} = \frac{\text{Pohledávky}}{\text{Tržby}/360}$$

$$\text{Doba obratu (splatnosti) krátkodobých závazků} = \frac{\text{Krátkodobé závazky}}{\text{Tržby}/360}$$

Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti představují spojitost mezi vlastními a cizími zdroji financování. Zadluženost podniku nemusí nutně představovat problém, ale naopak lze jejím růstem zvyšovat celkovou rentabilitu vlastního kapitálu. Tato souvislost může pozitivně ovlivnit tržní hodnotu podniku, ale nelze přehlédnout rizika spojená s finanční nestabilitou (Sedláček, 2011, s. 63).

Celková zadluženost vyjadřuje poměr cizího kapitálu k celkovým aktivům. Věřitelé upřednostňují tento ukazatel nízký z důvodu jejich ztrát z případné likvidace. Naopak vlastníci využívají finanční páku ke znásobení svých výnosů.

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{Cizí kapitál}}{\text{Aktiva}}$$

$$\text{Celková dlouhodobá zadluženost} = \frac{\text{Dlouhodobý cizí kapitál}}{\text{Aktiva}}$$

Ukazatel úrokového krytí předává informaci, kolikrát je zisk větší než nákladové úroky. Sedláček (2011, s. 64) uvádí, že by úrokové krytí ziskem mělo dosahovat hodnoty 3 až 6, avšak záleží také na celkové podnikové situaci.

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Nákladové úroky}}$$

2.2.4 Analýza pracovního kapitálu

Obecným způsobem je označován jako pracovní kapitál oběžný majetek podniku. Pro potřeby finanční analýzy je důležitější sledovat čistý pracovní kapitál, který je dán rozdílem oběžných aktiv a krátkodobých závazků. Jedná se o oběžná aktiva, která jsou kryta dlouhodobými zdroji.

Čistý pracovní kapitál podstatným způsobem ovlivňuje solventnost podniku. Pokud oběžná aktiva převyšují krátkodobé závazky, lze podnik označit za finančně stabilní a likvidní. Když podnik postihne nečekaná negativní událost (podnik potřebuje vydat větší množství finančních prostředků), čistý pracovní kapitál představuje zdroje, které tuto událost mohou finančně pokrýt (Sedláček, 2011, s. 36).

$$\text{Čistý pracovní kapitál (N)WC} = \text{Oběžná aktiva} - \text{Krátkodobé závazky}$$

Pro další rozbor čistého pracovního kapitálu lze vypočítat poměrové ukazatele podílu čistého pracovního kapitálu na aktivech, případně tržbách. Ukazatel podílu čistého pracovního kapitálu na aktivech vyjadřuje, jaké množství NWC je obsaženo v aktivech. Pro potřeby výrobních podniků by se výsledná hodnota měla pohybovat okolo 10-15 %. Podíl čistého pracovního kapitálu na tržbách je důležité sledovat v čase, jelikož zvyšování hodnoty tohoto ukazatele naznačuje podle Scholleové (2012, s. 186) nesprávné řízení pracovního kapitálu.

$$\text{Podíl (N)WC na aktivech} = \frac{NWC}{Aktiva}$$

$$\text{Podíl (N)WC na tržbách} = \frac{NWC}{Tržby}$$

V rámci řízení pracovního kapitálu s využitím ukazatelů aktivity lze zjistit délku obrátového cyklu peněz. Obrátový cyklus peněz představuje dobu od zaplacení za nakoupený materiál až do přijetí inkasa z prodeje výrobků.

$$OCP = \text{Doba obratu zásob} + \text{Průměrná doba inkasa pohl.} - \text{Průměrná doba spl. kr. záv.}$$

2.3 Generátory hodnoty

Generátory hodnoty se určují podle přístupu k oceňování podniku a jejich základem je metoda diskontovaných peněžních toků. „Generátory hodnoty se zde rozumí soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku.“ (Mařík, 2003, s. 109)

2.3.1 Tržby

Odhad tržeb v budoucnosti by již měl být výsledkem strategické analýzy. Tyto výsledky však nemusí být konečné a mohou nastat ještě korekce, a to z důvodu možných kapacitních problémů podniku.

2.3.2 Provozní zisková marže

Druhým generátorem je provozní zisková marže a je definována jako:

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{\text{Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi}}{\text{Tržby}}$$

Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (NOPBT = Net Operating Profit Before Tax) je očištěn o aktiva, která nejsou přímou součástí činností podniku. Jsou rozlišovány dvě prognózy provozní ziskové marže - shora a zdola, které jsou následně sladovány.

2.3.3 Pracovní kapitál

Pracovní kapitál jako generátor hodnoty je zpracován se 2 změnami oproti popisu v rámci finanční analýzy.

- 1) Od oběžných aktiv není odečítán celý krátkodobý cizí kapitál, ale jen neúročený cizí kapitál. Nejčastěji to znamená, že nebudou odečítány běžné bankovní úvěry.
- 2) V takto změněném výpočtu pracovního kapitálu budou figurovat veličiny jen v provozně nutném rozsahu.

2.3.4 Investice do dlouhodobého majetku

Ve čtvrtém generátoru hodnoty se jedná o investice do dlouhodobého majetku, které jsou také v provozně nutném rozsahu. Tento generátor hodnoty je považován za nejnáročnější na odhad z důvodu neplynulého vývoje investic a také z důvodu rozšíření chápání investic o např. investic do R&D. Při prognózování lze dle Maříka (2003, s. 120) vycházet z plánu investic podniku, avšak je nutné objektivně ověřit jeho dosažitelnost. Pokud investiční plán v podniku neexistuje, lze využít data z minulosti a analyzovat podnikové chování.

2.3.5 Stanovení diskontní míry

Dle Maříka a Maříkové (2007, s. 26) diskontní míra reprezentuje z hlediska investora požadovanou výnosnost ve spojení s rizikem vložené investice. Naopak z hlediska podniku diskontní míra určuje náklady na kapitál. Z tohoto důvodu vede proces zjištění diskontní míry přes odhad nákladů na kapitál. Jsou rozlišovány dvě kategorie investorů do kapitálu. Jedná se o vlastníky s investicí do vlastního kapitálu a věřitele s investicí do cizího kapitálu. Z tohoto důvodu jsou kalkulovány náklady na vlastní a cizí kapitál. Náklady na celkový kapitál jsou vypočítány pomocí průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC = Weighted Average Cost of Capital).

Průměrné vážené náklady kapitálu jsou vypočítány pomocí následujícího vzorce:

$$WACC = r_d \cdot (1 - t) \cdot \frac{D}{C} + r_e \cdot \frac{E}{C}$$

kde: r_d = náklady na cizí kapitál
 t = daňová sazba
 D = cizí kapitál
 E = vlastní kapitál
 C = celkový kapitál ($E + D = C$)
 r_e = náklady na vlastní kapitál

Vochozka a Mulač (2012, s. 60) definují **náklady na cizí kapitál** poměrně jednoduše jako placené úroky. Placené úroky jsou poplatky, které jsou hrazeny věřitelům za poskytnutí finančních prostředků k fungování podniku. Ve výpočtu se objevuje daňová sazba z důvodu daňově uznatelného nákladu placených úroků. Mařík (2003, s. 178) klade důraz mimo úroky na disážio a další výdaje. Další výdaje jsou charakterizovány jako jednorázové a jedná se např. o administrativní úkony spojené se sjednáním úvěru.

Náklady na vlastní kapitál lze definovat dle Vochozky a Mulače (2012, s. 149) jako „*ne-realizované výnosy, které by vlastníci inkasovali v případě, že by namísto stávající podnikatelské činnosti svůj kapitál vložili do nejlepšího alternativního stejně rizikového projektu.*“ Scholleová (2009, s. 147) doplňuje, že lze očekávat větší riziko pro vlastníky než věřitele z důvodu uspokojování nároků věřitelů před vlastníky. Z tohoto tvrzení lze odvodit, že můžeme považovat náklady na vlastní kapitál (= očekávaná výnosnost pro vlastníky) za větší než náklady na cizí kapitál.

Nejčastějším způsobem jak stanovit náklady na vlastní kapitál je využití modelu **CAPM** (Capital Assets Pricing Model):

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

kde: r_f = bezriziková úroková míra
 β = parametr rizika (beta koeficient)
 $(r_m - r_f)$ = riziková prémie trhu

Model CAPM je složen ze tří částí, a to bezrizikové výnosové míry, rizikové prémie trhu a beta koeficientu. Všeobecně lze konstatovat, že neexistuje žádné zcela bezrizikové aktivum. Mařík (2003, s. 184) doporučuje za **bezrizikovou úrokovou míru** dosadit výnosnost státních dluhopisů, která se blíží deseti letům.

Riziková prémie trhu je dána rozdílem dlouhodobé výnosnosti akcií na kapitálovém trhu a průměrné výnosnosti státních dluhopisů.

Dle Scholleové (2012, s. 148) **beta koeficient** „odráží souvislost mezi hodnotou podniku a pohybem celého trhu, proto zahrnuje i závislost na hospodářských cyklech.“ V případě, že je koeficient beta menší než jedna, je riziko nižší než celého trhu. Analogicky když je pak koeficient beta větší než jedna, je riziko vyšší než celý trh. Pokud je beta koeficient roven jedna, je podnik stejně rizikový jako celý trh. Informace z českého kapitálového trhu pro výpočet beta koeficientu lze využít jen v mimořádných případech. Lze však aplikovat beta koeficienty ze známých dat z amerických či evropských trhů pro podnik ve shodném odvětví, s častým pohybem a velkým objemem obchodovaných akcií. Zachycují se hodnoty tzv. unlevered beta, ve kterých je odebrán vliv zadluženosti. Je nutné unlevered beta koeficient přepočítat pro určitý podnik a jeho zadlužení pomocí vzorce:

$$\beta_{leveraged} = \beta_{unleveraged} \cdot \left(1 + (1 - t) \cdot \frac{D}{E}\right)$$

kde: $\beta_{leveraged}$ = zadlužená beta
 $\beta_{unleveraged}$ = nezadlužená beta
E = vlastní kapitál
D = cizí kapitál
t = daňová sazba

2.4 Finanční plán

Sestavení finančního plánu je nutné při oceňování podniku výnosovou metodou. Součástí finančního plánu jsou tyto finanční výkazy: výsledovka, rozvaha a výkaz peněžních toků. Finanční plán je standardně součástí podnikatelského plánu, který vychází z dlouhodobého směřování podniku a je tvořen soustavami plánů (např. prodejů, produkce, kapacit, pracovních sil apod.).

Při procesu oceňování odhadce nesestavuje celý podnikatelský plán, ale využívá vazeb mezi jednotlivými soustavami. Je doporučována konzultace s managementem podniku o plánech. Mařík (2003, s. 130-131) upozorňuje, že nelze jednoduše přebírat plány od vedení oceňovaného podniku, pokud je odhadována tržní nebo objektivizovaná hodnota.

Sestavení finančního plánu pro potřebu ocenění podniku je jiné než u podnikového finančního plánování. Zjednodušeně jde o přípravu podkladů a správných veličin pro

další využití v procesu oceňování. Z tohoto důvodu jsou součástí finančního plánu pro účel oceňování podniku nutné veličiny k použití jednotlivých metod. Vochozka a Mulač (2012, s. 138) zdůrazňují, že není nutné plánovat detaily finančního plánu, ale je důležité pracovat s klíčovými položkami, které ovlivňují hodnotu podniku.

Díky analýze a prognóze generátorů hodnoty jsou k dispozici naplánované nejdůležitější položky podniku, které nejvíce ovlivňují jeho výslednou hodnotu. Jedná se o tržby z prodejů výrobků, ziskovou marži a provozní zisk, plán zásob, pohledávek a závazků a také předpověď investic do dlouhodobého majetku. Všechny tyto položky jsou základem finančního plánu pro potřebu ocenění podniku.

Po vytvoření finančního plánu Mařík (2003, s. 136) doporučuje provedení jednoduché finanční analýzy sestaveného finančního plánu, která by měla pokračovat v již provedené finanční analýze minulých období. Finanční plán společně s finanční analýzou by měly potvrdit nebo vyvrátit odhad o budoucím směřování podniku, který má význam v konečné volbě metody oceňování.

3 Metody oceňování podniku

Důležitou fází procesu oceňování podniku je zvolení vhodné metody. Metoda se stanovuje dle účelu ocenění a jsou rozlišovány 3 druhy metod oceňování podniku:

- 1) výnosové metody, které jsou vypracovány na základě očekávaného užitku pro držitele,
- 2) tržní metody založené na analýze trhu,
- 3) majetkové metody, které zahrnují majetkovou podstatu podniku.

Zvolení vhodné metody oceňování podniku závisí také na poznatcích ze strategické analýzy a finanční analýzy. Tabulka č. 1 obsahuje přehled základních metod oceňování podniku, které jsou v této práci nastíněny a případně využity v praktické části.

Tabulka 1 Přehled základních metod oceňování podniku

1) Výnosové metody
- metoda diskontovaného peněžního toku (DCF)
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)
- kombinované výnosové metody
2) Tržní metody
- přímé ocenění pomocí kapitálového trhu
- metoda tržního porovnání
3) Majetkové metody
- metoda účetní hodnoty
- metoda substanční hodnoty
- metoda likvidační hodnoty

Zdroj: vlastní zpracování dle Maříka (2003, s. 7-8)

V následujících podkapitolách jsou jednotlivé metody oceňování podniku teoreticky vysvětleny.

3.1 Výnosové metody

Dle Maříka (2003, s. 143): „Tato skupina metod vychází z důsledného využití poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. U hospodářských statků, ke kterým patří i podnik, jsou tímto užitekem očekávané výnosy.“

Výnosové metody se dále dělí na několik druhů dle toho, jakým způsobem výnosy charakterizujeme. Výnosy mohou být vyjádřeny diskontovanými peněžními toky, kapitalizovanými čistými výnosy nebo ekonomickou přidanou hodnotou. Dále lze tyto výnosy modifikovat z několika stránek.

3.1.1 Metoda diskontovaného čistého peněžního toku (DCF)

Metoda diskontovaného čistého peněžního toku je považována za základní výnosovou metodu a je také nejvíce využívána. Principem této metody je stanovení hodnoty podniku diskontováním volných peněžních toků (FCF = Free Cash Flow). Základním předpokladem před samotným využitím metody oceňování je zpracování strategické analýzy, finanční analýzy a finančního plánu.

Dle Maříka (2003, s. 145) je metoda DCF dále dělena na 3 varianty. Jedná se o metodu DCF entity, metodu DCF equity a metodu DCF APV. Postupem zpracování těchto metod je nejdříve vymezení peněžního toku a dále výpočet výnosové hodnoty z této prognózy peněžního toku. V této podkapitole budou vysvětleny jen metody DCF entity a DCF equity z důvodu častějšího využití.

Metoda DCF entity

U metody DCF entity se využívá volný peněžní tok do firmy (FCFF = Free Cash Flow to Firm). Tímto peněžním tokem se u metody DCF entity vysvětluje tvorba finančních prostředků, které jsou využívány vlastníky (zejména na dividendy) a věřiteli (splátky úvěrů a úroků).

Model FCFF je dle Kislingerové (2001, s. 161) zkonstruován následujícím způsobem:

Tabulka 2 Model FCFF

Tržby
- Náklady
= Čistý příjem z operací
- Daně
= EBIT po zdanění
+ Odpisy
= Cash flow z operací
- Změna pracovního kapitálu
- Investice
= Free cash flow to firm

Matematicky je model FCFF dle Kislingerové (2001, s. 161) vyjádřen:

$$FCFF = EBIT * (1 - t) + ODP - \Delta WC - INV$$

kde: FCFF = volný peněžní tok do firmy
EBIT = provozní zisk před zdaněním a úroky
t = daňová sazba
ODP = odpisy
 ΔWC = změna pracovního kapitálu
INV = investice

Suma všech volných peněžních toků udává hodnotu podniku. Oceňovateli nejpoužívanější metodou je **dvoufázová metoda**. První fáze této metody obsahuje období, které oceňovatel prognózuje. Druhá fáze začíná od konce první fáze a pokračuje do nekonečna. Tato druhá fáze se nazývá pokračující hodnota. Dle Maříka (2011, s. 178) se brutto hodnota podniku vypočítá:

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

kde: FCFF = volný peněžní tok do firmy
 PH = pokračující hodnota
 WACC = průměrné vážené náklady kapitálu (diskontní míra)

Stanovení průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC) je popsáno v podkapitole č. 2.3.5 a označují diskontní míru. Pokračující hodnotu (PH) lze stanovit pomocí Gordonova vzorce:

$$PH = \frac{FCFF_{T+1}}{WACC - g}$$

kde: FCFF_{T+1} = volný peněžní tok v prvním roce druhé fáze
 g = tempo růstu volného peněžního toku v druhé fázi

Metoda DCF equity

Metoda DCF equity se od předchozí metody liší ve výpočtu volných peněžních toků. Volné peněžní toky při použití této metody se nazývají volné peněžní toky pro vlastníky (FCFE = Free Cash Flow to Equity). Z volného peněžního toku pro vlastníky se odečítají dividendy a splátky jistiny věřitelům.

Model FCFE je dle Kislingerové (2001, s. 162) vyjádřen:

Tabulka 3 Model FCFE

EBIT
- Úroky
= Zisk před zdaněním
- Daně
= Čistý zisk (EAT)
+ Odpisy
- Změna pracovního kapitálu
- Investice
- Splátky úvěru
= Free cash flow to equity

Matematicky je model FCFE dle Kislingerové (2001, s. 162-163) vyjádřen:

$$FCFE = EAT + ODP - \Delta WC - INV - SPL$$

kde: FCFE = volný peněžní tok pro vlastníky
EAT = čistý zisk
t = daňová sazba
ODP = odpisy
 ΔWC = změna pracovního kapitálu
INV = investice
SPL = splátka úročeného cizího kapitálu

Volné peněžní toky jsou následně diskontovány náklady vlastního kapitálu vzorcem dle Maříka (2011, s. 206):

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+r_e)^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{r_e - g} \cdot \frac{1}{(1+r_e)^T}$$

kde: H_n = hodnota podniku netto
FCFE = volný peněžní tok pro vlastníky
T = počet let první fáze
 r_e = náklady vlastního kapitálu (diskontní míra)
g = tempo růstu volného peněžního toku v druhé fázi

3.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je označována jako metoda typu „netto“ („equity“). Výnosová hodnota je kalkulována z výnosů pro vlastníky, čili výsledná výnosová hodnota je hodnota vlastního kapitálu. Mařík (2003, s. 222-223) rozlišuje dvě základní možnosti metody kapitalizovaných čistých výnosů.

- 1) Čistý výnos je stanoven na základě rozdílu mezi příjmy a výdaji. Z tohoto důvodu je tato možnost přirovnávána k metodě DCF equity.
- 2) Čistý výnos je určován z upravených výsledků hospodaření.

Pro výpočet výnosové hodnoty podniku je používána analytická nebo paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Získávání vstupních údajů pro **analytickou metodu** záleží na typu ocenění. Pokud se jedná o objektivizované ocenění, měl by oceňovatel vyjít z řady odnímatelných čistých výnosů a dále očekávat trvalou existenci podniku. V takovém případě lze pro výpočet výnosové hodnoty pomocí analytické metody využít vzorec dvoufázové metody:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{\check{C}V_t}{(1+i_k)^t} + \frac{T\check{C}V}{i_k} \cdot \frac{1}{(1+i_k)^T}$$

kde: H_n = hodnota podniku netto

- $\check{C}V_t$ = odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy
 T = počet let první fáze
 $T\check{C}V$ = trvale odnímatelný čistý výnos ve druhé fázi
 i_k = kalkulovaná úroková míra

Paušální metoda je využívána u podniků, u kterých je obtížné predikovat jejich budoucí vývoj. Za příklad lze označit podniky menší velikosti, které fungují na zakázkovou výrobu. U tohoto typu podniků je možný jejich brzký zánik, anebo také jejich růst. Po zjištění hodnoty trvale odnímatelného čistého výnosu lze výnosovou hodnotu vypočítat dle následujícího vzorce:

$$H_n = \frac{T\check{C}V}{i_k}$$

- kde: H_n = hodnota podniku netto
 $T\check{C}V$ = trvale odnímatelný čistý výnos ve druhé fázi
 i_k = kalkulovaná úroková míra

3.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Ekonomická přidaná hodnota (EVA = Economic Value Added) je ukazatel, který měří ekonomický zisk podniku. Ukazatel EVA je vysvětlován jako čistý výnos z provozní činnosti podniku, který je ponížen o náklady na vlastní i cizí kapitál. Obecný vzorec ukazatele EVA je stanoven dle Kislingerové (2001, s. 224):

$$EVA = NOPAT - C \cdot WACC$$

- kde: $NOPAT$ = zisk z operační činnosti podniku po zdanění
 C = kapitál vázaný v aktivech
 $WACC$ = průměrné vážené náklady kapitálu

V metodě ekonomické přidané hodnoty je dle Maříka (2003, s. 258-259) nejdříve vypočítána hodnota pro vlastníky a věřitele a následně je odečten cizí kapitál, čímž je získáno ocenění podniku pro vlastníky. Pro výpočet výnosové hodnoty je nejčastěji využívána dvoufázová metoda (shodně jako u metody DCF) a její vzorec je následující:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - D_0 + A_0$$

- kde: H_n = hodnota podniku netto
 EVA_t = EVA v roce t
 NOA_0 = čistá operační aktiva k datu ocenění
 T = počet let plánovaných EVA
 $WACC$ = průměrné vážené náklady kapitálu
 D_0 = hodnota úročených dluhů k datu ocenění
 A_0 = neoperační aktiva k datu ocenění

3.1.4 Kombinované výnosové metody

Kombinované výnosové metody jsou kombinací ocenění majetkového a výnosového. V této práci jsou nastíněny dvě kombinované výnosové metody. Konkrétně se jedná o metodu střední hodnoty a metodu kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů.

Metoda střední hodnoty

Metoda střední hodnoty je také nazývána jako Schmalenbachova metoda. Tato metoda stanovuje dle Maříka (2003, s. 241) hodnotu podniku jako průměr výnosové hodnoty a substanční hodnoty:

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

kde: H = hodnota podniku
V = výnosová hodnota
S = substanční hodnota

Výnosová hodnota bývá nejčastěji vypočtena prostřednictvím metody kapitalizovaných čistých výnosů. Substanční hodnota staví na reprodukčních cenách a vzhledem k jejímu rozdílnému významu v odvětvích je nutné odlišit váhy pro tato odvětví tímto způsobem:

$$H = \frac{x_1 V + x_2 S}{x_1 + x_2}$$

kde: x_1 a x_2 = zvolené váhy pro dané veličiny

Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů

V metodě kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů se dle Maříka (2003, s. 242) celková hodnota podniku sestává z hodnoty substance a hodnoty „firmy“. Tato hodnota „firmy“ se skládá z rozdílu mezi výnosovou a substanční hodnotou.

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

kde: H_n = hodnota podniku netto
 $\check{C}V$ = celkový čistý výnos
 i_k = kalkulovaná úroková míra
 S_n = substanční hodnota netto

3.2 Tržní metody

Mařík (2003, s. 267) popisuje tržní metody jako nejlépe pochopitelné pro všedního občana. Jejich základem je zjištění, za kolik se v určitý okamžik věc na trhu prodává. Tržní metody oceňování podniku jsou rozlišovány do dvou skupin, a to přímé ocenění pomocí kapitálového trhu a metoda tržního porovnání.

3.2.1 Přímé ocenění pomocí kapitálového trhu

Vochozka a Mulač (2012, s. 164) píší o přímém ocenění podle kapitálového trhu jako o jednoduché metodě. Tato metoda funguje jako násobek počtu akcií s jejich cenou na trhu. Jedná se však o průměrnou cenu na trhu za určité období a ne o aktuální tržní cenu. Mařík (2003, s. 267) upozorňuje na důležitost využití průměrné ceny za období a zdůrazňuje proměnlivost tržní ceny. Délka trvání tohoto období musí být zvolena dle zkušeností oceňovatele a také v závislosti na odvětví trhu.

Vochozka a Mulač (2012, s. 164) dále zmiňují specifické prostředí českého kapitálového trhu a jeho nerozvinutost. Většina akciových společností není obchodována na kapitálovém trhu a nelze tak stanovit tržní cenu. Ale i obchodovatelné společnosti nemusí představovat vypovídající hodnotu, jelikož se jedná o nízké množství zobchodovaných akcií nebo v některých případech dokonce žádné. Tržní cenu ovlivňuje vzájemné působení poptávky a nabídky, které v tomto případě nelze považovat za adekvátní.

Mařík (2003, s. 267) tuto myšlenku rozvíjí a uvádí, že při nákupu většího balíku akcií může cena akcie vzrůst o 20-50 %. Tuto prémii zaplacenou nad původní cenu akcie lze odůvodnit několika možnostmi. Může se jednat o přeplácení akcií, dále také o možnost více kontrolovat daný podnik. Další možností může být tzv. teorie nákladů zastoupení, které mají počátek v dopadu oddělení výkonu vlastnických práv a vlastního řízení podniku. Za poslední možnost lze označit nákup akcií z důvodu vytvoření těsného spojení zúčastněných podniků, které vytvářejí synergie.

3.2.2 Metoda tržního porovnání

Princip metody tržního porovnání je charakterizován dle Vochozky a Mulače (2012, s. 164) porovnáním podniku, který je oceňován, s podnikem jiným. Tato metoda má také počátek na kapitálových trzích, avšak lze ji použít i v případě podniků, které nemohou být oceněny předchozí metodou. Mařík (2003, s. 268) zdůrazňuje možnost využití jen u podniků, které jsou si v aktivech velmi podobné. Pokud takový podnik není k nalezení, nastanou s jeho oceněním problémy. Nalézt zcela stejný podnik je prakticky nereálné.

Nejlepší podmínky pro využití metody tržního porovnání lze dle Maříka (2003, s. 269) nalézt v USA. Ve Spojených státech se nalézá největší trh s podniky, a proto obsahuje také největší informační základnu. Situaci v USA lze označit za cílovou pro ostatní trhy v jiných zemích. Metoda tržního porovnání je používána ve třech způsobech.

- 1) Metoda srovnatelných podniků – v této metodě jsou srovnávány podobné podniky, u kterých jsou známé ceny obchodovaných akcií.
- 2) Metoda srovnatelných transakcí – pomocí této metody lze srovnat podobné podniky, které již byly předmětem transakce.
- 3) Srovnání podniků, které byly oceňovány pro vstup na burzu.

3.3 Majetkové metody

Dle Maříka (2003, s. 281): „*Princip majetkového ocenění je jednoduchý a obecně srozumitelný. Majetková hodnota podniku je definována jako souhrn individuálně oceněných položek majetku. Od tohoto souhrnu je pak odpočtena suma individuálně oceněných závazků. Velikost majetkového ocenění je tak dána především množstvím a strukturou položek majetku a pravidly pro jeho ocenění.*“

Jednotlivé majetkové metody se od sebe liší dle způsobu, jakým jsou hodnoty majetku oceňovány. Nejčastějšími metodami pro majetkové ocenění hodnoty podniku jsou metody účetní hodnoty, substanční hodnoty a likvidační hodnoty.

3.3.1 Metoda účetní hodnoty

V případě metody účetní hodnoty je vycházeno z historických cen a výsledkem je ocenění dle účetnictví. Mařík (2003, s. 284) upozorňuje na hlavní nevýhodu použití této metody, kterou je rozdílná hodnota dlouhodobého majetku v účetnictví a ekonomická hodnota tohoto dlouhodobého majetku k datu ocenění. Metoda účetní hodnoty figuruje v oceňování hodnoty podniku jako doplněk pro zjištění základních informací pro odhadce a také k finálnímu srovnání ocenění podniku s účetní hodnotou vlastního kapitálu.

Dle Kislingerové (2001, s. 128) představuje účetní hodnota využitelnou informaci při oceňování hodnoty podniku se zřetelem na charakter podnikových aktiv a lze s ní nadále pracovat, avšak ke stanovení hodnoty akcií se prakticky nevyužívá.

3.3.2 Metoda substanční hodnoty

Zásadním rozdílem oproti metodě účetní hodnoty je v metodě substanční hodnoty přeceňování aktiv a pasiv z hlediska going concern principu. To znamená, že v této metodě existuje reakce na podcenění aktiv v účetnictví ve srovnání s jejich ekonomickou (tržní) hodnotou. Jmenovitě dle Vochozky a Mulače (2012, s. 158) jsou rozdíly oproti účetní hodnotě v ceně dlouhodobého majetku podniku, který je stanoven reprodukčními cenami, v oběžných aktivech, která jsou oceňována dle likvidity, a v pasivech, která jsou rozšířena o potenciální závazky.

Dle Maříka (2003, s. 284) je výsledná hodnota této metody ocenění dána cenou, kterou by musel investor vynaložit na kompletní znovuvybudování podniku od základů. Tato hodnota se nazývá substanční a lze ji rozlišovat na brutto a netto substanční hodnotu.

Postupem zjištění brutto substanční hodnoty je stanovení současných reprodukčních cen majetku, od kterých je odečteno následné opotřebení. Pro nalezení netto substanční hodnoty je nutné následně odečíst dluhy podniku. Netto substanční hodnotu lze nazývat oceněním vlastního kapitálu.

Kislíngerová (2001, s. 142) zmiňuje využití této metody při narušení finančního zdraví podniku, taktéž u podniků, které vlastní specifický majetek, který nelze využívat jinými činnostmi a v posledním případě u podniků, které nemají určený podnikatelský záměr. Mařík (2003, s. 286) zdůrazňuje využití substanční hodnoty např. pro zjištění rozsahu zastavitelného majetku, pro stanovení hodnoty podílů v kapitálových společnostech či substanční hodnota může sloužit jako základ pro odhad goodwillu.

3.3.3 Metoda likvidační hodnoty

Metoda likvidační hodnoty je využívána v podnicích, které nemají jistotu přežití v budoucnosti. Vlastníci takovýchto podniků stojí před závažným rozhodnutím, zdali pokračovat v činnostech podniku či ukončit fungování podniku a přejít k likvidaci aktiv. Kislíngerová (2001, s. 143) charakterizuje likvidační hodnotu jako finanční prostředky, které jsou získány prodejem aktiv podniku snížené o odměnu likvidátora. Likvidační hodnota je označována jako dolní hranice hodnoty podniku. V případě, že je hodnota budoucích výnosů nižší než likvidační hodnota, je také hodnota likvidační oceněním hodnoty podniku.

Likvidační hodnota je dle Maříka (2003, s. 283) využívána např. při ocenění ztrátových podniků nebo podniků s omezenou životností a při rozhodnutí o výběru likvidace či sanace podniku. Dále může být likvidační hodnota kritériem jistoty investovaného kapitálu do podniku, nebo ji lze využít při ocenění neprovozního majetku.

PRAKTICKÁ ČÁST

4 Představení podniku Měšťanský pivovar v Poličce, a.s.

V následujících podkapitolách jsou uvedeny základní údaje a informace o podniku a představení společnosti, která bude předmětem ocenění.

4.1 Identifikační údaje o podniku

Základní identifikační údaje jsou platné ke dni 20. 3. 2018 (Justice.cz, 2017, [online]):

Název společnosti:	Měšťanský pivovar v Poličce, a.s.
Právní forma:	akciová společnost
Sídlo:	572 14 Polička, Pivovarská 151
Telefon	+420 606 725 713
Email:	pivovar@pivovar-policka.cz
IČO:	60112344
DIČ:	CZ60112344
Datum vzniku:	4. února 1994
Základní kapitál:	8 064 000,- Kč (splaceno 100 %)
Zápis v OR:	Krajský soud v Hradci Králové, oddíl B, vložka 1057
Webové stránky:	http://www.pivovar-policka.cz
Hlavní činnost:	výroba piva
Výstav piva:	119 996 hl v roce 2016

Obrázek 3 Logo společnosti Měšťanský pivovar v Poličce, a.s.



Zdroj: Pivovar Polička, 2018, [online]

4.2 Základní informace o podniku

Měšťanský pivovar v Poličce je označován za malý a nezávislý pivovar s výstavem piva do 200 tis. hl za rok. Pivovar se soustředí výhradně na tuzemský trh a žádné výrobky neexportuje do zahraničí. Pivovar vystavuje od roku 2009 veškeré své pivo nepasterizované, které se sice vyznačuje kratší dobou trvanlivosti, avšak pivo nepřichází o své jedinečné chutě. Podnik v posledních letech provádí investice do rozšíření své výroby z důvodu omezených kapacitních možností.

Pivovar byl založen již roku 1517 skupinou 113 právovárečných domů v Poličce. Od roku 1771 disponoval společnou varnou piva, čímž bylo zabráněno vaření piva v jednotlivých domech. V roce 1845 propukl v Poličce požár, který zničil celé město a pivovar byl znovuotevřen až v roce 1865 již za hradbami města, kde stojí do současnosti. Ve 20. století za období socialismu měl být pivovar celý zlikvidován, což se však naštěstí nestalo. V roce 1993 potomci původních majitelů vyhráli soudní spor a převzali pivovar. Bohužel byl pivovar ve zbláčeném stavu a až do dnešní doby jsou prováděny rekonstrukce a nové výstavby částí pivovaru (Historie a současnost Měšťanského pivovaru v Poličce, 2015, [online]).

Podnik vaří 4 základní druhy piva. Jedná se o desetistupňové Hradební světlé a tmavé výčepní pivo, jedenáctistupňový světlý ležák Otakar a dvanáctistupňový světlý ležák Závíš. Pivovar několikrát do roka produkuje speciální piva v období Velikonoc, Vánoc a na sv. Václava, ale výstav těchto piv je v řádu desetin procent. Celkový výstav piva v roce 2016 byl necelých 120 tis. hl piva, což podnik vymezuje jako středně velký pivovar. Pivovar plánuje v následujících 20 letech investice do rozšíření výroby pivovaru, které by měly navýšit výstav piva až na 170 tis. hl (Karel Witz: Výstav Pivovaru v Poličce se zvýšil o 3 pct téměř na 120 tis. hl, 2017, [online]).

Pivovar je úspěšný v soutěžích o nejlepší pivo. Na Dočesné v Žatci v roce 2015 vyhrálo v degustační soutěži Hradební světlé výčepní pivo a třetí místo obdržel pivní speciál. V roce 2016 získalo Hradební tmavé výčepní pivo druhé místo (Dočesná, 2016, [online]).

5 Strategická analýza

V této kapitole je analyzováno makroprostředí a mikroprostředí podniku Měšťanský pivovar v Poličce, a.s. Za analýzami prostředí následuje poslední část strategické analýzy a to prognóza tržeb pivovaru.

5.1 Analýza makroprostředí

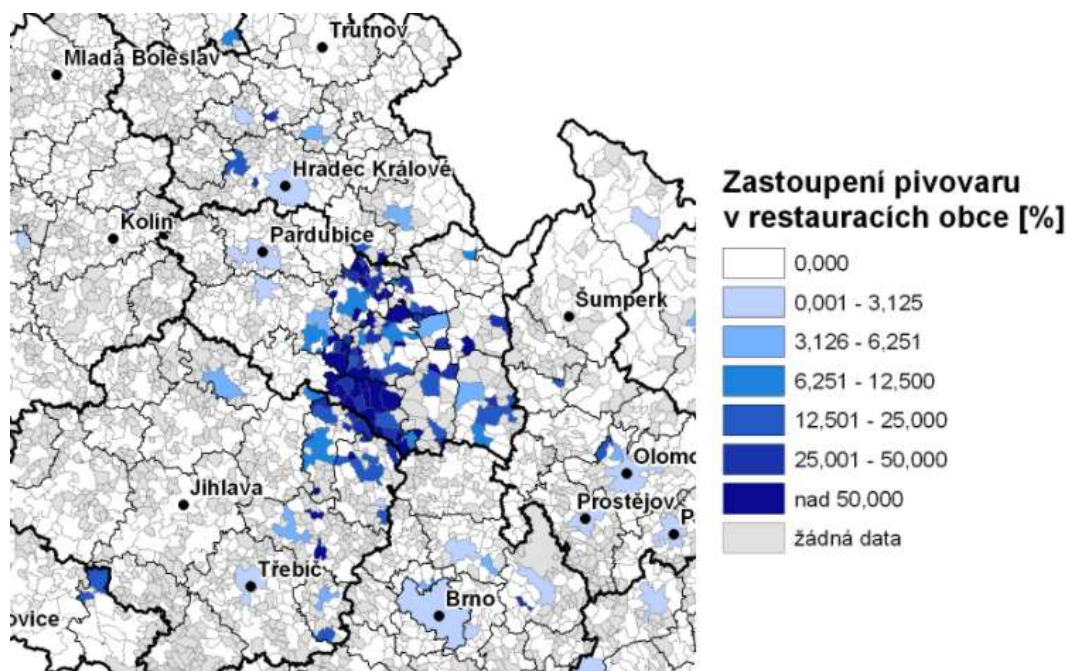
Analýza makroprostředí obsahuje vymezení a celkovou analýzu trhu s výrobou piva. Na tuto podkapitolu navazuje analýza atraktivity trhu a PEST analýza.

5.1.1 Vymezení a analýza trhu

Měšťanský pivovar v Poličce, a.s., spadá dle klasifikace ekonomických činnosti pod CZ-NACE 11 výroba nápojů, konkrétně pod oddíl 11.05 výroba piva. Jak již bylo zmíněno, podnik se soustředí výhradně na tuzemský trh, tudíž následující části strategické analýzy budou soustředěny na Českou republiku.

Podnik má nejvíce svých odběratelů v místě svého sídla, tudíž v Pardubickém kraji a blízkém okolí. Dále jsou evidovány odběratelé od hranic se Slovenskem až po Prahu, kde existuje několik restaurací s nabídkou piva z Poličky. Na následující mapě (obrázek č. 4) lze lépe vidět soustředěnost restaurací v okolí sídla pivovaru.

Obrázek 4 Mapa soustředěnosti restaurací s pivem z Měšťanského pivovaru v Poličce



Zdroj: upraveno autorem dle Pividky.cz (2018, [online])

V tabulce č. 4 lze nalézt data o celkovém výstavu piva v České republice, výstav piva pro domácí trh a meziroční změny. Měšťanský pivovar v Poličce uvařil v roce 2016 necelých 120 tis. hl piva, což odpovídá 0,59% podílu v celkovém výstavu piva v ČR. Pivovar se nemůže měřit s velkými pivovary, jako je Plzeňský prazdroj, a.s., Pivovary Staropramen, s.r.o., Heineken ČR, a.s., nebo Budějovický budvar, n.p. Tyto 4 pivovary zaujímají svým podílem drtivou část trhu (konkrétně 73,8 %), jak lze vidět v tabulce č. 5.

Tabulka 4 Produkce piva v ČR (v tis. hl) a meziroční % změny v letech 2012-2016

Název položky	2012	2013	2014	2015	2016
Výstav piva v ČR	19 216	19 205	19 648	20 076	20 475
% změna		-0,06 %	2,31 %	2,18 %	1,99 %
Výstav piva pro domácí trh	16 484	16 313	16 287	16 249	16 389
% změna		-1,04 %	-0,16 %	-0,23 %	0,86 %

Zdroj: vlastní zpracování dle statistik ČSPS (2018, [online])

Tabulka 5 Produkce největších pivovarů v ČR za rok 2016 (v tis. hl) a jejich podíl na trhu

Název pivovaru	Výstav	% podíl na trhu dle výstavu
Plzeňský Prazdroj, a.s.	8 311	40,6 %
Pivovary Staropramen, s.r.o.	2 996	14,6 %
Heineken Česká republika, a.s.	2 197	10,7 %
Budějovický Budvar, n.p.	1 610	7,9 %
Měšťanský pivovar v Poličce, a.s.	120	0,6 %

Zdroj: vlastní zpracování dle Česká republika: výstav a export piva a sladu (2018, [online])

Výstav piva v ČR od roku 2013 stoupá a v roce 2015 poprvé v historii překonal hodnotu 20 mil. hl za rok. Výstav piva pro domácí trh ve sledovaném období klesal v řádech desetin procent a až v roce 2016 se zvýšil konkrétně o 0,86 %. Toto zvýšení bylo dáno také oživením cestovního ruchu, kdy v roce 2016 navštívilo ČR o 2,2 mil. turistů více. Turisté spotřebovali celkem 785 tis. hl. piva, což odpovídá nárůstu o 19 % (Rekordní výstav piva v roce 2016 podpořen exportem i vyšší spotřebou na tuzemském trhu, 2018, [online]).

Na vzrůstající výstav piva v ČR a klesající výstav piva pro domácí trh měl vliv zvyšující se export piva od českých výrobců. Tabulka č. 6 nabízí pohled na hodnoty exportu a importu.

Tabulka 6 Export a import výstavu piva v ČR v letech 2012-2016 (v tis. hl) a meziroční % změny

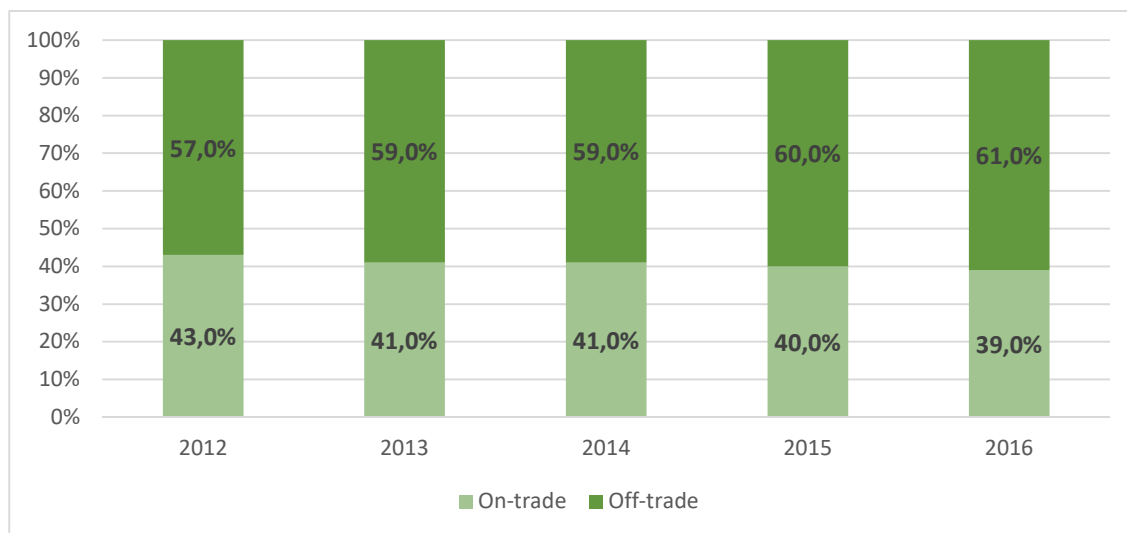
Název položky	2012	2013	2014	2015	2016
Export	3 245	3 392	3 652	4 139	4 412
% změna		4,53 %	7,67 %	13,34 %	6,60 %
Import	513	499	291	312	326
% změna		-2,73 %	-41,68 %	7,22 %	4,49%

Zdroj: vlastní zpracování dle statistik ČSPS (2018, [online])

Dle Českého svazu pivovarů a sladoven (ČSPS) se nejvíce piva exportuje na Slovensko, do Německa a Polska. ČSPS eviduje také nárůst spotřeby piva v zemích mimo EU (o 16 %), kde nejvíce českého piva obdrželo Rusko, Korejská republika a Spojené státy americké. V roce 2016 vzrostl import o 4,49 %, avšak zůstává na nejnižší hodnotě v celé Evropě, což napovídá o spotřebitelské oblibě domácích piv před těmi zahraničními.

Zajímavým trendem na trhu s pivem je zvyšování prodejů piva v obchodech (off-trade) na úkor snižování spotřeby piva v restauračních zařízeních (on-trade). Graf č. 1 nabízí pohled na tuto skutečnost, kde lze nalézt pokles spotřeby piva v on-trade sektoru z původních 43 % v roce 2012 až na 39 % v roce 2016 k celkovému podílu.

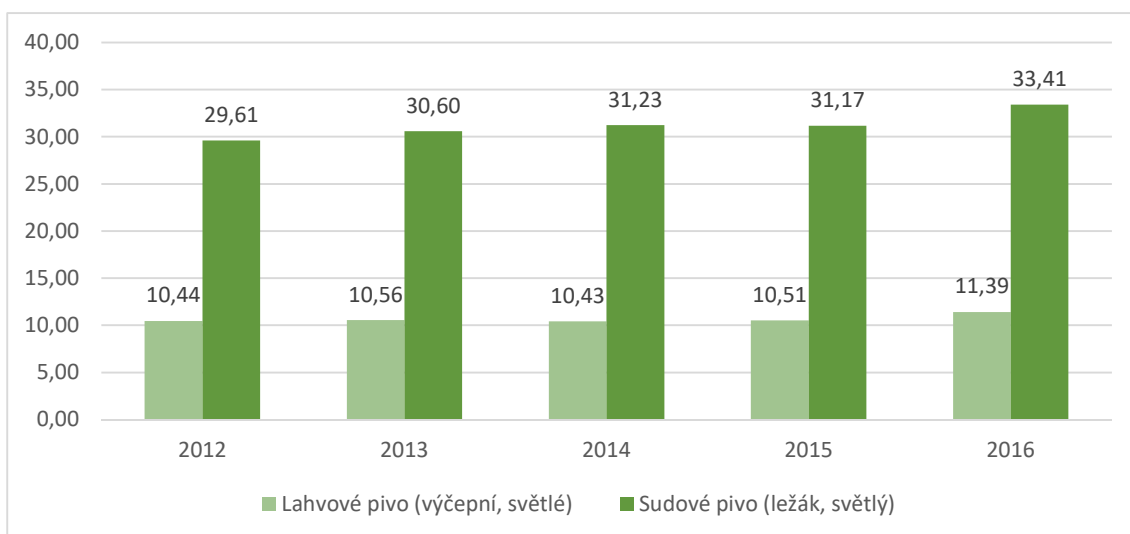
Graf 1 Trend on-trade/off-trade v letech 2012-2016



Zdroj: vlastní zpracování dle statistik ČSPS a Zprávy o stavu českého pivovarství a sladařství za rok 2015 (2018, [online])

Tento trend je s největší pravděpodobností dán zvyšujícím se cenovým rozdílem mezi sudovým pivem v restauraci a lahvoým pivem z obchodu. Katalog Česká republika od roku 1989 v číslech od Českého statistického úřadu nabízí pohled na spotřebitelské ceny lahvového a sudového piva. Cena lahvového piva se ve sledovaném období zvýšila celkově o 9,1 % a cena sudového piva o 12,8 %. Spotřebitelské ceny jsou uvedeny v grafu č. 2.

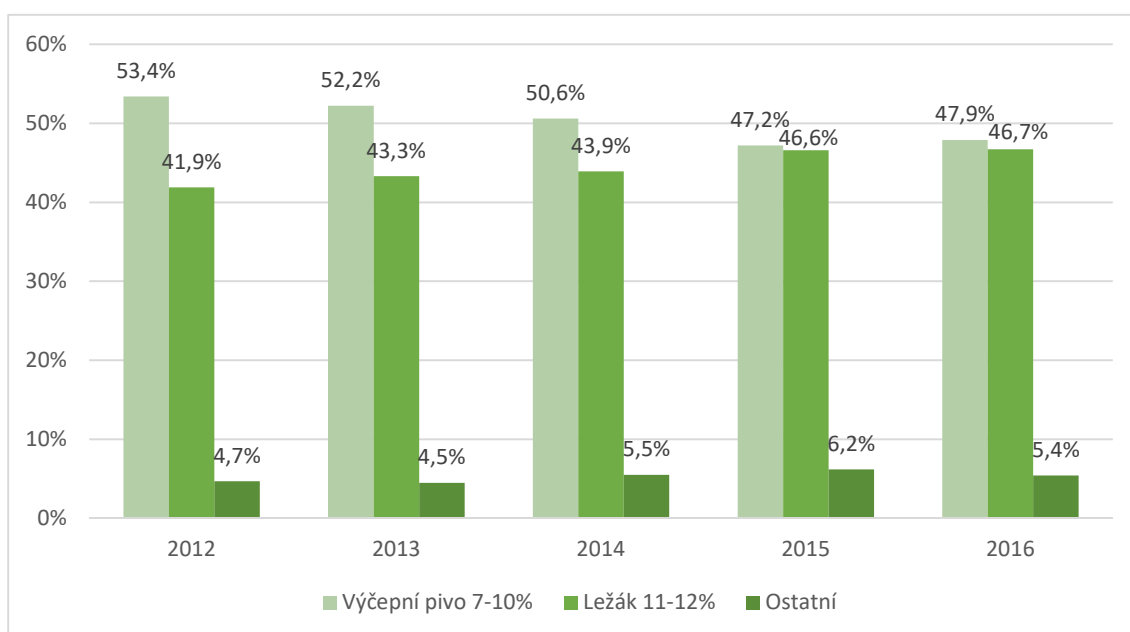
Graf 2 Vývoj spotřebitelských cen piva (0,5 l) v letech 2012-2016 (v Kč)



Zdroj: vlastní zpracování dle katalogu Česká republika od roku 1989 v číslech od ČSÚ (2018, [online])

Další trend, který se objevuje na trhu s pivem, je v typologickém rozdělení spotřeby piva. V grafu č. 3 níže lze nalézt podíly jednotlivých druhů piva. Je zde vidět klesající tendence spotřeby klasických výčepních piv na úkor růstu spotřeby ležáků. Jako ostatní jsou označovány pivní speciály, u kterých v ČR obliba také roste.

Graf 3 Vývoj podílu spotřeby piva dle druhů v ČR v letech 2012-2016



Zdroj: vlastní zpracování dle statistik ČSPS a Zprávy o stavu českého pivovarství a sladařství za rok 2015 (2018, [online])

5.1.2 Analýza atraktivity trhu

Pro zhodnocení atraktivity trhu je v této práci použit nástroj hodnocení atraktivity od Maříka (2003, s. 56).

Atraktivitu trhu s pivem lze hodnotit jako průměrnou. V analýze obdržel trh hodnocení 48 %. Jedná se o velký trh s nižším růstem a velkou konkurencí.

Tabulka 7 Analýza atraktivity trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Váha X Body
		Negativní		Průměr			Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5	6	
Růst trhu	3			x					6
Velikost trhu	2						x		10
Intenzita konkurence	3		x						3
Průměrná rentabilita	2			x					4
Bariéry vstupu	1				x				3
Možnosti substituce	1						x		5
Citlivost na konjunkturu	1				x				3
Struktura zákazníků	2					x			8
Vlivy prostředí	1					x			4
Celkem	16								46
Maximální počet bodů	96								
Dosažené hodnocení	48 %								

Zdroj: Vlastní odhad dle Maříka (2003, s. 56)

Růst trhu

Trh se v posledních letech zvětšuje (viz tabulka č. 4), ale ne žádným převratným tempem. Proto je růst trhu hodnocen jen 2 body.

Velikost trhu

Trh s pivem v ČR je velký, což dokládají i statistiky spotřeby piva na obyvatele (viz graf č. 7) a srovnání trhu s jinými evropskými zeměmi (viz graf č. 8).

Intenzita konkurence

Intenzita konkurence je velmi vysoká a je ohodnocena jen 1 bodem. 4 velké pivovarské společnosti (viz tabulka č. 5) mají celkový podíl na trhu 73,8 %.

Průměrná rentabilita

V následující tabulce č. 8 lze vidět rentabilitu odvětví. Bohužel nelze dohledat průměrné rentability pro tuzemský trh s výrobou piva (CZ-NACE 11.05), a proto jsou využity rentability pro odvětví výroby nápojů (CZ-NACE 11). Rentability lze hodnotit jako průměrné.

Tabulka 8 Průměrná rentabilita odvětví výroby nápojů

Ukazatel	2012	2013	2014	2015	2016
ROE	13,6 %	8,3 %	3,7 %	12,5 %	17,5 %
ROA	8,3 %	7,0 %	4,8 %	9,3 %	10,1 %

Zdroj: Panorama zpracovatelského průmyslu ČR, MPO (2018, [online])

Bariéry vstupu

Největší bariérou pro vstup na trh jsou velké počáteční náklady na podnikání. Tato bariéra je hlavně pro střední a velké pivovary. U minipivovarů není vyžadován tak velký počáteční kapitál, avšak jejich celkový podíl na trhu nebude větší než tisíce až setiny procent. Další bariérou může být vyšší spotřební daň u pivovarů s větším výstavem.

Možnosti substituce

Možnosti substituce prakticky neexistují. Lze evidovat vyšší spotřebu ochucených piv či jiné náhražky, avšak na tuto možnost může pivovar svojí výrobou reagovat. Substitucí lze rozumět i nealkoholické pivo či víno.

Citlivost na konjunkturu

Citlivost na konjunkturu je hodnocena jako průměrná. Vztah spotřeby piva na konjunkturu není výrazný.

Struktura zákazníků

Struktura zákazníků je ohodnocena jako dobrá. Dle údajů Sociologického ústavu AV ČR pivo konzumuje 88 % mužů a 57 % žen. (Pivo v české společnosti, 2017, [online]).

Vlivy prostředí

Pivo je vnímáno v ČR pozitivním způsobem a také jako součást kultury. Prostředí může ovlivňovat spotřebu piva díky sezónnosti, kdy v letních měsících lze evidovat vyšší spotřebu než v zimních měsících. Proto jsou vlivy prostředí ohodnoceny kladně.

5.1.3 PEST analýza

Pomocí PEST analýzy jsou identifikovány faktory, které ovlivňují podnik v jeho makrookolí. V následujících podkapitolách jsou uvedeny politické a legislativní faktory, ekonomické faktory, sociální a demografické faktory a technologické faktory.

Politické a legislativní faktory

Politické prostředí lze v ČR hodnotit jako poměrně stabilní i vzhledem k členství v EU, kde lze nalézt podobnou legislativu u ostatních členských států. Výrobce piva nejvíce ovlivňuje výše daně z přidané hodnoty (21 %), daň z příjmu právnických osob (19 %) a dále spotřební daň z piva, kterou upravuje zákon č. 353/2003 Sb., o spotřebních daních. V následující tabulce č. 9 lze vidět přehled o sazbách spotřební daně z piva.

Tabulka 9 Spotřební daň z piva (v Kč/hl/°)

Pro velké nebo závislé pivovary	Pro malé a nezávislé pivovary				
Základní sazba	do 10 tis. hl	10-50 tis. hl	50-100 tis. hl	100-150 tis. hl	150-200 tis. hl
32,00	16,00	19,20	22,40	25,60	28,80

Zdroj: Spotřební daň – pivo, Finance.cz (2018, [online])

Podnik Měšťanský pivovar v Poličce, a.s., je považován za malý nezávislý pivovar a celkový výstav měl v roce 2016 necelých 120 tis. hl. Malým nezávislým pivovarem je míněn takový pivovar, který nemá celkový výstav přes 200 tis. hl a není hospodářsky závislý na jiném pivovaru. Pivovar z tohoto důvodu spadá do tučně vyznačené sazby spotřební daně 25,60 Kč za hl za každé celé hmotnostní procento extraktu původní mladiny. Základní sazba 32,- Kč/hl/° je využívána pro pivovary, které nejsou malé a nezávislé.

Měšťanský pivovar v Poličce, a.s., za každý uvařený hl desetistupňového piva (Hradební) odvede spotřební daň ve výši 256,- Kč (25,60 Kč * 10). Tento model dle celkového výstavu pozitivně ovlivňuje rozmanitost pivního trhu, jelikož minipivovary s malým výstavem odvádí menší spotřební daň.

Andrej Babiš a jeho hnutí ANO prosazuje ve svém programu snížení DPH u točeného piva z nynějších 21 % na sníženou sazbu 10 %. Tato změna by jistě pozitivně ovlivnila celý trh s pivem, ale záleží, zdali bude opravdu prosazena (Babiš zřejmě sní i o DPH u točeného piva, opět navrhuje její snížení na 10 %, 2018, [online]).

Dalšími faktory, které mohly negativně ovlivnit situaci na trhu s pivem, je zavedení elektronické evidence tržeb a také tzv. protikuřácký zákon.

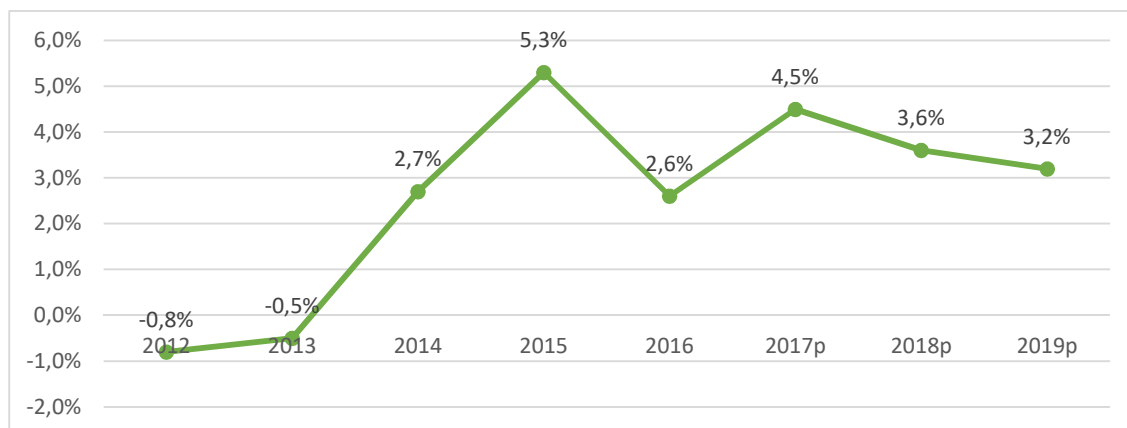
Ekonomické faktory

Z ekonomických faktorů, které ovlivňují oceňovaný podnik, jsou v této práci uvedeny vývoje HDP, míry inflace a míry nezaměstnanosti. Vývoj devizových kurzů má na pivovar minimální vliv vzhledem k neexistenci exportu, a proto není v této práci popsán.

Vývoj HDP

Hrubý domácí produkt je peněžní hodnota všech statků a služeb vytvořená za určité období na území státu. V grafu č. 4 lze nalézt vývoj reálného HDP v ČR v letech 2012-2016 a jeho prognózu v letech 2017-2019.

Graf 4 Vývoj reálného HDP v letech 2012-2016 a jeho prognóza v letech 2017-2019



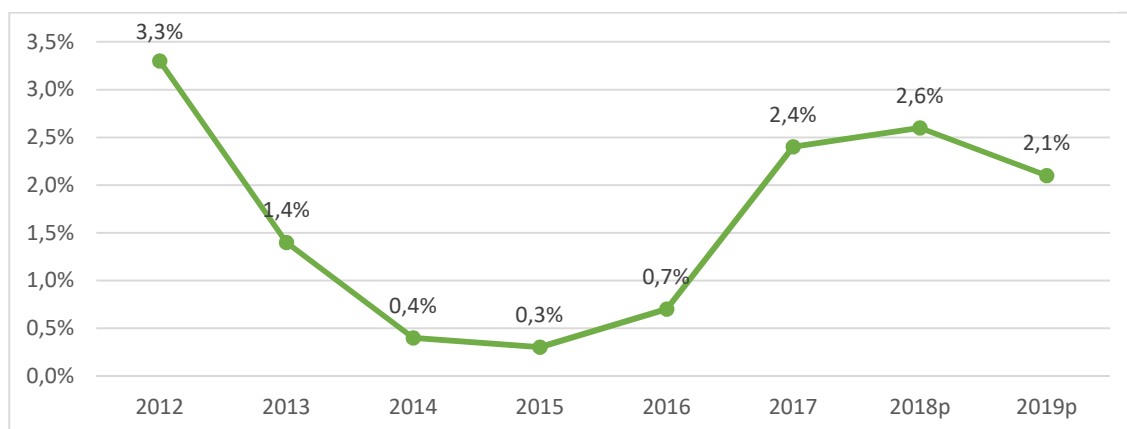
Zdroj: vlastní zpracování dle dat ČSÚ (Hlavní makroekonomické ukazatele) a ČNB (Aktuální prognóza ČNB) (2018, [online])

Reálné HDP od roku 2014 meziročně vždy roste a jeho prognóza na následující roky je také pozitivní. Lze očekávat, že vývoj reálného HDP mírným způsobem pozitivně ovlivní trh s výrobou piva v následujících letech.

Vývoj inflace

Inflace je označována jako růst cenové hladiny zboží a služeb za určité období a snižuje kupní sílu obyvatelstva daného státu. V grafu č. 5 lze vidět vývoj míry inflace v letech 2012-2017 a její prognózu na další 2 roky.

Graf 5 Vývoj míry inflace v letech 2012-2017 a jeho prognóza v letech 2018-2019



Zdroj: vlastní zpracování dle dat ČSÚ (Hlavní makroekonomické ukazatele) a MFČR (Makroekonomická predikce - leden 2018 (2018, [online])

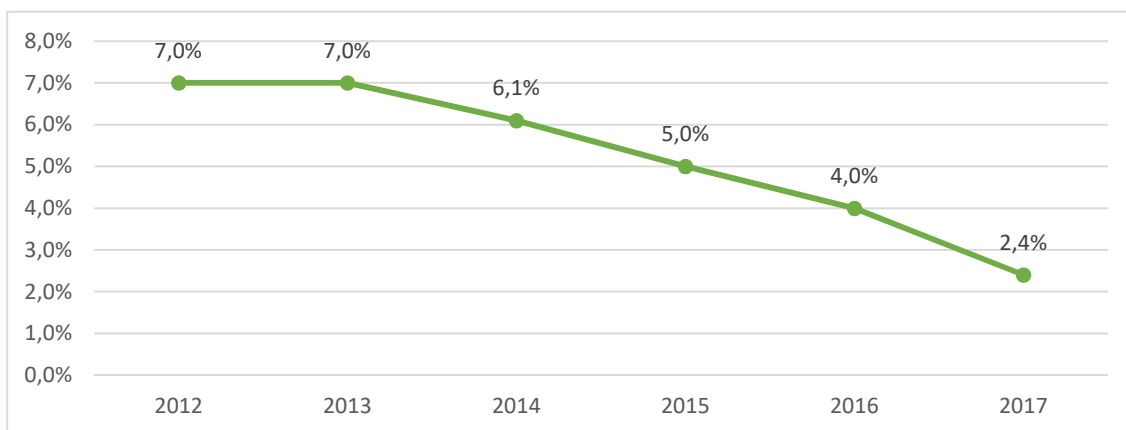
V letech 2014 až 2016 byla míra inflace velmi nízká a zvýšila se až v roce 2017 na 2,4 %. Obdobné hodnoty lze dle Ministerstva financí České republiky očekávat i v roce 2018 a 2019. Avšak průměrné mzdy v ČR rostou rychleji než index spotřebitelských cen, což pozitivně ovlivňuje spotřebu obyvatelstva. V roce 2016 vzrostla průměrná mzda dle

dat ČSÚ o 3,6 % a v roce 2017 dokonce o necelých 8 % (Mzdy a náklady práce, 2018, [online]).

Vývoj nezaměstnanosti

Míra nezaměstnanosti v České republice v celém sledovaném období klesala a dosahuje velmi nízkých hodnot. Míra nezaměstnanosti na konci roku 2017 dosahovala jen 2,4 %, v celé EU je průměrná hodnota nezaměstnanosti 7,3 %. Česká republika se s mírou nezaměstnanosti 2,4 % řadí na první místo mezi zeměmi Evropské unie.

Graf 6 Vývoji míry nezaměstnanosti v letech 2012-2017



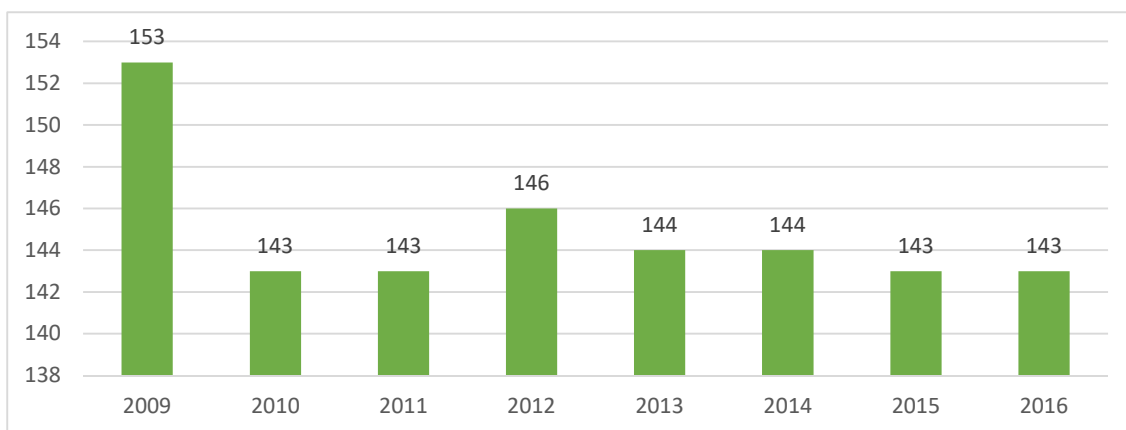
Zdroj: vlastní zpracování dle dat ČSÚ (Hlavní makroekonomické ukazatele) (2018, [online])

Sociální a demografické faktory

Obyvatelé České republiky mají k pivu vřelý vztah. Pivo konzumuje 88 % mužů zhruba 3x týdně a 57 % žen 2x týdně. Za týden muž spotřebuje 8 půllitrových piv a žena 2 půllitrová piva (Pivo v české společnosti, 2017, [online]).

V grafu č. 7 lze vidět spotřebu piva v ČR v letech 2009-2016. Pokles spotřeby v roce 2010 lze vysvětlit dopady ekonomické krize a také nástupem zdravějšího životního stylu. Část lze také připsat větší oblíbenosti nealkoholického piva. Dále se hodnota ustálila na 143 litrech na osobu za rok.

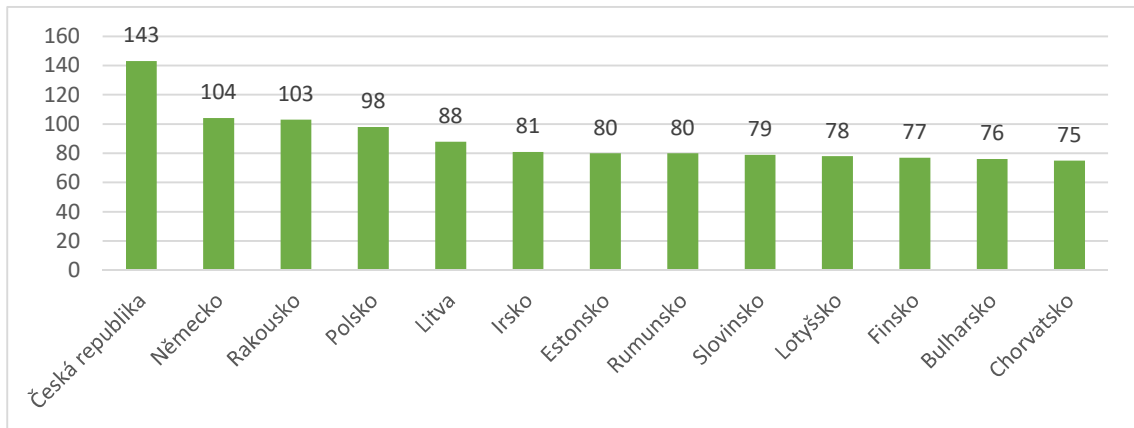
Graf 7 Roční spotřeba piva na osobu v ČR (v l)



Zdroj: vlastní zpracování dle statistik ČSPS a Zprávy o stavu českého pivovarství a sladařství za rok 2015 (2018, [online])

Graf č. 8 nabízí mezinárodní srovnání spotřeby piva za rok 2016. Česká republika obsazuje jednoznačné první místo a další následující státy mají zhruba o třetinu menší spotřebu.

Graf 8 Roční spotřeba piva na osobu za rok - mezinárodní srovnání (v l)



Zdroj: vlastní zpracování dle webu Statista.com (2018, [online])

Technologické faktory

Jak již bylo v této práci zmíněno, existují vysoké počáteční náklady pro začínající pivovary, které se chtějí zařadit alespoň do kategorie středně velkých. Jelikož výroba piva spadá pod potravinářský průmysl, je také nutné dodržovat hygienické a jiné potravinářské normy.

Pivovary prošly výraznou modernizací v 90. letech, kdy se musely přizpůsobit novým normám či musely být nahrazeny zastaralé technologie. Mnoho podniků z tohoto důvodu zaniklo. Ve 21. století jsou technologické inovace hlavně zaměřovány na zrychlování procesu výroby a jeho automatizaci. Také vznikly nové technologie kvašení piva, které jsou využívány hlavně ve velkých pivovarech, ale na tyto inovace existuje mnoho stížností z důvodu ztráty chutě či vůně a jiných vlastností charakteristických pro dobré pivo.

Měšťanský pivovar v Poličce zásadní technologické inovace, které by mohly pozměnit tradiční postup výroby piva a jeho konečné vlastnosti, odmítá. Pivovar klade důraz na tradiční výrobu.

5.2 Analýza mikroprostředí

Mikroprostředí podniku Měšťanský pivovar v Poličce, a.s., je analyzováno pomocí Porterova modelu pěti sil. Po této části práce je již přistoupeno k prognóze tržeb podniku, která je výstupem strategické analýzy.

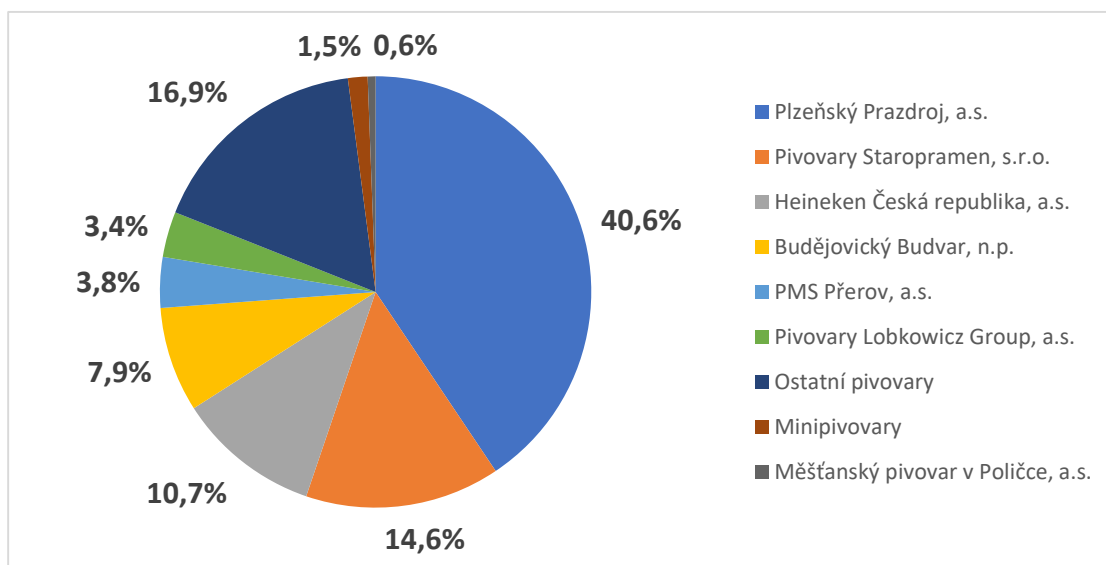
5.2.1 Porterův model pěti sil

Porterův model pěti sil patří k základním nástrojům pro analýzu konkurenčního prostředí firmy. V této podkapitole bude analyzováno riziko konkurenčního prostředí, rizika ze stran odběratelů, dodavatelů a nových konkurentů a hrozba substitutů.

Konkurence na trhu

Konkurence na trhu s výrobou piva je poměrně vysoká. V posledních letech lze na trhu pozorovat slučování pivovarů do větších celků a také vstupy zahraničních společností. Pro stanovení procentuálních podílů na trhu jsou v této práci využívány hodnoty celkového výstavu. Na českém trhu existuje 6 velkých pivovarnických společností, které ovládají celkem 81 % z celého trhu. Měšťanský pivovar v Poličce má nejvíc odběratelů v Pardubickém kraji a blízkém okolí. V tomto kraji sílí konkurenční prostředí hlavně z důvodu tlaku velkých pivovarských společností (jmenovitě především Pivovarů Staropramen a Budějovického Budvaru). Tyto společnosti vynakládají velké finanční prostředky k zavázání si odběratelů na delší dobu, což jistým způsobem deformuje čisté konkurenční prostředí. V následujícím grafu č. 9 lze vidět podíly na trhu v ČR 6 největších pivovarnických společností, ostatních pivovarů, minipivovarů a pro ilustraci také oceňovaného podniku Měšťanský pivovar v Poličce za rok 2016.

Graf 9 Podíly na trhu s výrobou piva v roce 2016 dle výstavu



Zdroj: Zdroj: vlastní zpracování dle Česká republika: výstav a export piva a sladu (2018, [online])

Plzeňský Prazdroj, a.s. (tržní podíl 40,6 %)

Plzeňský Prazdroj se svým celkovým výstavem 8 311 tis. hl v roce 2016 opanuje trh s pivem v ČR s tržním podílem 40,6 %. Pivovar vlastní japonská pivovarská společnost Asahi.

Pivovary Staropramen, s.r.o. (tržní podíl 14,6 %)

Se značným odstupem za Plzeňským Prazdrojem drží druhé místo na trhu s výrobou piva Pivovary Staropramen, s.r.o., s celkovým tržním podílem 14,6 % a výstavem necelých 3 000 tis. hl. Pod Pivovary Staropramen patří všechny druhy piva Staropramen a také Braník.

Heineken Česká republika, a.s. (tržní podíl 10,7 %)

Nizozemská společnost Heineken je jedničkou na evropském trhu s výrobou piva a v ČR obsazuje s tržním podílem 10,7 % třetí místo. Společnost Heineken vlastní v ČR pivovar Starobrno, Královský pivovar Krušovice a pivovar Velké Březno. Druhy piva, které spadají pod kontrolu Heinekenu, jsou Krušovice, Zlatopramen, Starobrno, Březňák a Hostan. (Heineken Kdo jsme, 2018, [online]).

Budějovický Budvar, n.p. (tržní podíl 7,9 %)

Budějovický Budvar je státní pivovarnická společnost z Českých Budějovic a s celkovým výstavem 1 610 tis. hl zaujímá čtvrté místo na českém trhu s výrobou piva s tržním podílem 7,9 %. Pod Budějovický Budvar patří pivo Budweiser Budvar a Pardál.

PMS Přerov, a.s. (tržní podíl 3,8 %)

Do skupiny PMS Přerov, která sdružuje středomoravské pivovary, patří pivovary Zubr, Litovel a Holba. Skupina figuruje téměř výhradně na Moravě a ve východních Čechách a její tržní podíl je roven 3,8 % díky výstavu 776 tis. hl.

Pivovary Lobkowicz Group, a.s. (tržní podíl 3,4 %)

Lobkowicz Group, podobně jako PMS Přerov, sdružuje více pivovarů. Pivovary Lobkowicz Group měly celkem v roce 2016 výstav 701 tis. hl a tržní podíl 3,4 %. Do této skupiny patří produkty Lobkowicz, Platan, Černá Hora, Ježek, Klášter, Rychtář a Vysoký Chlumec. Pivovar Rychtář sídlí v Hlinsku v Čechách, což je zhruba 30 km od Poličky, a svým výstavem se blíží 100 tis. hl. Z těchto důvodů lze tento pivovar považovat za jednoho z největších místních konkurentů Měšťanského pivovaru v Poličce.

Ostatní pivovary (tržní podíl 16,9 %)

Dle Zprávy o stavu českého pivovarství a sladařství za rok 2015 existuje (mimo 6 velkých pivovarských společností zmíněných výše) dalších 29 samostatných pivovarů, které mají celkový výstav přibližně 3 500 tis. hl a tržní podíl 16,9 % (ČSPS, 2015). Z těchto pivovarů nejvíce ohrožují Měšťanský pivovar v Poličce pivovary Chotěboř a Tambor. Pivovar Chotěboř sídlí v kraji Vysočina a působí také v Pardubickém kraji, totéž se týká pivovaru Tambor z Dvora Králové nad Labem. Za dalšího konkurenta lze považovat Pardubický pivovar Pernštejn, jehož celkový výstav je v posledních letech zhruba 90 tis. hl.

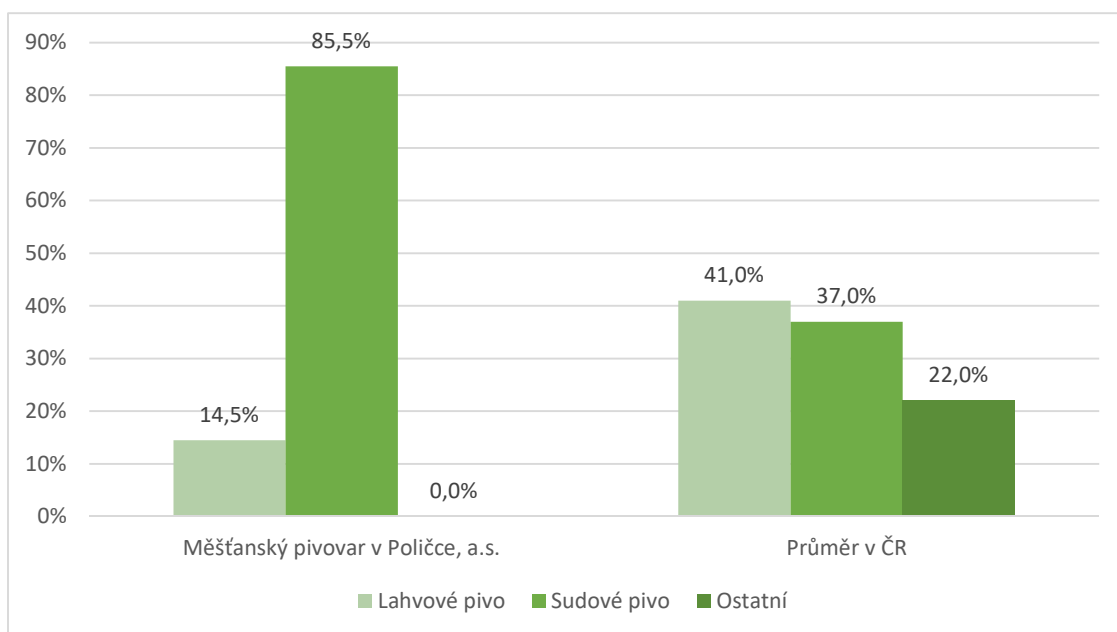
Minipivovary (tržní podíl 1,5 %)

Minipivovary, i přes svůj 1,5 % podíl na trhu, nelze opomenout při stanovení konkurenčních podniků. Minipivovarů je v současné době zhruba 400 a jejich popularita neustále roste. Místní minipivovary se staly součástí cestovního ruchu v ČR a nenavštěvují je jen tuzemští zákazníci, ale také zahraniční, kteří cestují do ČR z důvodu tzv. pivní turistiky. (Minipivovarů je na 400 a každý týden přibývají další, 2017, [online]). Rozmach minipivovarů lze vysvětlit také větší oblibou pivních speciálů a menší spotřebou klasických výčepních piv (viz graf č. 3).

Vliv odběratelů

Měšťanský pivovar v Poličce, a.s., má největší podíl svých odběratelů v Pardubickém kraji a místním okolí, ale lze nalézt i restaurační zařízení v Praze, které nabízejí pivo z Poličky. Žádné své pivo neexportuje, proto je v této práci bezpředmětné se exportem zabývat. V grafu č. 10 lze nalézt spotřebu piva v ČR a Měšťanského pivovaru v Poličce dle obalů v roce 2015. Za ostatní jsou považována piva v plechovkách, PET lahvích a v cisternách.

Graf 10 Spotřeba piva v ČR a Měšťanského pivovaru v Poličce dle obalů v roce 2015



Zdroj: vlastní zpracování dle Zprávy o stavu českého pivovarství a sladařství za rok 2015 a Výroční zprávy za rok 2015 podniku Měšťanský pivovar v Poličce, a.s.

Z grafu lze vyčíst, že drtivé množství piva z Poličky je prodáváno v restauračních zařízeních v sudech. 14,5 % lahvového piva bylo v roce 2015 nakoupeno v restauračních zařízeních nebo přímo v pivovaru. Za odběratele tedy nelze považovat supermarkety, které mají větší vyjednávací sílu, ale jen restaurační zařízení, které nemají tak silnou odběratelskou pozici, ale je zde riziko zavázání odběratelů jiným pivovarem.

Vliv dodavatelů

Základními surovinami pro výrobu piva jsou ječný slad, chmel, voda a pivovarské kvasnice. Velké pivovary většinou disponují svou zásobárnou vody a také si pěstují vlastní kvasnice, které nabízejí např. minipivovarům, jelikož jejich pěstování je velmi finančně náročné. Ječný slad a chmel naopak musí nakupovat od svých dodavatelů.

Měšťanský pivovar v Poličce využívá vodu z vlastních hlubinných studní a kvasnice si také sám pěstuje. Slad nakupuje z celé České republiky a chmel z Žatce. Čili hlavními dodávanými surovinami je ječný slad a chmel. Ceny těchto surovin jsou poměrně stabilní a není pro pivovar problém případně dodavatele změnit. Pěstitelů chmele existuje celá řada a lze ho dovážet také z ciziny. Dodavatele ječného sladu lze jednoduchým způsobem také nahradit. Celková vyjednávací síla dodavatelů je nízká.

Noví konkurenti

V PEST analýze již byl zmíněn faktor vysokých počátečních nákladů při vstupu na trh s výrobou piva. Z tohoto důvodu pravděpodobně noví konkurenti trh výrazně nepozmění a Měšťanský pivovar v Poličce neohrozí. Problémem pro oceňovaný pivovar může být sílící tlak z velkých pivovarských společností, které finančně motivují část odběratelů (restaurační zařízení). Lze tedy očekávat spíše ohrožení ze strany stávající konkurence, než vstup nových konkurentů na trh.

Vzhledem k lokálnímu působení pivovaru může jeho postavení na trhu ovlivnit vstup minipivovarů na trh v blízkém okolí. Vstup minipivovarů pozitivně ovlivňuje i nižší výše spotřební daně. Avšak z důvodu historického vaření piva a tradiční značky Měšťanského pivovaru v Poličce by odběratelé neměli přecházet k minipivovarům. Vstup nových konkurentů obecně nelze hodnotit jako ohrožující.

Substituty

Za substitut z pohledu Měšťanského pivovaru v Poličce lze označit vzrůstající odbyt lahvových piv a odbyt piv v jiných obalech, jelikož drtivé množství produkce pivovaru je sudové pivo. Což lze označit za riziko, jelikož on-trade klesá posledních 10 let.

Dalším substitutem může být přechod spotřebitelů k jinému alkoholickému nápoji. Za takový alkoholický nápoj lze označit např. víno. Avšak vzhledem k pozitivnímu společenskému vnímání piva v ČR, nelze hovořit o značném ohrožení. Víno je také více propagováno z důvodu zdravého životního stylu. Zdravý životní styl může ovlivnit také větší spotřebu nealkoholických nápojů a také nealkoholického piva, které Měšťanský pivovar v Poličce nevyrábí. Spotřeba nealkoholického piva je podpořena také striktním silničním zákonem, který hovoří o nulové toleranci alkoholu u řidičů.

5.3 Prognóza tržeb oceňovaného podniku

Prognóza tržeb oceňovaného podniku se týká jen jeho výkonů. Tržby za prodej zboží jsou jen okrajová část podnikání pivovaru a v roce 2016 dosahují jen zhruba 1 % z celkových tržeb. Z tohoto důvodu nebudou tržby za prodej zboží v této podkapitole predikovány.

Při prognózování tržeb nelze u oceňovaného podniku využít prodloužení časových řad nebo regresní analýzu v závislosti např. na HDP a jiných makroekonomických veličinách. Měšťanský pivovar v Poličce téměř vyčerpal svoje kapacitní možnosti, a pokud by bylo využito výše zmíněných metod prognózování, nebyly by odhady reálné. Při těchto metodách rostou tržby pivovaru mnohem rychlejším způsobem, než je v podniku možné.

Pro připomenutí měl pivovar v roce 2016 celkový výstav 120 tis. hl a blíží se plné kapacitě. Statutární ředitel pivovaru Karel Witz pro ČIA News uvádí, že zvýšení produkce na 150 tis. hl a následně na 200 tis. hl proběhne po rozsáhlých investicích do nové varny do zhruba 20 let. Avšak nehovoří o přesných datech, tudíž je v prognóze tržeb zohledněno postupné zvyšování tržeb v následujících 5 letech a lze očekávat vyšší nárůst výstavu a tržeb až v dalších budoucích letech (Karel Witz: Výstav Pivovaru v Poličce se zvýšil o 3 pct téměř na 120 tis. hl, 2017, [online]).

V tabulce č. 10 jsou zvýrazněny minulé a predikované výkony oceňovaného podniku. Celkový výstav trhu lze při prodloužení časové řady očekávat rostoucí, avšak pomalejším tempem než v posledních 3 letech sledovaného období. Celkový tržní podíl podniku roste v predikovaném období v řádech setin procent.

Průměrné tempo růstu výstavu podniku je ve sledovaném období v letech 2009-2016 rovno 8,72 %. Jak již bylo zmíněno v předchozích odstavcích, nelze očekávat takové tempo růstu i v dalších letech. Odhadovaný výstav podniku v roce 2017 je navýšen jen o 1 % oproti roku 2016. Tento střídavý odhad je dán nejen omezením kapacitních možností, ale také protikuřáckým zákonem, kvůli kterému lze očekávat nižší růst produkce z důvodu nižšího zájmu od odběratelů o pivo zejména v zimních měsících. Avšak v následujících letech se dle autora odhadu již tento faktor nebude projevat.

V roce 2018 je očekáván růst celkového výstavu pivovaru o 1,5 %, v letech 2019-2020 o 2 % a v konečném roce 2021 lze očekávat růst již o 3 %, kdy se může projevat již dokončení alespoň části investic do rozšíření kapacitních možností. Celková kapacita se pomalu bude blížit 150 tis. hl v první etapě investic a následně k 170 tis. hl při finalizaci druhé etapy investic.

Průměrné tempo růstu výkonů podniku je ve sledovaném období 2009-2016 rovno 11,52 %. Průměrné tempo růstu výkonů podniku je zhruba o jednu čtvrtinu vyšší než průměrné tempo výstavu podniku, což je v prognóze výkonů zohledněno o zmíněných

25 %. Z tohoto důvodu je tempo růstu výkonů v roce 2017 rovno 1,25 %, v roce 2018 1,88 %, v letech 2019-2020 2,5 % a v konečném roce 2021 již 3,75 %. Vyšší růst výkonů oproti výstavu je dán zvyšujícími se cenami produktů pivovaru. Tyto rostoucí ceny lze dohledat na webových stránkách podniku a lze tento trend očekávat i v budoucích letech.

Také díky výsledkům strategické analýzy lze očekávat rostoucí výkony oceňovaného podniku v celém sledovaném období. V roce 2016 se výkony rovnaly 173 182 tis. Kč a na konci predikovaného období v roce 2021 lze očekávat výkony podniku již 194 716 tis. Kč.

Tabulka 10 Prognóza výkonů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s.

Název položky	Rok	Výstav trhu (v tis. hl)	Tempo růstu trhu	Tržní podíl podniku	Výstav podniku (v tis. hl)	Tempo růstu výstavu podniku	Výkony podniku (v tis. Kč)	Tempo růstu výkonů podniku
Minulost	2009	19 877		0,35 %	68,68		83 969	
	2010	18 098	-8,95 %	0,35 %	63,70	-7,25 %	79 346	-5,51 %
	2011	18 624	2,91 %	0,37 %	68,88	8,13 %	85 766	8,09 %
	2012	19 216	3,18 %	0,43 %	82,35	19,56 %	106 917	24,66 %
	2013	19 205	-0,06 %	0,53 %	102,03	23,90 %	140 570	31,48 %
	2014	19 648	2,31 %	0,55 %	108,89	6,72 %	142 011	1,03 %
	2015	20 076	2,18 %	0,58 %	116,50	6,99 %	159 323	12,19 %
2016	20 475	1,99 %	0,59 %	120,00	3,00 %	173 182	8,70 %	
Průměr	2009-2016		0,51 %	0,47 %		8,72 %		11,52 %
Prognóza	2017	20 320	-0,75 %	0,60 %	121,20	1,00 %	175 347	1,25 %
	2018	20 524	1,00 %	0,60 %	123,02	1,50 %	178 635	1,88 %
	2019	20 728	0,99 %	0,61 %	125,48	2,00 %	183 100	2,50 %
	2020	20 932	0,98 %	0,61 %	127,99	2,00 %	187 678	2,50 %
	2021	21 136	0,97 %	0,62 %	131,83	3,00 %	194 716	3,75 %

Zdroj: vlastní zpracování dle statistik ČSPS a výročních zpráv podniku Měšťanský pivovar v Poličce, a.s., v letech 2012-2016

6 Finanční analýza

Finanční analýza je důležitou součástí procesu oceňování podniku. Nabízí přehled o finanční stabilitě podniku a jeho finanční výkonnosti k datu ocenění. Pomocí finanční analýzy lze také odhadnout podnikovou perspektivu v následujících letech a potvrdit going concern princip, který je vyžadován ve výnosových metodách oceňování.

Finanční analýza v této práci je zpracována na základě účetních výkazů podniku Měšťanský pivovar v Poličce, a.s., v letech 2012-2016.

6.1 Analýza účetních výkazů

Analýza účetních výkazů je základní částí finanční analýzy. Jedná se o vertikální a horizontální analýzu účetních výkazů = rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Horizontální analýza zkoumá vývoj veličin v čase v poměru se stanoveným minulým obdobím. Vertikální analýza rozebírá strukturu veličin v účetním výkazu vztaženou k základní veličině (např. celkové bilanční sumě).

Pro větší přehlednost analýzy účetních výkazů jsou v této práci účetní výkazy vedeny v jejich zkrácené formě. Účetní výkazy v plném rozsahu jsou uvedeny v přílohách č. 1-3.

6.1.1 Rozvaha

Rozvaha je považována za základní účetní výkaz. Ukazuje v peněžním vyjádření celkový přehled o podnikovém majetku (aktiva) a z jakých zdrojů je podnikový majetek financován (pasiva).

V tabulce č. 11 je uveden **zkrácený účetní výkaz rozvahy**, konkrétně **aktiv**. Bilanční suma na začátku sledovaného období v roce 2012 byla rovna 119 250 tis. Kč a na konci sledovaného období v roce 2016 již 227 590 tis. Kč. V každém roce byla bilanční suma navýšena. Největší vliv na tuto skutečnost mají oběžná aktiva, ve kterých je každým rokem významným způsobem navýšena hodnota krátkodobého finančního majetku. To značí držení velkého množství finančních prostředků v pokladně anebo na bankovních účtech podniku, které jsou kumulovány na rozšiřování výrobních kapacit.

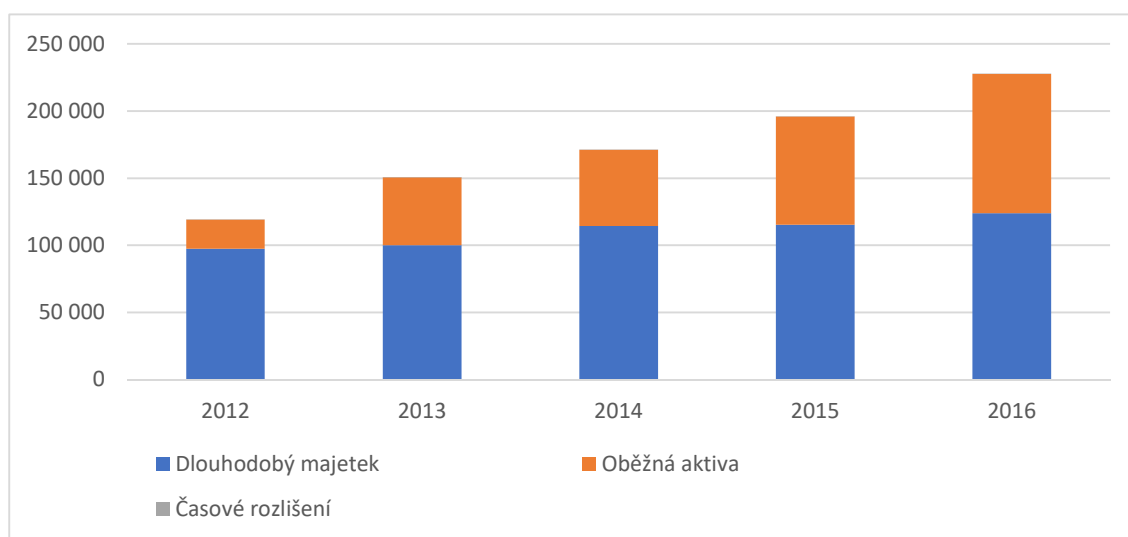
Tabulka 11 Zkrácený účetní výkaz rozvahy - aktiva v letech 2012-2016 (v tis. Kč)

Název položky	2012	2013	2014	2015	2016
AKTIVA CELKEM	119 250	150 650	171 231	196 079	227 590
Dlouhodobý majetek	97 438	100 191	114 455	115 242	123 838
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	68	89	107	152
Dlouhodobý hmotný majetek	94 881	97 175	111 081	111 465	119 548
Dlouhodobý finanční majetek	2 557	2 948	3 285	3 670	4 138
Oběžná aktiva	21 746	50 418	56 656	80 695	103 620
Zásoby	14 995	22 661	17 416	16 784	18 830
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	3 154	8 288	6 924	4 300	3 752
Krátkodobý finanční majetek	3 597	19 469	32 316	59 611	81 038
Časové rozlišení	66	41	120	142	132

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

V grafu č. 11 je znázorněna struktura aktiv v letech 2012-2016. Zde je vidět pomalu rostoucí dlouhodobý majetek společnosti, ale hlavně poměrně strmý nárůst oběžného majetku v jednotlivých letech. Časové rozlišení má na strukturu aktiv nepatrný vliv.

Graf 11 Struktura aktiv v letech 2012-2016 (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

Tabulka č. 12 nabízí pohled na **zkrácený účetní výkaz rozvahy**, v tomto případě **pasiv** v letech 2012-2016. Ve struktuře pasiv lze vidět vzrůstající položky vlastního kapitálu, ale i cizích zdrojů. Nejvýznamnější položkou vlastního kapitálu je výsledek hospodaření minulých let, kde je evidován vzrůstající trend. Jedná se o nerozdělený zisk z minulých let, který v posledním sledovaném roce 2016 dosahuje již 134 754 tis. Kč. Jak ukazují aktiva, nerozdělené zisky z minulých let jsou drženy v nejlíkvinnější formě = v penězích.

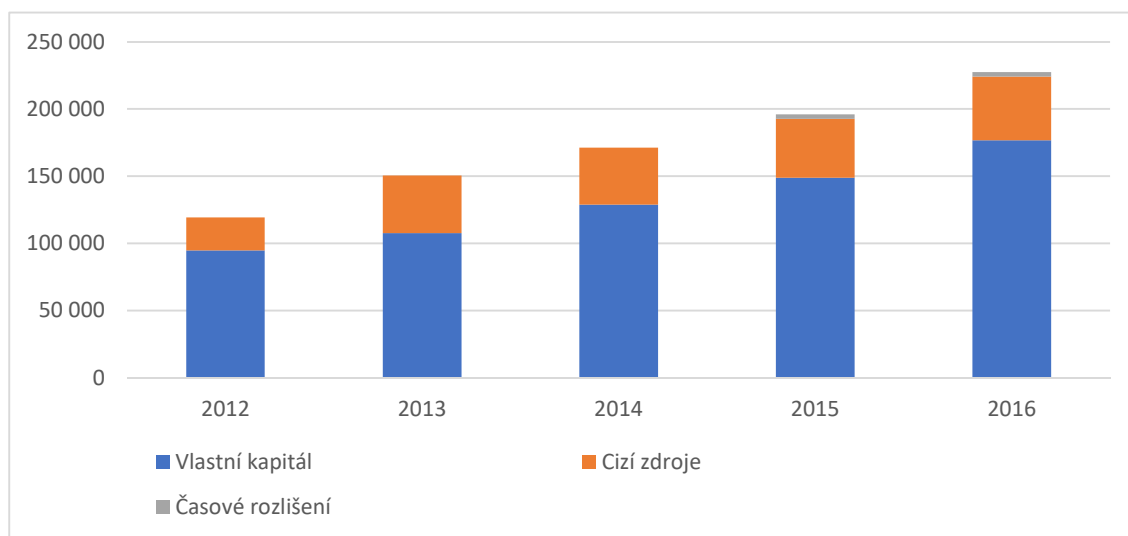
Tabulka 12 Zkrácený účetní výkaz rozvahy - pasiva v letech 2012-2016 (v tis. Kč)

Název položky	2012	2013	2014	2015	2016
PASIVA CELKEM	119 250	150 650	171 231	196 079	227 590
Vlastní kapitál	94 711	107 700	128 947	148 871	176 844
Základní kapitál	8 064	8 064	8 064	8 064	8 064
Kapitálové fondy	1 357	1 748	2 085	2 470	2 838
Fondy ze zisku	1 613	1 613	0	0	0
VH minulých let	76 725	82 481	95 494	115 438	134 754
VH běžného účetního období (+/-)	6 952	13 794	23 304	22 899	31 188
Cizí zdroje	24 539	42 950	42 284	43 941	47 329
Dlouhodobé závazky	3 190	3 684	4 076	4 408	4 446
Krátkodobé závazky	21 349	39 266	38 208	39 533	42 883
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	0	0	0	3 267	3 417

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

V grafu č. 12 lze nalézt strukturu pasiv v letech 2012-2016. Zde lze pozorovat narůstající hodnotu pasiv, ale především poměr mezi financováním pomocí vlastního kapitálu a cizích zdrojů. Podnik Měšťanský pivovar v Poličce, a.s., je financován významným způsobem z vlastních zdrojů.

Graf 12 Struktura pasiv v letech 2012-2016 (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

Horizontální analýza rozvahy

Tabulka č. 13 ukazuje horizontální analýzu aktiv v letech 2012-2016. Jedná se o relativní (procentní) a absolutní změny k minulému období. Ve sledovaném období došlo v každém roce k navýšení aktiv.

Dlouhodobý majetek také narůstá a největší podíl růstu zaujímá dlouhodobý hmotný majetek, což značí narůstající investice do dlouhodobého majetku. V roce 2014 vzrostl dlouhodobý majetek o 14,2 %, kdy největší podíl zaujímají stavby = dle výroční zprávy se jedná o investice do restaurace a stavební úpravy areálu pivovaru. V roce 2016 vzrostl dlouhodobý majetek o 7,5 % a největší podíl zaujímá vzrůst samostatných movitých věcí, ve kterých se odráží investice do vozového parku podniku.

Oběžná aktiva vzrůstají každým rokem. Nejpatrnější změnu lze pozorovat v roce 2013, kdy došlo ke zvýšení oběžných aktiv o 131,8 %. V tomto roce došlo k velkému nárůstu výstavu piva (tudíž i tržeb), což vysvětluje zvyšující se zásoby a také krátkodobé pohledávky. V následujících letech již růst výstavu piva nebyl tak výrazný, proto nejsou evidovány výrazné změny v zásobách a krátkodobých pohledávkách. Naopak jejich snižování může naznačovat lepší práci s obratem zásob a pohledávek. Ve všech letech sledovaného období je vidět již zmíněný trend ve zvyšování finančních prostředků na bankovních účtech. Podnik nevykazuje žádné dlouhodobé pohledávky, což indikuje, že podnik neposkytuje odklad splatnosti pohledávek nad 1 rok.

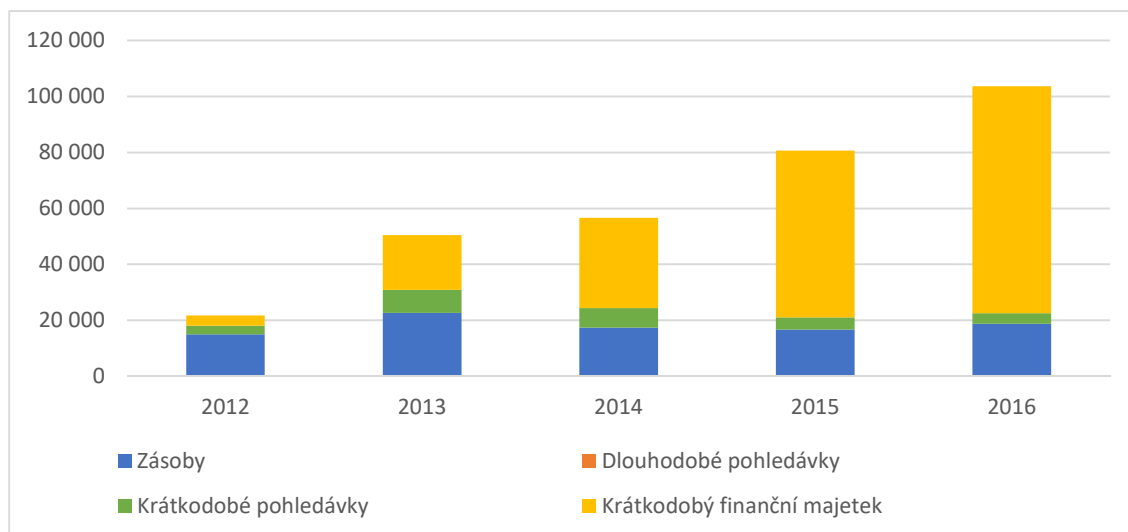
Tabulka 13 Horizontální analýza aktiv v letech 2012-2016 (v tis. Kč a %)

Název položky	Relativní změna				Absolutní změna			
	2013/12	2014/13	2015/14	2016/15	2013/12	2014/13	2015/14	2016/15
AKTIVA CELKEM	26,3 %	13,7 %	14,5 %	16,1 %	31 400	20 581	24 848	31 511
Dlouhodobý majetek	2,8 %	14,2 %	0,7 %	7,5 %	2 753	14 264	787	8 596
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,0 %	30,9 %	20,2 %	42,1 %	68	21	18	45
Dlouhodobý hmotný majetek	2,4 %	14,3 %	0,3 %	7,3 %	2 294	13 906	384	8 083
Dlouhodobý finanční majetek	15,3 %	11,4 %	11,7 %	12,8 %	391	337	385	468
Oběžná aktiva	131,8 %	12,4 %	42,4 %	28,4 %	28 672	6 238	24 039	22 925
Zásoby	51,1 %	-23,1 %	-3,6 %	12,2 %	7 666	-5 245	-632	2 046
Dlouhodobé pohledávky	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	162,8 %	-16,5 %	-37,9 %	-12,7 %	5 134	-1 364	-2 624	-548
Krátkodobý finanční majetek	441,3 %	66,0 %	84,5 %	35,9 %	15 872	12 847	27 295	21 427
Časové rozlišení	-37,9 %	192,7 %	18,3 %	-7,0 %	-25	79	22	-10

Zdroj: vlastní zpracování

Graf č. 13 nabízí pohled na detailní strukturu oběžných aktiv podniku. V tomto grafu je vidět již zmíněný růst zásob a krátkodobých pohledávek v roce 2013 a jejich normalizaci v následujících letech. Také je dobře patrný růst krátkodobého finančního majetku, kde jsou zisky převáděny na běžný účet podniku.

Graf 13 Struktura oběžných aktiv v letech 2012-2016 (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

Horizontální analýza pasiv

Tabulka č. 14 nabízí pohled na horizontální analýzu pasiv v letech 2012-2016. Stejně jako u horizontální analýzy aktiv jsou zde uvedeny relativní a absolutní změny ve sledovaném období.

Podnik Měšťanský pivovar v Poličce, a.s., nedisponuje žádnými bankovními úvěry ani nevytváří rezervy. Největšími změnami prochází hospodářský výsledek běžného účetního období, který s výjimkou roku 2015 stále roste. Hospodářský výsledek je v drtivé většině převáděn do hospodářského výsledku minulých let, kterým pivovar financuje svoje podnikání. Základní kapitál zůstává v celém sledovaném období beze změny.

Cizí zdroje vzrostly v roce 2013 o 75 % a značným způsobem se na tomto podílí růst krátkodobých závazků. V tomto případě se jedná o růst daňových závazků vůči státu a také krátkodobých přijatých záloh. Pivovar dle výroční zprávy z roku 2013 navýšil zálohy za sudy (z 1 000,- Kč a 900,- Kč na 1 900,- Kč a 1 800,- Kč bez DPH), což vysvětluje dvojnásobnou výši krátkodobých přijatých záloh v rozvaze.

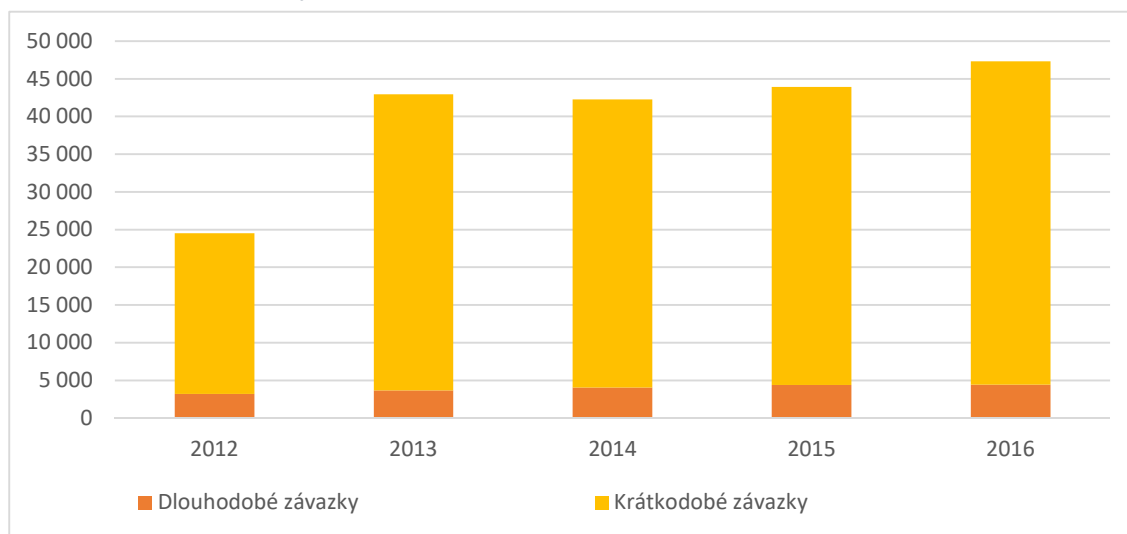
Tabulka 14 Horizontální analýza pasiv v letech 2012-2016 (v tis. Kč a %)

Název položky	Relativní změna				Absolutní změna			
	2013/12	2014/13	2015/14	2016/15	2013/12	2014/13	2015/14	2016/15
PASIVA CELKEM	26,3 %	13,7 %	14,5 %	16,1 %	31 400	20 581	24 848	31 511
Vlastní kapitál	13,7 %	19,7 %	15,5 %	18,8 %	12 989	21 247	19 924	27 973
Základní kapitál	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0	0	0	0
Kapitálové fondy	28,8 %	19,3 %	18,5 %	14,9 %	391	337	385	368
Fondy ze zisku	0,0 %	-100,0 %	0,0 %	0,0 %	0	-1 613	0	0
VH minulých let	7,5 %	15,8 %	20,9 %	16,7 %	5 756	13 013	19 944	19 316
VH běžného účetního období	98,4 %	68,9 %	-1,7 %	36,2 %	6 842	9 510	-405	8 289
Cizí zdroje	75,0 %	-1,6 %	3,9 %	7,7 %	18 411	-666	1 657	3 388
Dlouhodobé závazky	15,5 %	10,6 %	8,1 %	0,9 %	494	392	332	38
Krátkodobé závazky	83,9 %	-2,7 %	3,5 %	8,5 %	17 917	-1 058	1 325	3 350
Bankovní úvěry a výpomoci	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0	0	0	0
Časové rozlišení	0,0 %	0,0 %	0,0 %	4,6 %	0	0	3 267	150

Zdroj: vlastní zpracování

V grafu č. 14 lze nalézt detailní strukturu cizích zdrojů podniku v letech 2012-2016. Vidíme zde již zmíněný nárůst krátkodobých závazků v roce 2013. Dlouhodobé závazky v podniku jsou jen odložené daňové závazky.

Graf 14 Struktura cizích zdrojů v letech 2012-2016 (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

Vertikální analýza aktiv

Následující tabulka č. 15 znázorňuje vertikální analýzu aktiv v letech 2012-2016. Podnik během pětiletého sledovaného období výrazným způsobem navýšil podíl oběžných aktiv na celkových aktivech. Růst krátkodobého finančního majetku je patrný na první pohled (z 3% podílu na 36%) a záleží, zda je rozumné mít takové množství finančních prostředků v držení na bankovních účtech. Nabízí se zde řešení proinvestování většího množství finančních prostředků, což podnik v budoucnosti plánuje.

Dlouhodobý majetek vykazuje snižující se tendenci, ale důvodem je zvyšování oběžných aktiv a ne snižování dlouhodobého majetku v absolutních číslech. Jako dlouhodobý nehmotný majetek vlastní podnik od roku 2013 software, ale naprosto v minimální hodnotě oproti dlouhodobému hmotnému majetku.

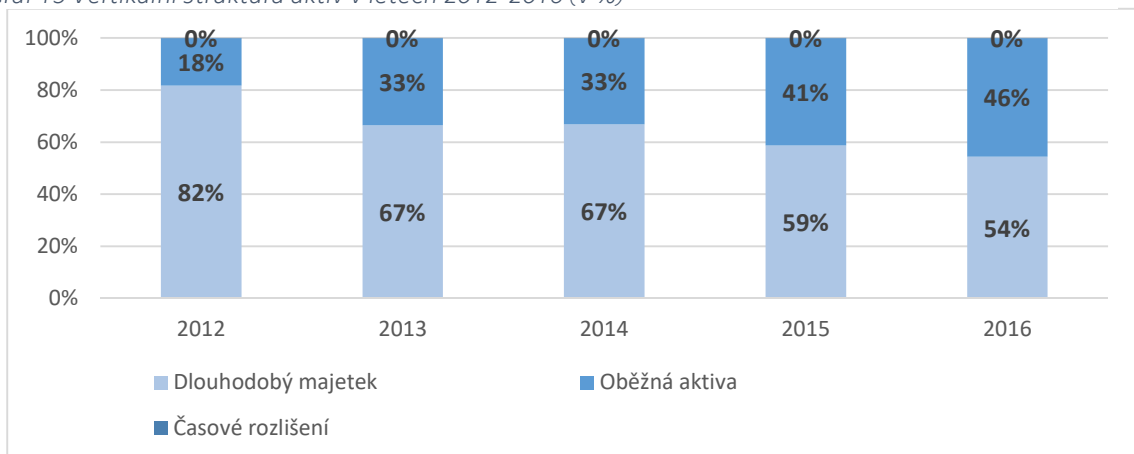
Tabulka 15 Vertikální analýza aktiv v letech 2012-2016 (v %)

Název položky	2012	2013	2014	2015	2016
AKTIVA CELKEM	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Dlouhodobý majetek	82 %	67 %	67 %	59 %	54 %
Dlouhodobý nehmotný majetek	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Dlouhodobý hmotný majetek	80 %	65 %	65 %	57 %	53 %
Dlouhodobý finanční majetek	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %
Oběžná aktiva	18 %	33 %	33 %	41 %	46 %
Zásoby	13 %	15 %	10 %	9 %	8 %
Dlouhodobé pohledávky	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Krátkodobé pohledávky	3 %	6 %	4 %	2 %	2 %
Krátkodobý finanční majetek	3 %	13 %	19 %	30 %	36 %
Časové rozlišení	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %

Zdroj: vlastní zpracování

V grafu č. 15 je přehledným způsobem zpracován trend v podílech dlouhodobého majetku a oběžných aktiv.

Graf 15 Vertikální struktura aktiv v letech 2012-2016 (v %)



Zdroj: vlastní zpracování

Vertikální analýza pasiv

Vertikální analýza pasiv podniku Měšťanský pivovar v Poličce, a.s. jasně definuje jeho strukturu. Podnik je financován průměrně ze 76 % vlastním kapitálem a z 23 % cizími zdroji. Vlastní kapitál je obecně považován za nejdražší, proto by měl pivovar důkladně zhodnotit nastolenou cestu financování, a zdali je tento způsob výhodný. Zajímavé je nevyužívání žádných bankovních úvěrů a není predikováno jejich využívání ani v budoucnu.

Největší podíl z vlastních zdrojů zaujímá hospodářský výsledek z minulých let, který se na celkové bilanční sumě podílí průměrně 59 %. Struktura cizích zdrojů je ve sledovaném období stabilní až na výkyv v roce 2013, kdy krátkodobé závazky zaujímají 26 % bilanční sumy. Vlivem je již zmíněné zvýšení záloh za sudy a vyšší daňové závazky vůči státu, na které měla vliv zvýšená spotřební daň (vyšší výstav).

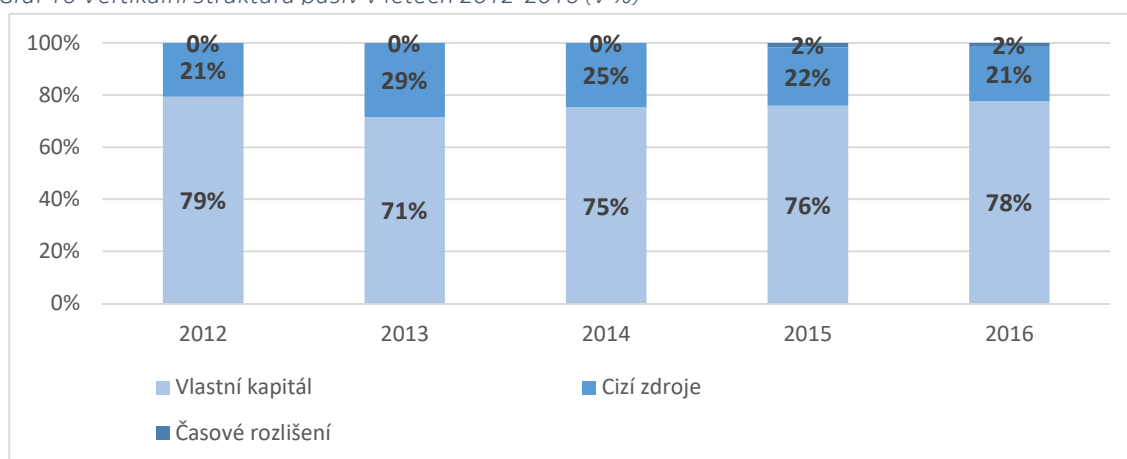
Tabulka 16 Vertikální analýza pasiv v letech 2012-2016 (v %)

Název položky	2012	2013	2014	2015	2016
PASIVA CELKEM	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Vlastní kapitál	79 %	71 %	75 %	76 %	78 %
Základní kapitál	7 %	5 %	5 %	4 %	4 %
Kapitálové fondy	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %
Fondy ze zisku	1 %	1 %	0 %	0 %	0 %
VH minulých let	64 %	55 %	56 %	59 %	59 %
VH běžného účetního období (+/-)	6 %	9 %	14 %	12 %	14 %
Cizí zdroje	21 %	29 %	25 %	22 %	21 %
Dlouhodobé závazky	3 %	2 %	2 %	2 %	2 %
Krátkodobé závazky	18 %	26 %	22 %	20 %	19 %
Bankovní úvěry a výpomoci	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Časové rozlišení	0 %	0 %	0 %	2 %	2 %

Zdroj: vlastní zpracování

V následujícím grafu je znázorněna struktura financování podniku.

Graf 16 Vertikální struktura pasiv v letech 2012-2016 (v %)



Zdroj: vlastní zpracování

6.1.2 Výkaz zisku a ztráty

Dalším účetním výkazem, který bude v této práci analyzován, je výkaz zisku a ztráty. Výkaz zisku a ztráty podniku ukazuje jeho hospodářské výsledky.

Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Následující tabulka č. 17 obsahuje výsledky horizontální analýzy výkazu zisku a ztráty. Sleduje změny k minulému období v relativním a absolutním vyjádření.

Tabulka 17 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty v letech 2012-2016 (v tis. Kč a %)

Název položky	Relativní změna				Absolutní změna			
	2013/12	2014/13	2015/14	2016/15	2013/12	2014/13	2015/14	2016/15
Tržby za prodej zboží	-4 %	-13 %	-14 %	-8 %	-120	-358	-318	-162
Náklady na prodané zboží	-6 %	-13 %	-14 %	6 %	-108	-205	-201	76
Obchodní marže	-1 %	-14 %	-13 %	-29 %	-12	-153	-117	-238
Výkony	31 %	1 %	12 %	9 %	33 653	1 441	17 312	13 859
Výkonová spotřeba	17 %	-10 %	10 %	3 %	13 900	-9 472	8 433	2 417
<i>Spotřeba materiálu a energie</i>	6 %	-7 %	14 %	-3 %	3 058	-3 837	6 726	-1 591
<i>Služby</i>	33 %	-13 %	5 %	10 %	10 842	-5 635	1 707	4 008
Přidaná hodnota	77 %	24 %	16 %	17 %	19 741	10 760	8 762	11 204
Osobní náklady	63 %	27 %	12 %	5 %	3 804	2 670	1 462	765
Daně a poplatky	573 %	-86 %	52 %	-60 %	5 258	-5 323	442	-771
Odpisy DHM a DNM	24 %	16 %	21 %	13 %	2 199	1 832	2 792	2 057
Tržby z prodeje DM a materiálu	3 %	7 %	-5 %	4 %	294	726	-590	395
ZC prodaného DM a materiálu	2 %	2 %	-7 %	4 %	245	212	-728	379
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti	0 %	0 %	0 %	0 %	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	-35 %	240 %	-78 %	609 %	-8	36	-40	67
Ostatní provozní náklady	21 %	145 %	817 %	-20 %	41	342	4 724	-1 054
Provozní VH	93 %	67 %	-2 %	36 %	8 480	11 789	-560	10 290
Výnosové úroky	0 %	2600 %	107 %	30 %	1	26	29	17
Nákladové úroky	0 %	0 %	0 %	0 %	0	0	0	0
Ostatní finanční výnosy	0 %	0 %	0 %	0 %	0	0	0	0
Ostatní finanční náklady	-4 %	19 %	14 %	13 %	-18	82	71	72
Finanční VH	0 %	0 %	0 %	0 %	19	-56	-42	-55
Daň z příjmů za běžnou činnost	94 %	65 %	-3 %	36 %	1 657	2 223	-197	1 946
VH za běžnou činnost	98 %	69 %	-2 %	36 %	6 842	9 510	-405	8 289
VH za účetní období (+/-)	98 %	69 %	-2 %	36 %	6 842	9 510	-405	8 289
VH před zdaněním (+/-)	97 %	68 %	-2 %	36 %	8 499	11 733	-602	10 235

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

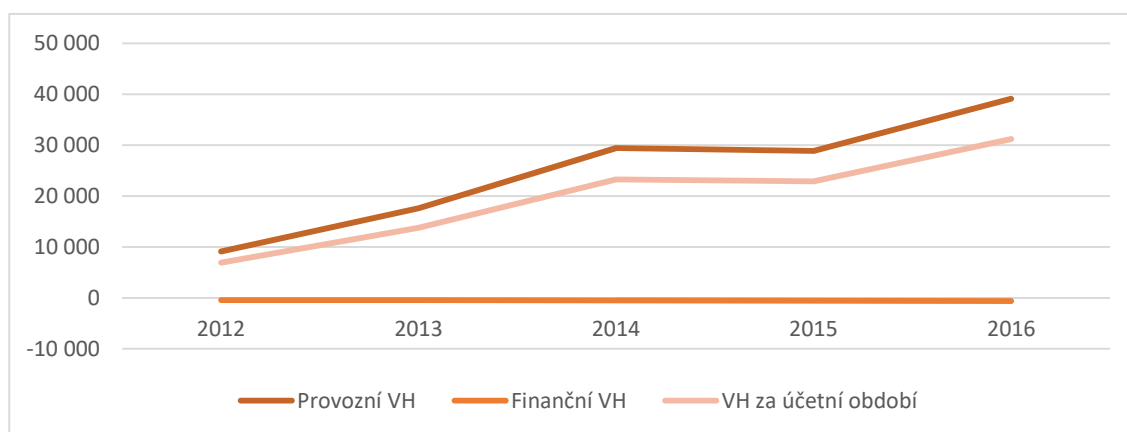
Tržby za prodej zboží podniku klesají, avšak jedná se o velmi okrajovou část podnikání pivovaru, proto jim nebude věnována větší pozornost. Naopak pozitivně jsou hodnoceny výkony, které každým rokem ve sledovaném období rostou. V roce 2013 skokově o 31 %, jedná se o již zmíněný větší výstav pivovaru a následný prodej. Výkonová spotřeba neroste tak rychle jako výkony, což je pozitivní, a dokonce klesla v roce 2014 o 10 %. Výraznější složkou výkonové spotřeby je spotřeba materiálu a energií, což je u výrobního podniku logické.

Osobní náklady rostou v celém sledovaném období a nejvíce v roce 2013. Je to z důvodu vyššího požadavku na personální obsazení při větším výstavu pivovaru. Odpisy dlouhodobého majetku vzrůstají každým rokem z důvodu vyšších investic do dlouhodobého majetku a nutnosti jeho odepisování.

Provozní výsledek hospodaření každým rokem roste, jen v roce 2015 poklesl o 2 %, což je zajímavé vzhledem k růstu přidané hodnoty o 16 %. Tuto položku ovlivnil náhlý růst ostatních provozních nákladů, bohužel nelze dohledat důvod tohoto růstu ani v příloze účetní závěrky. Provozní výsledek hospodaření v roce 2013 negativně ovlivnily vyšší daně a poplatky.

V následujícím grafu č. 17 lze vidět celkový vývoj hospodářských výsledků. Finanční výsledek hospodaření je záporný z důvodu položky ostatních finančních nákladů a jeho hodnota je ve srovnání s ostatními položkami marginální. Je zde vidět celkový trend růstu hospodářských výsledků až na výkyv v roce 2015, kdy přidaná hodnota sice rostla podobným tempem, avšak hospodářský výsledek byl negativně ovlivněn růstem ostatních provozních nákladů a menší měrou dalšími náklady.

Graf 17 Vývoj hospodářských výsledků v letech 2012-2016 (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Za vztažnou veličinu ve vertikální analýze výkazu zisku a ztráty byla zvolena veličina výkonů z důvodu minimálních tržeb za prodej zboží a pivovaru jako výrobního podniku. Výsledky vertikální analýzy výkazu zisku a ztráty jsou uvedeny v následující tabulce č. 18.

Tabulka 18 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty v letech 2012-2016 (v %)

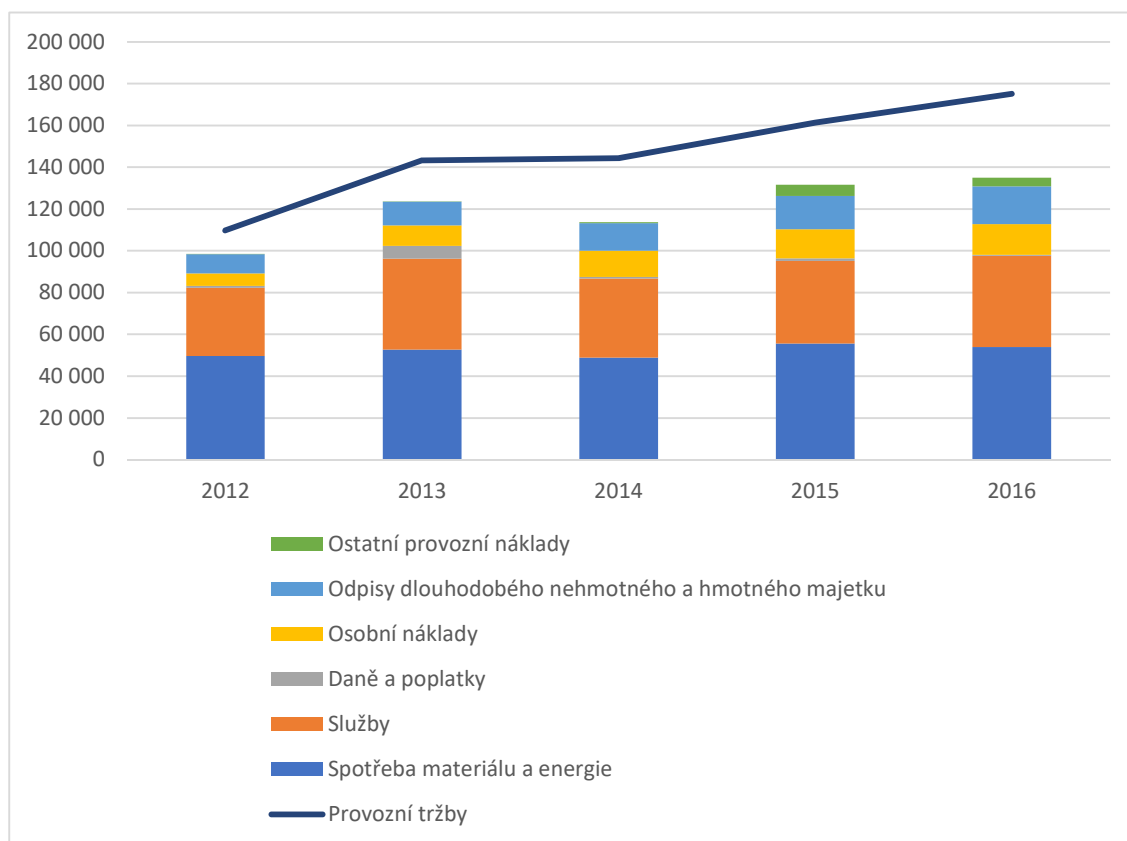
Název položky	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby za prodej zboží	3 %	2 %	2 %	1 %	1 %
Náklady na prodané zboží	2 %	1 %	1 %	1 %	1 %
Obchodní marže	1 %	1 %	1 %	1 %	0 %
Výkony	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Výkonová spotřeba	77 %	68 %	61 %	60 %	56 %
<i>Spotřeba materiálu a energie</i>	46 %	38 %	34 %	35 %	31 %
<i>Služby</i>	30 %	31 %	27 %	25 %	25 %
Přidaná hodnota	24 %	32 %	40 %	41 %	44 %
Osobní náklady	6 %	7 %	9 %	9 %	9 %
Daně a poplatky	1 %	4 %	1 %	1 %	0 %
Odpisy DHM a DNM	9 %	8 %	9 %	10 %	10 %
Tržby z prodeje DM a materiálu	10 %	7 %	8 %	7 %	6 %
ZC prodaného DM a materiálu	10 %	8 %	8 %	6 %	6 %
Změna stavu rezerv a opravných položek v PO	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Ostatní provozní výnosy	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Ostatní provozní náklady	0 %	0 %	0 %	3 %	2 %
Provozní výsledek hospodaření	9 %	13 %	21 %	18 %	23 %
Výnosové úroky	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Nákladové úroky	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Ostatní finanční výnosy	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Ostatní finanční náklady	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Finanční výsledek hospodaření	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Daň z příjmů za běžnou činnost	2 %	2 %	4 %	3 %	4 %
VH za běžnou činnost	7 %	10 %	16 %	14 %	18 %
VH za účetní období (+/-)	7 %	10 %	16 %	14 %	18 %
VH před zdaněním (+/-)	8 %	12 %	20 %	18 %	22 %

Zdroj: vlastní zpracování

Tržby za prodej zboží zauímají oproti výkonům v průměru jen 2 %, proto nebudou dále analyzovány. Pozitivní je snižující se výkonová spotřeba (spotřeby materiálu a energie i služeb) a rostoucí přidaná hodnota. Nejvýznamnější nákladovou položkou je spotřeba materiálu a energie, což není překvapující u výrobního podniku, konkrétně v případě pivovaru závisí náklady nejvíce na ceně vstupních surovin. Podíl osobních nákladů v průběhu sledovaného období rostl z původních 6 % až na 9 %. Daně a poplatky jsou rovny 1 % až na rok 2013 a již zmíněný výkyv. Odpisy pomalým tempem rostou z důvodu investiční činnosti podniku.

V následujícím grafu č. 18 lze nalézt strukturu nákladů v porovnání s provozními tržbami podniku. Dalšími významnými nákladovými položkami po spotřebě materiálu a energií a služeb jsou osobní náklady, odpisy dlouhodobého majetku, daně a poplatky a v posledních dvou letech také ostatní provozní náklady. Je vidět, že provozní tržby převyšují součet nákladových položek ve všech letech sledovaného období.

Graf 18 Struktura nákladů a provozní tržby v letech 2012-2016 (v tis. Kč)

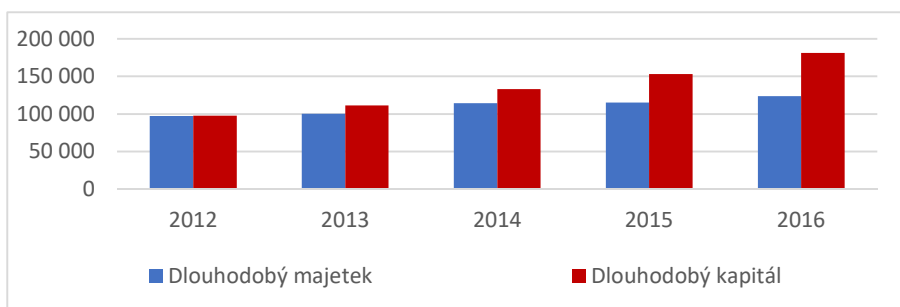


Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

6.2 Bilanční pravidla

Zlaté bilanční pravidlo je potvrzeno ve všech letech sledovaného období. Dlouhodobý kapitál vykazuje trend růstu a ve všech letech je větší než dlouhodobý majetek. To znamená, že podnik financuje nejen dlouhodobý majetek dlouhodobým kapitálem, ale i část oběžných aktiv. Jedná se o konzervativní přístup k financování a snižuje riziko podniku, ale současně i rentabilitu.

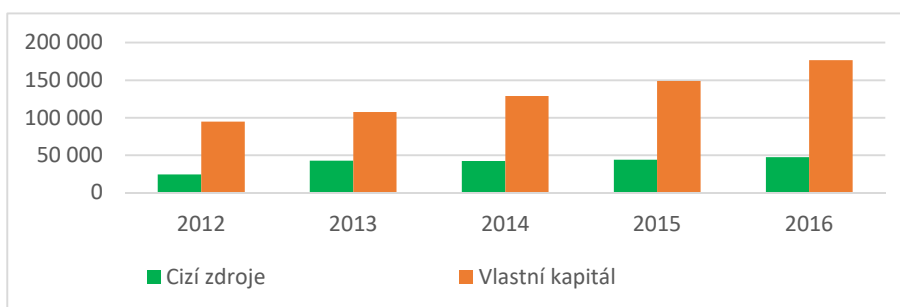
Tabulka 19 Zlaté bilanční pravidlo v letech 2012-2016 (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

Pravidlo vyrovnání rizika ukazuje jednoznačnou převahu vlastního kapitálu v podniku. Vlastní kapitál jednoznačně narůstá, zatímco cizí zdroje rostou mnohem pomalejším tempem. Dle pravidla by neměl cizí kapitál převyšovat cizí zdroje, což pivovar splňuje, avšak je možné, že takto vysoké množství vlastního kapitálu nemusí být efektivní.

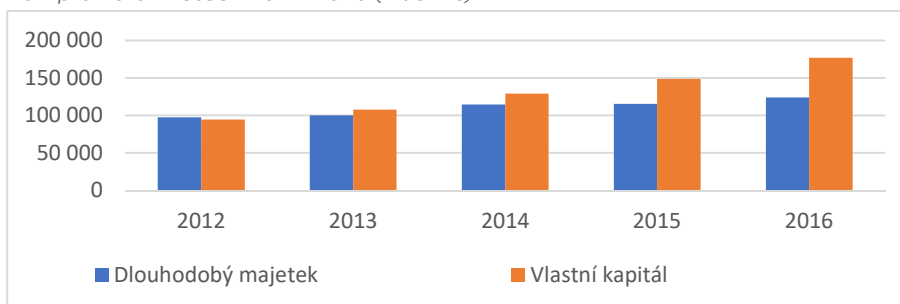
Tabulka 20 Pravidlo vyrovnání rizika v letech 2012-2016 (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

Pari pravidlo bylo v podniku splněno pouze v roce 2012, kdy dlouhodobý majetek převyšoval vlastní kapitál. V ostatních letech je dlouhodobý majetek výhradně financován vlastním kapitálem a neexistuje zde prostor pro financování cizími zdroji, což ovlivňuje výslednou rentabilitu podniku.

Tabulka 21 Pari pravidlo v letech 2012-2016 (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

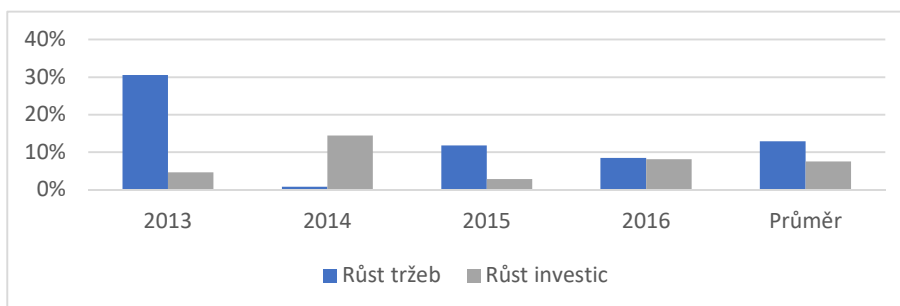
Růstové pravidlo bylo splněno ve všech letech sledovaného období mimo rok 2014, kdy růst investic převýšil růst tržeb. Vzhledem k časté nepravidelnosti investic v podnicích je lepším způsobem zhodnotit průměrnou hodnotu v celém sledovaném období. Průměrná hodnota růstu tržeb dosahuje 12,9 % a průměrná hodnota růstu investic je 7,5 %. Z tohoto pohledu je růstové pravidlo dodrženo a růst investic není vyšší než růst tržeb.

Tabulka 22 Růstové pravidlo v letech 2013-2016 (v %)

Ukazatel	2013	2014	2015	2016	Průměr
Růst tržeb	30,6 %	0,8 %	11,8 %	8,5 %	12,9 %
Růst investic	4,6 %	14,4 %	2,8 %	8,1 %	7,5 %

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

Tabulka 23 Růstové pravidlo v letech 2013-2016 a jeho průměrná hodnota (v %)



Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

6.3 Analýza poměrových ukazatelů

Další základní součástí finanční analýzy je analýza poměrových ukazatelů. V této podkapitole jsou rozebrány 4 skupiny poměrových ukazatelů, a to ukazatele rentability, likvidity, aktivity a zadluženosti.

6.3.1 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability ukazují schopnost podniku dosahovat zisku z vloženého kapitálu. V tabulce č. 24 jsou uvedeny vypočtené hodnoty rentability aktiv, rentability vlastního kapitálu, rentability tržeb a rentability investovaného kapitálu.

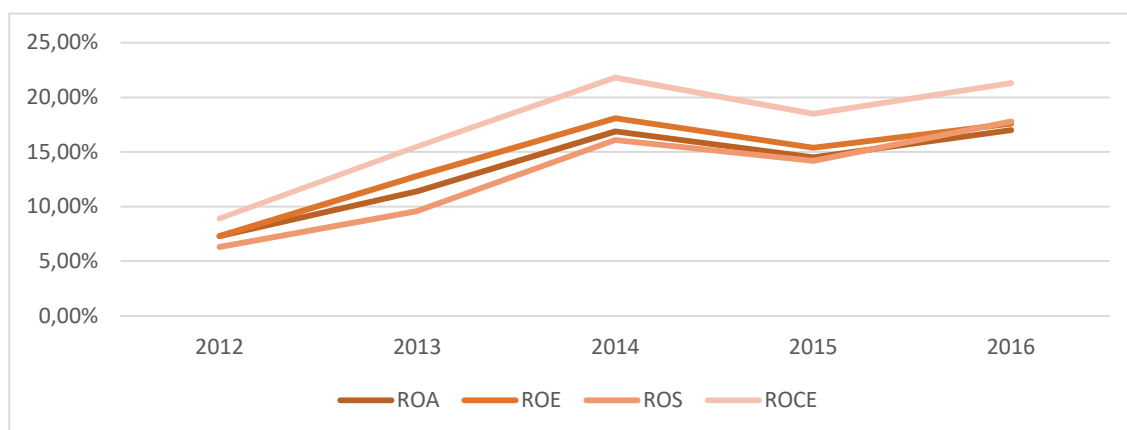
Tabulka 24 Ukazatele rentability v letech 2012-2016

Ukazatel	2012	2013	2014	2015	2016	Průměr
ROA	7,3 %	11,4 %	16,9 %	14,5 %	17,0 %	13,4 %
ROE	7,3 %	12,8 %	18,1 %	15,4 %	17,6 %	14,2 %
ROS	6,3 %	9,6 %	16,1 %	14,2 %	17,8 %	12,8 %
ROCE	8,9 %	15,5 %	21,8 %	18,5 %	21,3 %	17,2 %

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

Ukazatele rentability v prvních třech letech sledovaného období poměrně rychlým způsobem rostly. V roce 2015 nastal mírný pokles, ale v roce 2016 se ukazatele rentability vrátily na podobné hodnoty jako v roce 2014. V roce 2015 ovlivnily hospodářský výsledek nákladové položky odpisů z dlouhodobého majetku, které vzrostly z důvodu větších investic podniku a také výrazný růst ostatních provozních nákladů. Z tohoto důvodu lze pozorovat nižší hodnoty ukazatelů rentability v roce 2015.

Tabulka 25 Ukazatele rentability v letech 2012-2016



Zdroj: vlastní zpracování

6.3.2 Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity naznačují, zdali je podnik schopen dostat svým platebním závazkům. Hodnoty této skupiny ukazatelů ve sledovaném období poměrně rychle rostly. Podnik Měšťanský pivovar v Poličce lze označit za likvidní, především z důvodu značných finančních prostředků na bankovních účtech.

Tabulka 26 Ukazatele likvidity v letech 2012-2016

Ukazatel	2012	2013	2014	2015	2016	Průměr
Běžná likvidita	1,02	1,28	1,48	2,04	2,42	1,65
Pohotová likvidita	0,32	0,71	1,03	1,62	1,98	1,13
Okamžitá likvidita	0,17	0,50	0,85	1,51	1,89	0,98

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

Hodnoty ukazatelů likvidity rostly především z důvodu neustále vzrůstajících aktiv. V letech 2012 až 2014 ovlivnil hodnoty všech ukazatelů likvidity růst krátkodobých závazků. V roce 2012 růst závazků z obchodních vztahů a od roku 2013 je hlavním důvodem zvýšení krátkodobých přijatých záloh (z důvodu vyšších záloh za sudy) a také růst daňových závazků vůči státu (vyšší spotřební daň z důvodu překročení 100 tis. hl výstavu, viz tabulka č. 9 ve strategické analýze). Podnik nedisponuje velkými zásobami nebo pohledávkami, a hodnoty ukazatelů likvidity ovlivňuje výše krátkodobého finančního majetku.

Běžná likvidita se v letech 2012-2014 pohybuje pod doporučenou hodnotou 1,5-2,5, avšak narůstá. V letech 2014 a 2016 již přesahuje hodnotu 1,5 a to z důvodu zvyšování krátkodobého finančního majetku.

Pohotová likvidita přesahuje doporučenou hodnotu 1 již od roku 2014 a je zde vidět podobný vývoj jako u běžné likvidity, tudíž na tomto trendu nemá velký vliv hodnota zásob, která je ve sledovaném období poměrně stabilní.

Pomocí okamžité likvidity je nejlépe vidět značné zvyšování krátkodobého finančního majetku ve sledovaném období. Maximální doporučená hodnota je 0,5 a v posledním sledovaném roce 2016 dosahuje již 1,89. Což značí vázané finanční prostředky na bankovních účtech, které mohou být využity do investic podniku či lepšího zhodnocení, jelikož výnosové úroky společnosti dosahují malých hodnot.

6.3.3 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity signalizují, jakým způsobem podnik hospodaří se svými aktivy a jejich vývoj lze u oceňovaného podniku hodnotit pozitivně.

Tabulka 27 Ukazatele aktivity v letech 2012-2016

Ukazatel	2012	2013	2014	2015	2016	Průměr
Obrat aktiv	0,9	1,0	0,8	0,8	0,8	0,9
Obrat zásob	7,3	6,3	8,3	9,6	9,3	8,2
Obrat pohledávek	34,8	17,3	20,9	37,5	46,7	31,4
Obrat krátkodobých závazků	5,1	3,6	3,8	4,1	4,1	4,1
Doba obratu zásob (DOZ)	49	57	43	37	39	45,1
Průměrná doba inkasa (DOP)	10	21	17	10	8	13,1
Průměrná doba splatnosti (DOKZ)	70	99	95	88	88	88,1

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

Obrat aktiv ve sledovaném období dosáhl hodnoty 1 jen v roce 2013, což ukazuje, že kromě zmíněného roku tržby nepřesáhly celková aktiva. Tržby sice každým rokem rostly, avšak také dlouhodobý majetek podniku (podnikové investice) a výrazným způsobem oběžná aktiva díky krátkodobému finančnímu majetku. Obrat zásob se ve sledovaném období zvýšil, což je pro podnik pozitivní. Doba obratu zásob se z původních 49 dní v roce 2012 snížila na 39 dní v roce 2016, což značí, že podnik neváže již tolik finančních prostředků v zásobách.

Doba obratu inkasa pohledávek (přes výkyv v roce 2013 a 2014) se z 10 dní v roce 2012 snížila na konečných 8 dní v roce 2016. Odběratelé pivovaru platí své závazky rychle a pivovar pravděpodobně neeviduje nedobytné pohledávky či nevystavuje faktury s delší dobou splatnosti. Naopak lze předpokládat drtivou většinu pohledávek splatnou v hotovosti, což vysvětluje i vysokou hodnotu finančních prostředků, kterými podnik disponuje.

Doba obratu splatnosti krátkodobých závazků se zvýšila ze 70 dní v roce 2012 na hodnotu 88 dní v roce 2016. Zde je vidět velký rozdíl mezi inkasem pohledávek a splatností krátkodobých závazků. Pivovar splácí své závazky mnohem později, než inkasuje své pohledávky. Podnik pravděpodobně využívá delší doby splatnosti svých krátkodobých závazků, které nebudou splatné v hotovosti na rozdíl od pohledávek pivovaru. V analýze pracovního kapitálu lze z tohoto důvodu očekávat záporný obratový cyklus peněz.

6.3.4 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti představují informace o úvěrovém zadlužení podniku. V tabulce č. 28 nefiguruje ukazatel úrokového krytí, jelikož pivovar nevyužívá žádný úročný cizí kapitál. Věřitelské riziko podniku lze charakterizovat jako nepatrné a pivovar (pokud by požadoval) by dosáhl bez problémů vyššího bankovního úvěru.

Tabulka 28 Ukazatele zadluženosti

Ukazatel	2012	2013	2014	2015	2016	Průměr
Celková zadluženost	20,6 %	28,5 %	24,7 %	22,4 %	20,8 %	23,4 %
Dlouhodobá zadluženost	2,7 %	2,4 %	2,4 %	2,2 %	2,0 %	2,3 %

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

Díky ukazatelům zadluženosti lze vidět, že pivovar financuje své podnikání z velké části svým vlastním kapitálem. Celková zadluženost podniku na začátku sledovaného období v roce 2012 dosahuje hodnoty 20,6 % a na konci sledovaného období v roce 2016 představuje téměř stejnou hodnotu 20,8 %. V roce 2013 je patrný výkyv celkové zadluženosti na hodnotu 28,5 %, který způsobil růst krátkodobých závazků, a to především krátkodobých přijatých záloh a daňových závazků vůči státu.

Hodnoty dlouhodobé zadluženosti jsou velmi nepatrné a ve sledovaném období se snížily z 2,7 % v roce 2012 na hodnotu 2 % v roce 2016. Snížení bylo zapříčiněno trvalým růstem aktiv podniku a menším růstem dlouhodobých závazků pivovaru. Dlouhodobé závazky pro připomenutí obsahují jen odložené daňové závazky.

6.4 Analýza pracovního kapitálu

Čistý pracovní kapitál ukazuje oběžná aktiva, která jsou financována dlouhodobými zdroji. Tabulka č. 29 ukazuje vývoj čistého pracovního kapitálu (NWC) a nefinančního pracovního kapitálu ve sledovaném období 2012-2016.

Tabulka 29 Analýza pracovního kapitálu v letech 2012-2016 (v tis. Kč a v %)

Název položky	2012	2013	2014	2015	2016
Zásoby	14 995	22 661	17 416	16 784	18 830
Krátkodobé pohledávky	3 154	8 288	6 924	4 300	3 752
Krátkodobý finanční majetek	3 597	19 469	32 316	59 611	81 038
Krátkodobé závazky	21 349	39 266	38 208	39 533	42 883
NWC	397	11 152	18 448	41 162	60 737
Podíl NWC na tržbách	0,36 %	7,78 %	12,78 %	25,51 %	34,70 %
Podíl NWC na aktivech	0,33 %	7,40 %	10,77 %	20,99 %	26,69 %
NCWC	-3 200	-8 317	-13 868	-18 449	-20 301
Podíl NWC na tržbách	-2,92 %	-5,80 %	-9,61 %	-11,43 %	-11,60 %
Podíl NWC na aktivech	-2,68 %	-5,52 %	-8,10 %	-9,41 %	-8,92 %

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

Čistý pracovní kapitál ve všech letech sledovaného období dosahuje kladných hodnot a neustále se zvyšuje. V roce 2012 dosahoval hodnoty 397 tis. Kč a v roce 2016 již přes 60 mil. Kč. Vývoj hodnot zásob a krátkodobých pohledávek v čase je poměrně stabilní, až na odchylku v roce 2013, kdy byly obě hodnoty navýšeny. Krátkodobé závazky se také zvýšily v roce 2013 (již zmíněnými zálohami), avšak jejich hodnota je v dalších letech již ustálená. Čistý pracovní kapitál pivovaru nejvíce ovlivňuje krátkodobý finanční majetek, který neustále narůstá. Nejlépe lze tuto skutečnost vidět v nefinančním pracovním kapitálu, který je v záporných hodnotách a neustále klesá. Obecně pivovar jistě nemá problém s placením svých závazků a také nemá vázány velké finanční prostředky v nesplacených pohledávkách.

Obratový cyklus peněz vychází v celém sledovaném období v záporných hodnotách a neustále klesá. Důvodem je nízká doba obratu pohledávek a vysoká doba obratu krátkodobých závazků. Vysoké hodnoty doby obratu krátkodobých závazků jsou dány podnikovými smlouvami s delší dobou splatnosti. Jedná se o silnou vyjednávací pozici podniku vůči dodavatelům a nelze podnik považovat za nesolventní i z důvodu velkého množství finančních prostředků na bankovních účtech. Potřeba pracovního kapitálu tedy vychází v záporných hodnotách, jelikož podnik využívá možnost financovat svou výrobu pomocí svých dodavatelů.

Tabulka 30 Analýza potřeby čistého pracovního kapitálu v letech 2012-2016

Název položky	2012	2013	2014	2015	2016
Doba obratu zásob (dny)	49	57	43	37	39
Doba obratu pohledávek (dny)	10	21	17	10	8
Doba obratu kr. závazků (dny)	70	99	95	88	88
Obratový cyklus peněz (dny)	-10	-21	-35	-41	-42
Průměrné denní náklady (tis. Kč)	248	312	279	321	325
Potřeba NWC (tis. Kč)	-2 607	-6 524	-9 666	-13 226	-13 573

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

6.5 Závěr finanční analýzy

Společnost Měšťanský pivovar, a.s., v celém sledovaném období dosahuje kladných výsledků hospodaření. Přidaná hodnota podniku každým rokem roste a hospodářské výsledky pivovaru kromě roku 2014 se také každým rokem zvyšují. Podnik provádí investice do dlouhodobého majetku, což lze označit za pozitivní skutečnost.

Podnik dosahuje slibných výsledků ukazatelů rentability. Také je likvidní a nemá problémy se splácením svých závazků. Pivovar využívá silné pozice vůči dodavatelům a díky vysoké době obratu krátkodobých závazků financuje svoji vlastní činnost. Zajímavou hodnotou je krátká doba obratu pohledávek z důvodu převážné části prodeje placených v hotovosti. Podnik také nemá potíže se svojí zadlužeností z důvodu nízkých hodnot cizích zdrojů.

Zajímavou hodnotou je neustále se zvyšující hodnota krátkodobého finančního majetku, která v roce 2012 dosahovala 3 597 tis. Kč a na konci sledovaného období již 81 038 tis. Kč. Tato kumulace finančních prostředků se dá vysvětlit připravováním finančních prostředků na investiční činnost, která rozšíří kapacitní možnosti podniku.

Pivovar nefinancuje svoje podnikání žádnými úročenými dlouhodobými cizími zdroji a je financován vlastní činností. Tato skutečnost se negativně odráží v rentabilitě vlastního kapitálu.

Podnik lze označit za finančně stabilní a lze předpokládat jeho další rozvoj a fungování na trhu. Na základě finanční analýzy i strategické analýzy je splněn going concern princip a k ocenění podniku je vhodné využít výnosovou metodu.

7 Generátory hodnoty a finanční plán

Po zpracování strategické a finanční analýzy a potvrzení going concern principu lze přistoupit k vypracování finančního plánu, který je základem pro stanovení hodnoty firmy pomocí výnosové metody.

Tato kapitola obsahuje v první řadě rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná a stanovení hodnoty provozně nutného investovaného kapitálu. Následně je stanoven korigovaný provozní výsledek hospodaření ve sledovaném období. Poté je provedena analýza a prognóza generátorů hodnoty a finálním krokem je určení finančního plánu v letech 2017-2021.

7.1 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná

Před analyzováním a prognózováním generátorů hodnoty je nutné rozdělit aktiva podniku na provozně nutná a nenutná. Tento krok je důležitou součástí procesu stanovení hodnoty podniku pomocí výnosové metody, jelikož je nutné vycházet ze zisku z provozní činnosti podniku. Toto rozdělení majetku je využito při vypracování generátorů hodnoty a následného finančního plánu.

Mařík (2003, s. 105) určuje nejčastější typy provozně nepotřebného majetku. Jedná se především o krátkodobý a dlouhodobý finanční majetek, dále o nemovitosti a pohledávky, které nesouvisí s hlavní činností podniku, nepotřebné zásoby a další nenutný majetek. V případě Měšťanského pivovaru v Poličce je nepotřebný majetek roven části dlouhodobého a krátkodobého finančního majetku podniku.

Dlouhodobý finanční majetek oceňovaného podniku tvoří 4 dceřiné společnosti: HOTEL PIVOVAR, s.r.o., PIVOBAR, s.r.o., PIVO SERVIS Polička, s.r.o., a PIVO CLEAN, s.r.o., a také dlouhodobé cenné papíry v tržní hodnotě 900 tis. Kč (Výzkumný ústav pivovarsko-sladařský). Z tohoto dlouhodobého finančního majetku je provozně nutný jen podnik PIVO SERVIS Polička, s.r.o., který se stará o prodej sudových a lahvových piv a jeho nonstop odběr. Ostatní dlouhodobý finanční majetek byl zařazen do provozně nenutného.

Krátkodobý finanční majetek byl rozdělen pomocí provozně nutné likvidity. Dle Knápkové (2013, s. 92) by měl ukazatel okamžité likvidity dosahovat hodnoty 0,2 až 0,5, avšak v případě Měšťanského pivovaru v Poličce je tato hodnota ve sledovaném období nadhodnocena na 0,6. Tato vyšší hodnota byla zvolena z důvodu nízké hodnoty krátkodobých pohledávek a zásob a naopak vysoké hodnoty krátkodobých závazků od roku 2013. Krátkodobé závazky jsou tvořeny převážně krátkodobými přijatými zálohami za sudy, které byly od roku 2013 zdvojnásobeny. Pokud by větší počet odběratelů ukončil spolupráci a navracel velké množství sudů, mohla by tato vysoká částka ohrozit provoz podniku. Zbylé množství krátkodobého finančního majetku bylo zařazeno do nepotřebného majetku.

V tabulce č. 31 lze naléznout hodnoty potřebného a nepotřebného majetku pivovaru a v tabulce č. 32 rozdělení krátkodobého finančního majetku na provozně nutný a nenutný.

Tabulka 31 Rozdělení majetku na provozně nutný a nenutný v letech 2012-2016 (v tis. Kč)

Název položky		2012	2013	2014	2015	2016
Potřebný majetek	Dlouhodobý majetek	95 580	98 053	112 067	112 567	120 806
	Dlouhodobý nehmotný majetek	0	68	89	107	152
	Dlouhodobý hmotný majetek	94 881	97 175	111 081	111 465	119 548
	Dlouhodobý finanční majetek	699	810	897	995	1 106
	Oběžná aktiva	21 746	50 418	47 265	44 804	48 312
	Zásoby	14 995	22 661	17 416	16 784	18 830
	Krátkodobé pohledávky	3 154	8 288	6 924	4 300	3 752
	Krátkodobý finanční majetek	3 597	19 469	22 925	23 720	25 730
	Časové rozlišení	66	41	120	142	132
Nepotřebný majetek	Dlouhodobý majetek	1 858	2 138	2 388	2 675	3 032
	Dlouhodobý finanční majetek	1 858	2 138	2 388	2 675	3 032
	Oběžná aktiva	0	0	9 391	35 891	55 308
	Krátkodobý finanční majetek	0	0	9 391	35 891	55 308

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

Tabulka 32 Rozdělení KFM na provozně nutný a nenutný v letech 2012-2016 (v tis. Kč)

Název položky	2012	2013	2014	2015	2016
Krátkodobé závazky	21 349	39 266	38 208	39 533	42 883
Provozně nutná likvidita	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Krátkodobý finanční majetek	3 597	19 469	32 316	59 611	81 038
KFM provozně nutný	3 597	19 469	22 925	23 720	25 730
KFM provozně nenutný	0	0	9 391	35 891	55 308

Zdroj: vlastní zpracování

7.2 Provozně nutný investovaný kapitál

Provozně nutný investovaný kapitál je roven součtu provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu. Výše vymezený potřebný majetek (DM a OA) je tedy ponížen o krátkodobého závazky a upraven o časové rozlišení. Provozně nutný investovaný kapitál se ve sledovaném období pohybuje od 96 mil. Kč do 123 mil. Kč a výsledné hodnoty lze nalézt v tabulce č. 33.

Tabulka 33 Provozně nutný investovaný kapitál v letech 2012-2016 (v tis. Kč)

Název položky	2012	2013	2014	2015	2016
(+) Dlouhodobý majetek celkem	97 438	100 191	114 455	115 242	123 838
(-) Provozně nenutný dlouhodobý majetek	1 858	2 138	2 388	2 675	3 032
Dlouhodobý majetek provozně nutný	95 580	98 053	112 067	112 567	120 806
(+) Zásoby	14 995	22 661	17 416	16 784	18 830
(+) Krátkodobé pohledávky	3 154	8 288	6 924	4 300	3 752
(+) Provozně nutný KFM	3 597	19 469	22 925	23 720	25 730
(+) Časové rozlišení aktivní	66	41	120	142	132
(-) Krátkodobé závazky	21 349	39 266	38 208	39 533	42 883
(-) Časové rozlišení pasivní	0	0	0	3 267	3 417
Pracovní kapitál provozně nutný	463	11 193	9 177	2 146	2 144
Provozně nutný investovaný kapitál	96 043	109 246	121 244	114 713	122 950

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

7.3 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Korigovaný provozní výsledek hospodaření je upraven o náklady a výnosy, které přímo nesouvisí s hlavní činností podniku. Korigovaný provozní výsledek hospodaření je nadále využit při prognózování generátorů hodnoty.

V případě Měšťanského pivovaru v Poličce je provozní výsledek hospodaření korigován o následující položky:

- Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu,
- Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu.

Korigovaný provozní výsledek hospodaření ve sledovaném období je uveden v tabulce č. 34 ve variantě před zdaněním a před zdaněním a úroky.

Tabulka 34 Korigovaný provozní výsledek hospodaření v letech 2012-2016 (v tis. Kč)

Název položky	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby za prodej zboží	2 833	2 713	2 355	2 037	1 875
Náklady vynaložené na prodané zboží	1 739	1 631	1 426	1 225	1 301
Obchodní marže	1 094	1 082	929	812	574
Výkony	106 917	140 570	142 011	159 323	173 182
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	104 896	133 829	146 911	160 627	172 845
Změna stavu zásob vlastní činnosti	2 021	6 741	-4 900	-1 304	337
Aktivace	0	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	82 249	96 149	86 677	95 110	97 527
Spotřeba materiálu a energie	49 659	52 717	48 880	55 606	54 015
Služby	32 590	43 432	37 797	39 504	43 512
Přidaná hodnota	25 762	45 503	56 263	65 025	76 229
Osobní náklady	6 038	9 842	12 512	13 974	14 739
Mzdové náklady	4 313	7 008	9 316	10 500	11 182
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	161	212	74	0	0
Náklady na soc. zabezpečení a zdravotní poj.	1 515	2 582	3 091	3 443	3 530
Sociální náklady	49	40	31	31	27
Daně a poplatky	917	6 175	852	1 294	523
Odpisy DNM a DHM	9 104	11 303	13 135	15 927	17 984
Ostatní provozní výnosy	23	15	51	11	78
Ostatní provozní náklady	195	236	578	5 302	4 248
KPVH před zdaněním	9 531	17 962	29 237	28 539	38 813
Odpisy DNM a DHM	9 104	11 303	13 135	15 927	17 984
KPVH před odpisy a zdaněním	18 635	29 265	42 372	44 466	56 797

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

7.4 Generátory hodnoty

V této podkapitole jsou analyzovány a prognózovány generátory hodnoty, které společně určují hodnotu podniku. Jedná se o prognózu tržeb, provozní ziskovou marži a investice do pracovního kapitálu a do dlouhodobého majetku.

7.4.1 Prognóza tržeb

Prognóza tržeb byla určena na závěr strategické analýzy v podkapitole č. 5.3. Metodika stanovení prognózy tržeb je v této podkapitole popsána a v tabulce č. 35 jsou uvedeny hodnoty prognózovaných výkonů Měšťanského pivovaru v Poličce v letech 2017-2021.

Tabulka 35 Prognóza výkonů Měšťanského pivovaru v Poličce v letech 2017-2021

Název položky	2017	2018	2019	2020	2021
Výstav podniku (v tis. hl)	121,20	123,02	125,48	127,99	131,83
Tempo růstu výstavu podniku	1,00 %	1,50 %	2,00 %	2,00 %	3,00 %
Výkony podniku (v tis. Kč)	175 347	178 635	183 100	187 678	194 716
Tempo růstu výkonů podniku	1,25 %	1,88 %	2,50 %	2,50 %	3,75 %

Zdroj: vlastní zpracování

7.4.2 Provozní zisková marže

Provozní zisková marže je vypočítána podílem korigovaného provozního výsledku hospodaření před odpisy a zdaněním a celkových tržeb podniku. V této práci je provozní zisková marže stanovena dvěma prognózami a to shora a zdola.

Prognóza ziskové marže shora

Prognóza ziskové marže shora závisí na konkurenčním postavení podniku, osobních nákladech a vývoji provozní ziskové marže v minulosti. Analyzování intenzity konkurence na trhu bylo již provedeno ve strategické analýze pomocí Porterova modelu pěti sil v podkapitole 5.2.1, kde lze naléznout podrobné výsledky.

Osobní náklady odráží poměr sil mezi podnikem a zaměstnanci a jsou ovlivňovány také externími faktory (např. mírou nezaměstnanosti a vývojem průměrné mzdy). Jelikož se Měšťanský pivovar v Poličce, a.s., blíží hranici kapacitních možností, nelze očekávat významný růst osobních nákladů z důvodu nábory nových zaměstnanců a ovlivňovat je budou menší měrou již zmíněné externí faktory. V tabulce č. 36 je uveden vývoj podílu osobních nákladů na tržbách podniku a není očekávána podstatná změna v prognózované budoucnosti od posledních 3 let sledovaného období.

Tabulka 36 Vývoj podílu osobních nákladů na tržbách v letech 2012-2016 (v tis. Kč)

Název položky	2012	2013	2014	2015	2016
Osobní náklady	6 038	9 842	12 512	13 974	14 739
Tržby za výrobky a zboží	109 750	143 283	144 366	161 360	175 057
Podíl osobních nákladů na tržbách	5,50 %	6,87 %	8,67 %	8,66 %	8,42 %

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

V tabulce č. 37 lze nalézt vývoj provozní ziskové marže ve sledovaném období. Provozní zisková marže poměrně rychle rostla, až na menší pokles v roce 2015. Od roku 2012 se provozní zisková marže zvýšila o 15,46 % na konečných 32,44 % v roce 2016, což lze hodnotit kladně.

Tabulka 37 Vývoj provozní ziskové marže v letech 2012-2016 (v tis. Kč)

Název položky	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby za výrobky a zboží	109 750	143 283	144 366	161 360	175 057
KPVH před odpisy a zdaněním	18 635	29 265	42 372	44 466	56 797
Provozní zisková marže	16,98 %	20,42 %	29,35 %	27,56 %	32,44 %

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

Tabulka č. 38 nabízí pohled na prognózu provozní ziskové marže. V prognózovaném období lze očekávat její další růst, ale již ne tak markantním způsobem jako v minulosti. V prognóze je počítáno s navýšením provozní ziskové marže o celkovou hodnotu 3 % za celé období vzhledem ke kapacitním možnostem podniku a očekávanému mírnému zvyšování cen.

Tabulka 38 Prognóza provozní ziskové marže shora v letech 2017-2021 (v tis. Kč)

Název položky	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby za výrobky a zboží	178 216	181 557	186 096	190 749	197 902
KPVH před odpisy a zdaněním	58 875	61 052	63 678	66 398	70 057
Provozní zisková marže	33,04 %	33,63 %	34,22 %	34,81 %	35,40 %

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

Prognóza ziskové marže zdola

Prognóza ziskové marže zdola zohledňuje vývoj jednotlivých položek z výkazu zisku a ztráty v poměru k výkonům. Tabulka č. 39 nabízí pohled na vývoj provozní ziskové marže zdola v letech 2012-2016.

Tabulka 39 Vývoj provozní ziskové marže zdola v letech 2012-2016 (v tis. Kč)

Název položky	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby za prodej zboží	2 833	2 713	2 355	2 037	1 875
% podíl na výkonech	2,65 %	1,93 %	1,66 %	1,28 %	1,08 %
Náklady vynaložené na prodané zboží	1 739	1 631	1 426	1 225	1 301
% podíl na výkonech	1,63 %	1,16 %	1,00 %	0,77 %	0,75 %
Obchodní marže	1 094	1 082	929	812	574
Výkony	106 917	140 570	142 011	159 323	173 182
Výkonová spotřeba	82 249	96 149	86 677	95 110	97 527
% podíl na výkonech	76,93 %	68,40 %	61,04 %	59,70 %	56,31 %
Přidaná hodnota	25 762	45 503	56 263	65 025	76 229
Osobní náklady	6 038	9 842	12 512	13 974	14 739
% podíl na výkonech	5,65 %	7,00 %	8,81 %	8,77 %	8,51 %
Daně a poplatky	917	6 175	852	1 294	523
% podíl na výkonech	0,86 %	4,39 %	0,60 %	0,81 %	0,30 %
Ostatní provozní výnosy	23	15	51	11	78
% podíl na výkonech	0,02 %	0,01 %	0,04 %	0,01 %	0,05 %
Ostatní provozní náklady	195	236	578	5 302	4 248
% podíl na výkonech	0,18 %	0,17 %	0,41 %	3,33 %	2,45 %
KPVH před odpisy a zdaněním	18 635	29 265	42 372	44 466	56 797
Provozní zisková marže	16,98 %	20,42 %	29,35 %	27,56 %	32,44 %

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

V předchozí tabulce je vypočítán korigovaný provozní výsledek hospodaření před odpisy a zdaněním pomocí výnosových a nákladových položek. Následně je z korigovaného provozního výsledku hospodaření a celkových tržeb vypočítána provozní zisková marže ve sledovaném období. Provozní zisková marže v celém sledovaném období rostla a nyní lze přistoupit k prognóze jednotlivých položek.

Výkony podniku byly stanoveny v závěru strategické analýzy a od jejich výše budou prognózovány další položky. **Tržby za prodej zboží a náklady vynaložené na prodané zboží** dosahují marginální velikosti v poměru k výkonům a jsou prognózovány průměrnou hodnotou za celé sledované období.

Výkonová spotřeba ve sledovaném období roste, avšak podíl na výkonech klesá a je odhadován nadále klesající, avšak již pomalejším tempem o 0,5 % každým rokem z důvodu očekávaných vyšších tržeb (zvyšujících se cen výrobků). Na výkonovou spotřebu má největší vliv cena materiálu, avšak v odvětví výroby piva není očekáván výrazný růst či pokles cen.

Vývoj **osobních nákladů** byl nastíněn již při analýze ziskové marže shora a jejich budoucí hodnota je určena jako průměr posledních 3 let. Osobní náklady v letech 2014 až 2016 jsou nejvíce konstantní v poměru k výkonům a lze očekávat nastolený trend.

Daně a poplatky jsou prognózovány, obdobně jako osobní náklady, průměrem posledních 3 let sledovaného období. Děje se tak z důvodu výkyvu v roce 2013, kdy tato nákladová položka značně vzrostla.

Ostatní provozní výnosy jsou v minimální výši, a proto jsou v prognóze stanoveny průměrem za sledované období ve výši 0,02 % v poměru k výkonům. **Ostatní provozní náklady** byly v poslední 2 letech mnohonásobně vyšší než v předchozím období, proto jsou prognózovány průměrnou hodnotou podílu k výkonům posledních 2 let.

V tabulce č. 40 lze nalézt odhadované hodnoty jednotlivých položek v prognózovaném období. Zisková marže se bude nadále zvyšovat až na konečných 34,15 % v roce 2021.

Tabulka 40 Prognóza provozní ziskové marže zdola v letech 2017-2021 (v tis. Kč)

Název položky	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby za prodej zboží	2 869	2 923	2 996	3 071	3 186
% podíl na výkonech	1,64 %	1,64 %	1,64 %	1,64 %	1,64 %
Náklady vynaložené na prodané zboží	1 778	1 812	1 857	1 903	1 975
% podíl na výkonech	1,01 %	1,01 %	1,01 %	1,01 %	1,01 %
Obchodní marže	1 091	1 111	1 139	1 167	1 211
Výkony	175 347	178 635	183 100	187 678	194 716
Výkonová spotřeba	97 869	98 811	100 366	101 937	104 786
% podíl na výkonech	55,81 %	55,31 %	54,81 %	54,31 %	53,81 %
Přidaná hodnota	78 568	80 934	83 873	86 909	91 141
Osobní náklady	15 234	15 519	15 907	16 305	16 917
% podíl na výkonech	8,69 %	8,69 %	8,69 %	8,69 %	8,69 %
Daně a poplatky	986	1 005	1 030	1 056	1 095
% podíl na výkonech	0,56 %	0,56 %	0,56 %	0,56 %	0,56 %
Ostatní provozní výnosy	43	44	45	46	48
% podíl na výkonech	0,02 %	0,02 %	0,02 %	0,02 %	0,02 %
Ostatní provozní náklady	5 036	5 131	5 259	5 390	5 593
% podíl na výkonech	2,87 %	2,87 %	2,87 %	2,87 %	2,87 %
KPVH před odpisy a zdaněním	57 355	59 324	61 722	64 204	67 585
Provozní zisková marže	32,18 %	32,67 %	33,17 %	33,66 %	34,15 %

Zdroj: vlastní zpracování

Provozní zisková marže vyšla pesimističtěji využitím prognózy zdola než pomocí prognózy shora. Provozní zisková marže se liší nejvíce v roce 2021 o 1,25 %. Více reálná se zdá prognóza ziskové marže zdola, a proto je tato prognóza určena jako finální.

7.4.3 Investice do pracovního kapitálu

Třetím generátorem hodnoty jsou investice do pracovního kapitálu. Pro potřeby oceňování podniku je pracováno s provozně nutným a nenutným majetkem a z tohoto důvodu je potřebné pracovní kapitál korigovat o nepotřebné položky. Na základě dob obratu jednotlivých položek pracovního kapitálu v minulém období v letech 2012 až 2016 jsou prognózovány budoucí hodnoty těchto položek v letech 2017-2021.

Zásoby

Tabulka č. 41 obsahuje hodnoty jednotlivých položek zásob ve sledovaném období a také jejich dobu obratu. Doba obratu zásob během celého minulého období klesala díky lepší práci podniku s touto položkou. Lze také předpokládat, že podnik kvůli napjaté výrobní kapacitě (pivovar v současné době nenabírá nové velké odběratele) neváže velké finanční prostředky ve výrobcích, což dokazuje i nízká průměrná hodnota doby obratu výrobků (2,2). V prognózovaném období v letech 2017-2021 byla stanovena hodnota doby obratu zásob jako průměr posledních 3 let sledovaného období, jelikož lze očekávat podobné hodnoty i v budoucích letech (39,7).

Tabulka 41 Analýza vývoje zásob v letech 2012-2016 (v tis. Kč a ve dnech)

Název položky	2012	2013	2014	2015	2016	Průměr
Zásoby	14 995	22 661	17 416	16 784	18 830	18 137
Doba obratu zásob	49,2	56,9	43,4	37,4	38,7	39,7
Materiál	6 504	7 552	7 374	8 131	10 016	7 915
Doba obratu	21,3	19,0	18,4	18,1	20,6	19,1
Nedokončená výroba a polotovary	5 922	12 069	7 040	5 701	6 038	7 354
Doba obratu	19,4	30,3	17,6	12,7	12,4	14,1
Výrobky	545	1 028	996	981	907	891
Doba obratu	1,8	2,6	2,5	2,2	1,9	2,2
Zboží	2 024	2 012	2 006	1 971	1 869	1 976
Doba obratu	6,6	5,1	5,0	4,4	3,8	4,4

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

Krátkodobé pohledávky

Doba inkasa pohledávek v posledních 3 letech sledovaného období klesala na konečnou hodnotu 7,7. Jako doba inkasa pohledávek pro prognózu byla stanovena právě tato hodnota posledního sledovaného roku. Jelikož pivovar drtivou většinu svých pohledávek inkasuje v hotovosti nebo během velmi krátké doby splatnosti pohledávek a také z důvodu, že nehledá další nové velké odběratele (možnost jejich nesolventnosti), byla vybrána tato nejmenší doba inkasa pohledávek.

Tabulka 42 Analýza vývoje krátkodobých pohledávek v letech 2012-2016 (v tis. Kč a ve dnech)

Název položky	2012	2013	2014	2015	2016	Průměr
Krátkodobé pohledávky	3 154	8 288	6 924	4 300	3 752	5 284
Doba inkasa pohledávek	10,3	20,8	17,3	9,6	7,7	13,0

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

Krátkodobý finanční majetek

Ukazatel okamžité likvidity každým rokem výrazně narůstá vlivem přebytných finančních prostředků a jejich hromaděním na bankovních účtech podniku. Okamžitá likvidita v roce 2016 byla rovna hodnotě 1,9 a průměrná okamžitá likvidita v celém sledovaném období byla 1,1. V prognóze byla hodnota okamžité likvidity stanovena jako provozně nutná hodnotou 0,6. Tato hodnota byla již vysvětlena při rozdělování aktiv na provozně nutná a nenutná.

Tabulka 43 Analýza vývoje krátkodobého finančního majetku v letech 2012-2016 (v tis. Kč)

Název položky	2012	2013	2014	2015	2016	Průměr
Krátkodobý finanční majetek	3 597	19 469	32 316	59 611	81 038	39 206
Okamžitá likvidita	0,2	0,5	0,8	1,5	1,9	1,1

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

Krátkodobé závazky

Jak již bylo zmíněno ve finanční analýze podniku, doba splatnosti krátkodobých závazků dosahuje vysokých hodnot a podnik využívá svých dodavatelů k financování vlastní činnosti. Dle výroční zprávy podniku z roku 2016 podnik nemá žádné závazky delší dobu po splatnosti, a proto lze vysoké hodnoty doby splatnosti krátkodobých závazků připisovat silné vyjednávací pozici podniku. Více než polovinu krátkodobých závazků tvoří krátkodobé přijaté zálohy (za sudy). V prognóze je počítáno s průměrnou hodnotou doby splatnosti krátkodobých závazků v celém sledovaném období 88,9.

Tabulka 44 Analýza vývoje krátkodobých závazků v letech 2012-2016 (v tis. Kč a ve dnech)

Název položky	2012	2013	2014	2015	2016	Průměr
Krátkodobé závazky	21 349	39 266	38 208	39 533	42 883	36 248
Doba splatnosti KZ	70,0	98,7	95,3	88,2	88,2	88,9

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

Časové rozlišení

Časové rozlišení aktiv dosahuje v každém roce sledovaného období malých hodnot, a proto je v prognóze rovno celkovému průměru 100 tis. Kč. Časové rozlišení pasiv dosahovalo v letech 2012 až 2014 nulové hodnoty, avšak výrazně vzrostlo v letech 2015 a 2016. Časové rozlišení pasiv dle výroční zprávy podniku z roku 2016 obsahuje především vyúčtované služby za měsíc prosinec v lednu následujícího roku a jsou účtovány do nákladů období, do kterého věcně ani časově nepřísluší. Jelikož nelze očekávat změnu v budoucích letech, byla prognóza stanovena jako průměr posledních 2 let.

Tabulka 45 Vývoj časového rozlišení v letech 2012-2016 (v tis. Kč)

Název položky	2012	2013	2014	2015	2016	Průměr
Časové rozlišení aktiv	66	41	120	142	132	100
Časové rozlišení pasiv	0	0	0	3 267	3 417	3 342

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

Pracovní kapitál provozně nutný

Tabulka č. 46 obsahuje prognózovanou hodnotu provozně nutného pracovního kapitálu na základě stanovených hodnot jednotlivých položek pomocí analýzy v minulých odstavcích. Provozně nutný pracovní kapitál v budoucím období každým rokem narůstá. V roce 2017 dosahuje hodnoty 2 629 tis. Kč a v konečném roce 2021 je roven hodnotě 3 277 tis. Kč.

Tabulka 46 Prognóza vývoje provozně nutného pracovního kapitálu v letech 2017-2021 (v tis. Kč)

Název položky	2017	2018	2019	2020	2021
Zásoby	19 657	20 026	20 526	21 039	21 828
Doba obratu zásob	39,7	39,7	39,7	39,7	39,7
Krátkodobé pohledávky	3 820	3 891	3 989	4 088	4 242
Doba inkasa pohledávek	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7
KFM provozně nutný	26 410	26 905	27 577	28 267	29 327
Provozně nutná okamžitá likvidita	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Krátkodobé závazky	44 016	44 841	45 962	47 111	48 878
Doba splatnosti KZ	88,9	88,9	88,9	88,9	88,9
Časové rozlišení aktivní	100	100	100	100	100
Časové rozlišení pasivní	3 342	3 342	3 342	3 342	3 342
Pracovní kapitál provozně nutný	2 629	2 739	2 888	3 041	3 277

Zdroj: vlastní zpracování

7.4.4 Investice do dlouhodobého majetku

Poslední prognózou pomocí generátorů hodnoty jsou investice do dlouhodobého majetku. V této části práce je prognózována hodnota dlouhodobého nehmotného majetku (software) a dlouhodobého hmotného majetku (staveb a samostatných movitých věcí). Nebudou prognózovány investice do pozemků, nedokončeného dlouhodobého hmotného majetku a poskytnutých záloh na dlouhodobý hmotný majetek. Tyto hodnoty zůstanou ve finančním plánu rovny poslednímu sledovanému roku 2016. Pro výpočet koeficientu náročnosti na růst dlouhodobého majetku je nutné znát růst tržeb.

Růst tržeb v letech 2012-2016 = **65 307 tis. Kč.**

Prognózovaný růst tržeb v letech 2017-2021 = **19 686 tis. Kč.**

V následující tabulce č. 47 jsou uvedeny hodnoty investic netto a brutto a jejich koeficient náročnosti ve sledovaném období 2012-2016. Lze si všimnout, že podnik poměrně hodně investuje během celého minulého období.

Tabulka 47 Investice do dlouhodobého majetku v letech 2012-2016 (v tis. Kč)

Název položky	2012	2013	2014	2015	2016
Celkový přírůstek tržeb	65 307				
Dlouhodobý majetek k 31.12.	97 438	100 191	114 455	115 242	123 838
Investice netto		2 753	14 264	787	8 596
Odpisy		11 303	13 135	15 927	17 984
Investice brutto		14 056	27 399	16 714	26 580
Investiční náročnost růstu tržeb brutto	129,77 %				

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

Jelikož podnik Měšťanský pivovar v Poličce, a.s., nerozděluje ve výročních zprávách svoje odpisy dle druhu dlouhodobého majetku, jsou investice analyzovány netto. V tabulce č. 48 lze nalézt hodnoty koeficientů náročnosti netto pro jednotlivý prognózovaný dlouhodobý majetek.

Tabulka 48 Investice do DNM, staveb a SMV v letech 2012-2016 (v tis. Kč)

Název položky	2012	2013	2014	2015	2016
Celkový přírůstek tržeb	65 307				
Nehmotný majetek k 31.12.	0	68	89	107	152
Investice netto		68	21	18	45
Investice netto za období	152				
Investiční náročnost růstu tržeb netto	0,23 %				
Stavby k 31.12.	34 885	35 448	53 212	61 264	64 467
Investice netto		563	17 764	8 052	3 203
Investice netto za období	29 582				
Investiční náročnost růstu tržeb netto	45,30 %				
Samostatné movité věci k 31.12.	42 172	44 959	42 709	40 509	45 049
Investice netto		2 787	-2 250	-2 200	4 540
Investice netto za období	2 877				
Investiční náročnost růstu tržeb netto	4,41 %				

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

Odhadnout následující vývoj investic do dlouhodobého majetku je náročné, jelikož investice ovlivňuje strategie pivovaru a také se v průběhu let velmi mění. Jak již bylo zmíněno ve strategické analýze, podnik plánuje v následujících 20 letech rozsáhlé investice do dlouhodobého majetku za účelem rozšíření výrobních kapacit. Jedná se o investice do varny a dalších nezbytných zařízení pro výrobu piva. Tento předpoklad je v prognóze investic zohledněn vyšším růstem samostatných movitých věcí. Naopak lze očekávat menší investice do staveb, jelikož podnik již dle výročních zpráv dokončil většinu stavebních prací na stavbách a nelze očekávat takto vysoký růst hodnoty staveb jako v minulých letech. V tabulce č. 48 je uvedena finální podoba predikovaných netto investic, které byly pro zjednodušení rozděleny rovnoměrně do prognózovaných let 2017-2021.

Tabulka 49 Investice do dlouhodobého majetku v letech 2017-2021 (v tis. Kč)

Název položky	Minulý koeficient náročnosti	Prognóza budoucího koeficientu náročnosti	Odhad netto investic celkem (v tis. Kč)	Odhad netto investic ročně (v tis. Kč)
Nehmotný majetek	0,23 %	0,25 %	50	10
Stavby	45,30 %	50,80 %	10 000	2 000
Samostatné movité věci	4,41 %	126,99 %	25 000	5 000

Zdroj: vlastní zpracování

Celkem jsou odhadovány netto investice do dlouhodobého majetku rovny 35 050 tis. Kč. V následujících 3 tabulkách jsou uvedeny jednotlivé položky prognózovaného dlouhodobého majetku včetně odpisů a zůstatkových hodnot. Jelikož pivovar neevduje v příloze účetní závěrky ani ve výroční zprávě podniku podrobnější rozdělení odpisů k jednotlivým položkám, tudíž nelze přesně odhadnout dobu odepisování, jsou odpisy rozděleny podílem k zůstatkové hodnotě majetku dle minulého roku 2016.

Tabulka 50 Odhad investic do DNM (software) v letech 2017-2021 (v tis. Kč)

Název položky	2016	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p
Celkový přírůstek tržeb	19 686					
Odpisy	105	112	119	126	133	140
Investice netto	45	10	10	10	10	10
Investice brutto	150	122	129	136	143	150
Zůstatková hodnota	152	162	172	182	192	202
Investiční náročnost růstu tržeb netto	0,25 %					

Zdroj: vlastní zpracování

Netto investice jsou v případě dlouhodobého nehmotného majetku stanoveny hodnotou 10 tis. Kč v každém prognózovaném roku. Lze očekávat jen velmi pomalý růst položky softwaru i vzhledem k jeho neexistenci v roce 2012.

Tabulka 51 Odhad investic do staveb v letech 2017-2021 (v tis. Kč)

Název položky	2016	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p
Celkový přírůstek tržeb	19 686					
Odpisy	4 299	4 432	4 566	4 699	4 832	4 966
Investice netto	3 203	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
Investice brutto	7 502	6 432	6 566	6 699	6 832	6 966
Zůstatková hodnota	64 467	66 467	68 467	70 467	72 467	74 467
Investiční náročnost růstu tržeb netto	50,80 %					

Zdroj: vlastní zpracování

Růst tržeb v predikovaném období již nebude dosahovat tak vysoké hodnoty jako v minulém období 2012-2016. Jak již bylo zmíněno v začátku této podkapitoly, lze očekávat menší investiční činnost do staveb. Koeficient náročnosti byl stanoven na podobné hodnotě jako v minulém období, konkrétně 50,80 % a roční netto investice jsou rovny 2 000 tis. Kč.

Tabulka 52 Odhad investic do samostatných movitých věcí v letech 2017-2021 (v tis. Kč)

Název položky	2016	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p
Celkový přírůstek tržeb	19 686					
Odpisy	14 072	15 634	17 196	18 758	20 319	21 881
Investice netto	4 540	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000
Investice brutto	18 612	20 634	22 196	23 758	25 319	26 881
Zůstatková hodnota	45 049	50 049	55 049	60 049	65 049	70 049
Investiční náročnost růstu tržeb netto	126,99 %					

Zdroj: vlastní zpracování

V případě SMV je očekávána rozsáhlejší investiční činnost vzhledem k plánovanému rozšíření kapacitních možností podniku. Koeficient náročnosti je roven necelým 127 % a netto investice jsou 5 000 tis. Kč každý prognózovaný rok.

V tabulce č. 53 je uveden přehled o investicích do dlouhodobého majetku, celkové odpisy a netto investice.

Tabulka 53 Přehled o investicích do dlouhodobého majetku v letech 2017-2021 (v tis. Kč)

Celkem	2017	2018	2019	2020	2021
Odpisy	20 178	21 880	23 582	25 285	26 987
Netto investice	7 010	7 010	7 010	7 010	7 010
Celkové investice do DM	27 188	28 890	30 592	32 295	33 997

Zdroj: vlastní zpracování

7.5 Finanční plán

Většina položek ve finančním plánu již byla prognózována v rámci generátorů hodnoty. Odhadovaný finanční plán je sestaven na následujících 5 let ve zkrácené podobě s položkami, které jsou nutné pro samotné ocenění. Není předpokládáno využití cizího úročeného kapitálu, jako tomu bylo doposud.

7.5.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

V tabulce č. 54 lze nalézt plánovaný výkaz zisku a ztráty. Většina položek je převzata z prognózy ziskové marže a výkony podniku byly určeny v závěru strategické analýzy. Položka odpisů byla určena dle odhadovaných investic do dlouhodobého majetku podniku. Položky tržeb z prodeje DM a majetku a ZC prodaného DM a materiálu byly stanoveny průměrnou hodnotou předchozích 5 let. Výnosové úroky jsou rovny průměru posledních 3 let sledovaného období a nákladové úroky nejsou žádné vzhledem k neexistenci cizího úročeného kapitálu. Ostatní finanční náklady jsou odhadnuty průměrem 5 let sledovaného období a daň je předpokládána 19%.

Tabulka 54 Plánovaný výkaz zisku a ztráty v letech 2017-2021 (v tis. Kč)

Název položky	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby za prodej zboží	2 869	2 923	2 996	3 071	3 186
Náklady vynaložené na prodané zboží	1 778	1 812	1 857	1 903	1 975
Obchodní marže	1 091	1 111	1 139	1 167	1 211
Výkony	175 347	178 635	183 100	187 678	194 716
Výkonová spotřeba	97 869	98 811	100 366	101 937	104 786
Přidaná hodnota	78 568	80 934	83 873	86 909	91 141
Osobní náklady	15 234	15 519	15 907	16 305	16 917
Daně a poplatky	986	1 005	1 030	1 056	1 095
Odpisy DNM a DHM	20 178	21 880	23 582	25 285	26 987
Tržby z prodeje DM a majetku	10 685	10 685	10 685	10 685	10 685
ZC prodaného DM a materiálu	10 652	10 652	10 652	10 652	10 652
Ostatní provozní výnosy	43	44	45	46	48
Ostatní provozní náklady	5 036	5 131	5 259	5 390	5 593
KPVH před zdaněním	37 210	37 476	38 173	38 952	40 631
Výnosové úroky	52	52	52	52	52
Nákladové úroky	0	0	0	0	0
Ostatní finanční výnosy	0	0	0	0	0
Ostatní finanční náklady	519	519	519	519	519
Finanční VH	-467	-467	-467	-467	-467
Daň z příjmů za běžnou činnost	6 981	7 032	7 164	7 312	7 631
VH za účetní období (+/-)	29 762	29 978	30 542	31 173	32 533
VH před zdaněním (+/-)	36 743	37 010	37 706	38 486	40 165

Zdroj: vlastní zpracování

7.5.2 Plánovaná rozvaha

Pohled na plánovanou rozvahu nabízí tabulky č. 55 a 56. Dlouhodobý nehmotný majetek a dlouhodobý hmotný majetek (stavby a samostatné movité věci) byl odhadnut v plánovaných investicích. Ostatní položky dlouhodobého hmotného majetku jsou rovny poslednímu roku sledovaného období 2016. Dlouhodobý finanční majetek je rozdělen na provozně nutný a nenutný a celkově je roven hodnotě v roce 2016. Položky oběžných aktiv byly stanoveny v prognóze pracovního kapitálu a krátkodobý finanční majetek byl převzat z plánovaného cash-flow a je rozdělen na provozně nutný a nenutný. Časové rozlišení aktivní je stanoveno průměrem posledních 5 let.

Tabulka 55 Plánovaná rozvaha - aktiva v letech 2017-2021 (v tis. Kč)

Název položky	2017	2018	2019	2020	2021
AKTIVA CELKEM	253 946	280 252	307 334	334 981	364 401
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0
Dlouhodobý majetek	130 848	137 858	144 868	151 878	158 888
Dlouhodobý nehmotný majetek	162	172	182	192	202
Software	162	172	182	192	202
Dlouhodobý hmotný majetek	126 548	133 548	140 548	147 548	154 548
Pozemky	3 814	3 814	3 814	3 814	3 814
Stavby	66 467	68 467	70 467	72 467	74 467
SMV a soubory movitých věcí	50 049	55 049	60 049	65 049	70 049
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	5 307	5 307	5 307	5 307	5 307
Poskytnuté zálohy na DHM	911	911	911	911	911
Dlouhodobý finanční majetek	4 138	4 138	4 138	4 138	4 138
<i>Provozně nutný</i>	1 106	1 106	1 106	1 106	1 106
<i>Provozně nenutný</i>	3 032	3 032	3 032	3 032	3 032
Oběžná aktiva	122 998	142 294	162 366	183 002	205 412
Zásoby	19 657	20 026	20 526	21 039	21 828
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	3 820	3 891	3 989	4 088	4 242
Krátkodobý finanční majetek	99 521	118 377	137 851	157 875	179 342
<i>Provozně nutný</i>	26 410	26 905	27 577	28 267	29 327
<i>Provozně nenutný</i>	73 111	91 472	110 274	129 608	150 016
Časové rozlišení	100	100	100	100	100

Zdroj: vlastní zpracování

Položky základního kapitálu a kapitálových fondů jsou rovny hodnotám v roce 2016. Výsledek hospodaření minulých let je roven součtu výsledku hospodaření minulých let předchozího roku a výsledku hospodaření běžného období předchozího roku, od něhož jsou dále odečteny dividendy v celkové výši 15 % z čistého zisku. Tato hodnota dividend je vyplácena během celého minulého období a není předpokládána změna jejich výše. Položka dlouhodobých závazků obsahuje jen odložený daňový závazek a ten je roven hodnotě roku 2016, jelikož není předpokládána jeho výrazná změna. V prognóze pracovního kapitálu byly stanoveny hodnoty krátkodobých závazků a časového rozlišení, které je rovno průměrné hodnotě posledních 2 let.

Tabulka 56 Plánovaná rozvaha - pasiva v letech 2017-2021 (v tis. Kč)

Název položky	2017	2018	2019	2020	2021
PASIVA CELKEM	253 946	280 252	307 334	334 981	364 401
Vlastní kapitál	202 142	227 623	253 584	280 081	307 735
Základní kapitál	8 064	8 064	8 064	8 064	8 064
Kapitálové fondy	2 838	2 838	2 838	2 838	2 838
Fondy ze zisku	0	0	0	0	0
VH minulých let	161 478	186 743	212 140	238 006	264 299
VH běžného účetního období (+/-)	29 762	29 978	30 542	31 173	32 533
Cizí zdroje	48 462	49 287	50 408	51 557	53 324
Rezervy	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	4 446	4 446	4 446	4 446	4 446
Krátkodobé závazky	44 016	44 841	45 962	47 111	48 878
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	3 342	3 342	3 342	3 342	3 342

Zdroj: vlastní zpracování

7.5.3 Finanční analýza plánu

Na základě doporučení od Maříka (2003, s. 136) je v této podkapitole vypracována jednoduchá finanční analýza finančního plánu, která má za úkol ověřit jeho reálnost a potvrdit, či vyvrátit going concern princip.

Hodnoty ukazatelů rentability dosahují poměrně dobrých a reálných výsledků i vzhledem k minulým hodnotám. Z důvodu omezených kapacitních možností podniku nelze předpokládat rychlejší tempo růstu tržeb. Naopak lze očekávat vyšší hodnoty aktiv díky investiční činnosti pivovaru (růst dlouhodobého majetku) a kumulaci finančních prostředků na rozsáhlé investice (růst oběžných aktiv). Z těchto důvodů ukazatele rentability v čase klesají.

Hodnoty ukazatelů likvidity budou dle prognózy nadále růst z důvodu kumulace finančních prostředků. Podnik bude provádět v prognózovaném období 5 let investiční činnost, ale jak bylo zmíněno v podkapitole o investicích do DM, pivovar očekává zvýšení kapacitních možností až za zhruba 20 let, proto rozsáhlejší investice proběhnou později.

V hodnotách ukazatelů aktivity nejsou očekávány větší změny a jsou obdobné jako v letech 2015 a 2016. Podnik bude nadále využívat možnost financování své činnosti na úkor svých dodavatelů a pohledávky podniku budou i v budoucnu převážně placeny v hotovosti.

Zadluženost i dlouhodobá zadluženost podniku bude nadále klesat vzhledem k neexistenci cizího úročeného kapitálu a vzrůstající hodnotě aktiv podniku.

Podniku je odhadována vysoká finanční stabilita i výkonnost, a proto není ohrožen going concern princip a je možné přistoupit k ocenění podniku pomocí výnosové metody.

Tabulka 57 Finanční analýza prognózovaného finančního plánu v letech 2017-2021

Ukazatel	2017	2018	2019	2020	2021
Rentabilita					
ROA	14,5 %	13,2 %	12,3 %	11,5 %	11,0 %
ROE	14,7 %	13,2 %	12,0 %	11,1 %	10,6 %
ROS	16,7 %	16,5 %	16,4 %	16,3 %	16,4 %
Likvidita					
Běžná likvidita	2,79	3,17	3,53	3,88	4,20
Pohotová likvidita	2,35	2,73	3,09	3,44	3,76
Okamžitá likvidita	2,26	2,64	3,00	3,35	3,67
Aktivita					
Doba obratu zásob (dny)	39,7	39,7	39,7	39,7	39,7
Doba obratu pohledávek (dny)	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7
Doba obratu krátkodobých závazků (dny)	88,9	88,9	88,9	88,9	88,9
Obratový cyklus peněz (dny)	-41,5	-41,5	-41,5	-41,5	-41,5
Zadluženost					
Zadluženost	19,1 %	17,6 %	16,4 %	15,4 %	14,6 %
Dlouhodobá zadluženost	1,8 %	1,6 %	1,4 %	1,3 %	1,2 %

Zdroj: vlastní zpracování

8 Ocenění Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s.

V závěru strategické a finanční analýzy byla kladně zhodnocena finanční výkonnost a stabilita Měšťanského pivovaru v Poličce a byl potvrzen going concern princip. V předchozí kapitole byl sestaven finanční plán podniku a lze přejít k samotnému ocenění podniku. V této kapitole je Měšťanský pivovar v Poličce oceněn 3 metodami. Jedná se o výnosovou metodu DCF ve variantě FCFF, metodu tržních multiplikátorů a ocenění podniku pomocí účetní hodnoty. Podnik je oceňován k 1. 1. 2018.

8.1 Ocenění podniku metodou DCF entity

Pro stanovení hodnoty podniku je zvolena metoda DCF entity. Tato metoda využívá volný peněžní tok do firmy (FCFF) a je počítána dvoufázovou metodou. První fáze obsahuje období, které oceňovatel prognózuje, a druhou fází tvoří pokračující hodnota. Brutto hodnota podniku se vypočítá dle následujícího vzorce:

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

kde: FCFF = volný peněžní tok do firmy

PH = pokračující hodnota

WACC = průměrné vážené náklady kapitálu (diskontní míra)

Pro stanovení brutto hodnoty podniku je nutné nejdříve stanovit volné peněžní toky do firmy, dále diskontní míru a hodnoty první a druhé fáze.

8.1.1 Stanovení volného peněžního toku FCFF

Tabulka č. 58 nabízí pohled na volné peněžní toky do firmy (Free Cash Flow to Firm) dle stanoveného finančního plánu v letech 2018-2021. FCFF je vypočítán z KPVH po dani, který je následně upraven o nepeněžní operace, změny oběžných aktiv a investice do dlouhodobého majetku. Lze vidět, že FCFF každým rokem sledovaného období roste díky zvyšujícímu se zisku.

Tabulka 58 Stanovení FCFF v letech 2018-2021 (v tis. Kč)

Název položky	2018	2019	2020	2021
KPVH před daní	37 476	38 173	38 952	40 631
Daň z KPVH (19 %)	7 121	7 253	7 401	7 720
KPVH po daní	30 356	30 920	31 551	32 911
Úpravy o nepeněžní operace	21 880	23 582	25 285	26 987
Odpisy	21 880	23 582	25 285	26 987
Úpravy oběžných aktiv (provozně nutných)	-110	-150	-153	-236
ZS zásob	-369	-501	-513	-789
ZS pohledávek	-72	-97	-100	-153
ZS KFM	-495	-673	-689	-1 060
ZS krátkodobých závazků	825	1 121	1 149	1 767
Investice do DM brutto	-28 890	-30 592	-32 295	-33 997
FCFF	23 236	23 761	24 388	25 666

Zdroj: vlastní zpracování

8.1.2 Stanovení diskontní míry

Pro stanovení hodnoty podniku je nutné znát náklady na kapitál, pomocí kterých jsou volné peněžní toky do firmy diskontovány na současnou hodnotu. Metoda DCF entity využívá jako diskont průměrné vážené náklady kapitálu. Předně je nutné stanovit náklady na vlastní a cizí kapitál. Měšťanský pivovar v Poličce nedisponuje žádným cizím úročeným kapitálem, proto jsou průměrné vážené náklady kapitálu rovny nákladům na vlastní kapitál a případným dalším přírůzkám.

Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál jsou v této práci stanoveny pomocí modelu CAPM (Capital Assets Pricing Model). Model CAPM je sestaven následujícím způsobem:

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

kde: r_f = bezriziková úroková míra
 β = parametr rizika (beta koeficient)
 $(r_m - r_f)$ = riziková prémie trhu

Bezriziková úroková míra je stanovena na úrovni průměrných výnosů minimálně desetiletých českých státních dluhopisů k začátku roku 2018. Tato úroková míra je dle Ministerstva financí České republiky rovna 2,40 % (Emisní kalendáře střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, 2018, [online]).

Beta koeficient je určen pomocí webových stránek Damodaran Online, které provozuje profesor Damodaran. Unlevered beta je v západní Evropě k začátku roku 2018 v odvětví Beverage (Alcoholic) rovna hodnotě 0,51 a v odvětví Beverage (Soft) hodnotě 0,56. Beta unlevered je stanovena průměrem těchto dvou hodnot = 0,54. Oceňovaný podnik ne-

disponuje žádným cizím úročeným kapitálem, tudíž není nutné tuto hodnotu přepočítat na tzv. zadluženou betu (Levered and Unlevered Betas by Industry, Damodaran Online, 2018, [online]).

Riziková prémie ČR je k začátku roku 2018 dle profesora Damodarana rovna 5,89 % (Risk Premiums for Other Markets, Damodaran Online, 2018, [online]).

V tabulce č. 59 jsou uvedena výše zmíněná data a hodnota výpočtu nákladů vlastního kapitálu. Náklady vlastního kapitálu se rovnají 5,55 %.

Tabulka 59 Výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí modelu CAPM

Bezriziková úroková míra	2,40 %
Beta unlevered	0,54
Beta levered	0,54
Riziková prémie ČR	5,89 %
Náklady vlastního kapitálu	5,55 %

Zdroj: vlastní zpracování

Průměrné vážené náklady kapitálu

Průměrné vážené náklady kapitálu jsou stanoveny pomocí následujícího vzorce:

$$WACC = r_d \cdot (1 - t) \cdot \frac{D}{C} + r_e \cdot \frac{E}{C}$$

kde: r_d = náklady na cizí kapitál
 t = daňová sazba
 D = cizí kapitál
 E = vlastní kapitál
 C = celkový kapitál ($E + D = C$)
 r_e = náklady na vlastní kapitál

Jak již bylo zmíněno na začátku této podkapitoly, Měšťanský pivovar v Poličce, a.s., ne-disponuje žádným cizím úročeným kapitálem. Hodnota WACC je rovna nákladům na vlastní kapitál a vzhledem k velikosti oceňovaného podniku také přirážce za malou velikost firmy ve výši 2 %. Hodnota **WACC** je pro výpočet hodnoty podniku stanovena na úrovni **7,55 %**.

8.1.3 Výpočet hodnoty – první fáze

Tabulka č. 60 nabízí hodnoty diskontovaných FCFF v prognózovaném období 2018-2021, jejichž součet je roven hodnotě 1. fáze. Volné peněžní toky do firmy jsou diskontovány na základě průměrných vážených nákladů kapitálu, které byly vypočteny v předchozí podkapitole, k datu ocenění 1. 1. 2018. Hodnota 1. fáze odpovídá 80 891 tis. Kč.

Tabulka 60 Výpočet hodnoty 1. fáze (v tis. Kč)

Název položky	2018	2019	2020	2021
FCFF	23 236	23 761	24 388	25 666
WACC	7,55 %	7,55 %	7,55 %	7,55 %
Diskontovaný FCFF	21 604	20 541	19 603	19 182
Hodnota 1. fáze	80 931			

Zdroj: vlastní zpracování

8.1.4 Výpočet hodnoty – druhá fáze

Pro výpočet hodnoty druhé fáze je v první řadě nutné stanovit pokračující hodnotu, která vstupuje do výpočtu brutto hodnoty podniku. Pokračující hodnotu (PH) lze vypočítat pomocí Gordonova vzorce:

$$PH = \frac{FCFF_{T+1}}{WACC - g}$$

kde: $FCFF_{T+1}$ = volný peněžní tok v prvním roce druhé fáze
 g = tempo růstu volného peněžního toku v druhé fázi

Tempo růstu g v druhé fázi ovlivňuje mnoho okolností a díky závěrům provedených v rámci strategické analýzy a růstu tržeb v první fázi bylo po důkladném zvážení stanoveno na úrovni 2 %.

FCFF v prvním roce druhé fáze je zatím neznámý, proto je nezbytností tento volný peněžní tok dopočítat. KPVH po dani v roce 2021 byl navýšen o zmíněné tempo růstu g a následně upraven o míru investic netto do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu. Tímto výpočtem je stanoven FCFF v prvním roce druhé fáze na hodnotu 30 387 tis. Kč.

Vypočtená pokračující hodnota je následně diskontována, čímž je stanovena hodnota 2. fáze. Tabulka č. 61 nabízí číselné vyjádření výše zmíněných položek a hodnotu druhé fáze, která je rovna 409 113 tis. Kč.

Tabulka 61 Výpočet hodnoty 2. fáze (v tis. Kč)

Tempo růstu g	2,00 %
Míra investic netto do DM a PK	9,48 %
FCFF v prvním roce druhé fáze	30 387
Pokračující hodnota - Gordonův vzorec	547 398
Hodnota 2. fáze	409 113

Zdroj: vlastní zpracování

8.1.5 Výsledná hodnota podniku podle metody DCF

Výsledná hodnota podniku podle metody DCF ve variantě FCFF je získána součtem předcházejících výpočtů a hodnoty provozně nepotřebného majetku.

Výsledná hodnota podniku Měšťanský pivovar v Poličce, a.s., k 1. 1. 2018 je 566 187 000 Kč.

Tabulka 62 Výsledná hodnota podniku pomocí metody DCF entity k 1. 1. 2018 (v tis. Kč)

Hodnota 1. fáze	80 931
Hodnota 2. fáze	409 113
Hodnota provozně nepotřebného majetku	76 143
Výsledná hodnota podniku k 1. 1. 2018	566 187

Zdroj: vlastní zpracování

8.2 Ocenění podniku metodou odvětvových multiplikátorů

Jako doplňková metoda k výnosovému ocenění podniku Měšťanský pivovar v Poličce, a.s., je zvolena metoda odvětvových multiplikátorů. Jedná se o metodu tržního porovnání, která při výpočtech využívá průměrné hodnoty vybraných ukazatelů daného odvětví, které jsou následně porovnávány s veličinami oceňovaného podniku. V této práci je využit multiplikátor EV/EBITDA. Čítec multiplikátoru obsahuje EV (Enterprise Value), tudíž by v případě existence cizího úročného kapitálu v podniku bylo nutné jeho hodnotu odečíst k datu ocenění ke zjištění hodnoty vlastního kapitálu.

V této části práce byla využita data pro odvětví nápojů v Evropě, která jsou získána na stránkách Damodaran Online profesora Damodarana. Konkrétně se jedná o vážený průměr hodnot odvětví Beverage (Alcoholic), které je zastoupeno 52 společnostmi, a Beverage (Soft), které odráží 19 společností (Value/EBIT & Value/EBITDA Multiples by Industry Sector, Damodaran Online, 2018, [online]).

Výsledná hodnota podniku Měšťanský pivovar v Poličce, a.s., k 1. 1. 2018 je 816 864 000 Kč.

Tabulka 63 Výsledná hodnota podniku pomocí metody odvětvových multiplikátorů k 1. 1. 2018 (v tis. Kč)

EBITDA 2017	56 921
EV/EBITDA	14,35
Výsledná hodnota podniku k 1. 1. 2018	816 864

Zdroj: vlastní zpracování

8.3 Ocenění podniku účetní hodnotou

Druhou doplňkovou metodou ocenění podniku je ocenění pomocí účetní hodnoty Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., k datu 31. 12. 2017. Tato majetková metoda je velmi jednoduchá na provedení a vychází pouze z účetních výkazů podniku, avšak její vypovídající hodnota je značně omezená. Účetní hodnota podniku je rovna bilanční sumě.

Výsledná účetní hodnota podniku Měšťanský pivovar v Poličce, a.s., k 31. 12. 2017 je 253 946 000 Kč.

Tabulka 64 Výsledná hodnota podniku pomocí účetní hodnoty k 31. 12. 2017 (v tis. Kč)

Bilanční suma	253 946
Výsledná hodnota podniku k 31. 12. 2017	253 946

Zdroj: vlastní zpracování

8.4 Celkové zhodnocení použitých metod

V této podkapitole jsou zhodnoceny použité metody a výsledné hodnoty podniku Měšťanský pivovar v Poličce, a.s. Tabulka č. 65 ukazuje přehled výsledných hodnot podniku použitím jednotlivých metod.

Tabulka 65 Přehled výsledných hodnot podniku pomocí jednotlivých metod (v Kč)

Metoda	Výsledná hodnota podniku
Výnosová metoda DCF entity	566 187 000
Metoda tržních multiplikátorů	816 864 000
Účetní hodnota podniku	253 946 000

Zdroj: vlastní zpracování

Lze vidět poměrně velké rozdíly mezi výslednými tržními hodnotami podniku dle jednotlivých použitých metod. Nejnižší hodnotou podniku je dle očekávání účetní hodnota podniku, která je rovna 253 946 tis. Kč. Účetní hodnota neodráží podnikový výnosový potenciál a případný budoucí růst firmy, proto ji lze označit jako dolní mez hodnoty podniku.

Diskutovat o věrohodnosti výsledné hodnoty podniku lze také v případě metody tržních multiplikátorů, která je o 250 677 tis. Kč vyšší než v případě výnosové metody DCF entity. Za první důvod vyšší výsledné hodnoty podniku lze označit výběr odvětví, z kterého je multiplikátor vypočítán. V této práci byly zvoleny odvětví Beverage (Alcoholic) a Beverage (Soft), jelikož nebyl k dispozici multiplikátor přímo pro odvětví pivovarnictví. Tyto odvětví v sobě zahrnují kromě piva také ostatní alkoholické a nealkoholické nápoje, čímž mohla být výsledná hodnota podniku ovlivněna. Druhým důvodem může být struktura podniků, ze kterých je multiplikátor vypočítán, jelikož jsou to podniky

mnohonásobně větší než oceňovaný podnik a také jsou všechny veřejně obchodované na burze. Z těchto důvodů je výsledná hodnota podniku 816 864 tis. Kč stanovená pomocí metody tržního multiplikátoru brána jako orientační.

Výnosová metoda DCF entity je při stanovení hodnoty podniku Měšťanský pivovar v Poličce, a.s., považována za nejvhodnější vzhledem k výsledkům strategické a finanční analýzy (potvrzení going concern principu), a také ve srovnání s výslednými hodnotami ostatních použitých metod, u kterých lze nalézt problémy s jejich věrohodností, které jsou zmíněny výše. Z těchto důvodů je výsledná hodnota podniku, která je vypočítána metodou DCF entity, považována za relevantní.

Výsledná hodnota podniku Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., ke dni ocenění 1. 1. 2018 je 566 187 tis. Kč.

Závěr

Cílem této diplomové práce bylo stanovení tržní hodnoty podniku Měšťanský pivovar v Poličce, a.s., k datu ocenění 1. 1. 2018. Tržní hodnotu podniku v budoucích letech využije management pivovaru zejména v rozhodovacím procesu o strategickém směřování podniku.

Diplomová práce byla rozdělena do části teoretické a praktické. Teoretická část nabídla vymezení základních pojmů, postupů a metod při stanovení hodnoty podniku a oceňování. Tato nutná teoretická základna byla následně využita při zpracování praktické části této práce.

V úvodu praktické části byl představen oceňovaný podnik Měšťanský pivovar v Poličce, a.s., s jeho identifikačními údaji a základními informacemi. Na úvodní představení podniku navazovala strategická analýza, jejíž součástí bylo zpracování analýzy makroprostředí a mikroprostředí. Analýza makroprostředí byla provedena pomocí analýzy atraktivity trhu a PEST analýzy. PEST analýza stanovila politické a legislativní, ekonomické, sociální a demografické, a technologické faktory ovlivňující oceňovaný podnik v jeho makrookolí. Mikroprostředí je analyzováno pomocí Porterova modelu pěti sil, kde konkurenceschopnost podniku ovlivňuje stávající konkurence, odběratelé, dodavatelé, vstup nových konkurentů a možnost substitutů. Z výsledků strategické analýzy byl učiněn závěr o potenciálu pivovaru, předpoklad nadále rostoucích výkonů oceňovaného podniku a byla stanovena prognóza výkonů podniku v letech 2017-2021.

Na strategickou analýzu navazovala finanční analýza podniku, kde byla zpracována analýza účetních výkazů, poměrových ukazatelů a pracovního kapitálu a byla ověřena bilanční pravidla. Oceňovaný podnik byl označen za finančně stabilní a byl stanoven předpoklad o budoucím úspěšném rozvoji podniku. Na základě výsledků strategické a finanční analýzy byl ověřen going concern princip a bylo doporučeno využít výnosové metody oceňování podniku.

Po vypracování strategické a finanční analýzy bylo přistoupeno k vypracování finančního plánu, který je základem pro stanovení výsledné hodnoty podniku pomocí výnosové metody. Finanční plán byl vypracován na základě prognóz generátorů hodnoty, které společně určují hodnotu podniku. V této podkapitole byly vypracovány prognózy tržeb, provozní ziskové marže, investic do pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku. Závěrem této kapitoly byla provedena krátká finanční analýza výsledného finančního plánu podniku v letech 2017-2021, pomocí které byla ověřena jeho reálnost a potvrzen going concern princip.

Díky závěrům předchozích kapitol praktické části byla pro stanovení hodnoty podniku Měšťanský pivovar v Poličce, a.s., zvolena výnosová metoda DCF entity, která využívá

volné peněžní toky do firmy (FCFF). Nejdříve byly tyto volné peněžní toky určeny a následně byla stanovena diskontní míra. Diskontní míra byla stanovena na základě nákladů na vlastní kapitál a přírážce za malou velikost firmy. Poté byla pomocí dvoufázové metody stanovena výsledná hodnota podniku Měšťanský pivovar v Poličce, a.s.

Pro doplnění výnosové metody DCF entity byla podnik oceněn také metodou odvětvového multiplikátoru a účetní hodnotou. Za nejvhodnější a relevantní metodu byla zvolena výnosová metoda DCF entity, která ocenila podnik Měšťanský pivovar v Poličce, a.s., ke dni ocenění 1. 1. 2018 výslednou hodnotou 566 187 tis. Kč, čímž lze cíl této diplomové práce považovat za splněný.

Seznam použité literatury

1. **Karlíček, Miroslav.** *Základy marketingu.* Praha : Grada, 2013. ISBN 978-80-247-4208-3.
2. **Keřkovský, Miloslav a Oldřich Vykypěl.** *Strategické řízení: teorie pro praxi.* 2. Praha : C.H. Beck, 2006. ISBN 80-7179-453-8.
3. **Kislingerová, Eva.** *Manažerské finance.* 2. Praha : C.H. Beck, 2007. ISBN 978-80-7179-903-0.
4. **Kislingerová, Eva.** *Oceňování podniku.* 2. Praha : C.H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1
5. **Knápková, Adriana, Drahomíra Pavelková a Karel Šteker.** *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady.* 2. Praha : Grada, 2013. ISBN 978-80-247-4456-8.
6. **Mařík, Miloš a Pavla Maříková.** *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku.* Praha : Oeconomica, 2007. ISBN 978-80-245-1242-6.
7. **Mařík, Miloš.** *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy.* Praha : Ekopress, 2003. ISBN 80-86119-57-2.
8. **Mařík, Miloš.** *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy.* 3. Praha : 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.
9. **Růčková, Petra.** *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi.* 5. Praha : Grada Publishing, 2015. ISBN 978-80-247-5534-2.
10. **Sedláček, Jaroslav.** *Finanční analýza podniku.* 2. Brno : Computer Press, 2011. ISBN 978-80-251-3386-6.
11. **Sedláčková, Helena a Karel Buchta.** *Strategická analýza.* 2. Praha : C.H. Beck, 2006. ISBN 80-7179-367-1.
12. **Scholleová, Hana.** *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy.* 2. Praha : Grada, 2012. ISBN 978-80-247-4004-1.
13. **Scholleová, Hana.** *Investiční controlling: jak hodnotit investiční záměry a řídit podnikové investice : investiční proces jako základ budoucí prosperity, nástroje a metody investičního controllingu, volba financování a technologie, monitoring průběhu investice a postaudit.* Praha : Grada, 2009. ISBN 978-80-247-2952-7.

14. Synek, Miloslav. *Manažerská ekonomika*. 5. Praha : Grada, 2011. ISBN 978-80-247-3494-1.
15. Vochozka, Marek a Petr Mulač. *Podniková ekonomika*. Praha : Grada, 2012. ISBN 978-80-247-4372-1.
16. Vochozka, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. Praha : Grada, 2011. ISBN 978-80-247-3647-1.

Internetové zdroje

1. Aktuální prognóza ČNB. *Česká národní banka* [online]. [cit. 2018-03-15]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza
2. Babiš zřejmě sní i o DPH u točeného piva, opět navrhuje její snížení na 10 %. *Podnikatel.cz* [online]. [cit. 2018-03-23]. Dostupné z: <https://www.podnikatel.cz/clanky/babis-chce-u-toceneho-piva-opet-snizit-dph-na-10/>
3. Current Data: Levered and Unlevered Betas by Industry. *Damodaran Online* [online]. [cit. 2018-04-21]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
4. Current Data: Risk Premiums for Other Markets. *Damodaran Online* [online]. [cit. 2018-04-21]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
5. Current Data: Value/EBIT & Value/EBITDA Multiples by Industry Sector. *Damodaran Online* [online]. [cit. 2018-04-22]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
6. Česká republika od roku 1989 v číslech - 2016. *Český statistický úřad* [online]. [cit. 2018-04-04]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/ceska-republika-od-roku-1989-v-cislech-w0i9dxmghn>
7. Česká republika: výstav a export piva a sladu. *Beer Web* [online]. [cit. 2018-03-13]. Dostupné z: <https://beerweb.cz/novinky/ceska-republika-vystav-export-piva-a-sladu-2016-csps>
8. Emisní kalendáře střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů. *Ministerstvo financí České republiky* [online]. [cit. 2018-04-21]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/rizeni-statniho-dluhu/emise-statnich-dluhopisu/emisni-kalendare-sdd>

9. Historie a současnost Měšťanského pivovaru v Poličce. *České pivo* [online]. [cit. 2018-03-12]. Dostupné z: <http://ceskepivo-ceskezlato.cz/pivovary.php?pid=Policka&on=o>
10. Hlavní makroekonomické ukazatele. *Český statistický úřad* [online]. [cit. 2018-03-23]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/hmu_cr
11. Karel Witz: Výstav Pivovaru v Poličce se zvýšil o 3 pct téměř na 120 tis. hl. *ČIA News* [online]. [cit. 2018-03-17]. Dostupné z: <http://www.cia-news.cz/cs/2512908-karel-witz-vystav-pivovaru-v-policke-se-zvysil-o-3-pct-temer-na-120-tis-hl>
12. Kdo jsme. *Heineken Česká republika* [online]. [cit. 2018-04-04]. Dostupné z: <http://www.heinekenceskarepublika.cz/kdo-jsme?age=more>
13. Makroekonomická predikce - leden 2018. *Ministerstvo financí České republiky* [online]. [cit. 2018-03-28]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2018/makroekonomicka-predikce-leden-2018-30908>
14. Měšťanský pivovar v Poličce, a.s. *Pivovar Polička* [online]. [cit. 2018-03-14]. Dostupné z: <http://www.pivovar-policka.cz/index2.htm>
15. Měšťanský pivovar. *Pividky.cz* [online]. [cit. 2018-03-14]. Dostupné z: http://pividky.cz/pivovary_databaze.php?id=96&tab=pivovary_cr&pivovar=M%C4%9B%C5%A1%C5%A5ansk%C3%BD%20pivovar
16. Minipivovarů je na 400 a každý týden přibývají další. *iRozhlas.cz* [online]. [cit. 2018-04-14]. Dostupné z: https://www.irozhlas.cz/ekonomika/minipivovaru-je-na-400-a-kazdy-tyden-pribyvaji-dalsi-rozmach-muze-brz-dit_1708151534_pj
17. Mzdy a náklady práce. *Český statistický úřad* [online]. [cit. 2018-03-21]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/prace_a_mzdy_prace
18. Panorama zpracovatelského průmyslu ČR. *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. [cit. 2018-04-04]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/panorama-interaktivni-tabulka.html>
19. Pivo v české společnosti: České pivo. *Český svaz pivovarů a sladoven* [online]. [cit. 2018-03-28]. Dostupné z: <http://ceske-pivo.cz/tz/pivo-v-ceske-spolecnosti>
20. Rekordní výstav piva v roce 2016 podpořen exportem i vyšší spotřebou na tuzemském trhu: České pivo. *Český svaz pivovarů a sladoven* [online]. [cit. 2018-03-28]. Dostupné z: <http://ceske-pivo.cz/tz/rekordni-vystav-piva-v-roce-2016-podporen-exportem-i-vyssi-spotrebou-na-tuzemskem-trhu>

21. Sbírka listin Měšťanský pivovar v Poličce, a.s.: Účetní uzávěrka 2016. *Justice.cz* [online]. [cit. 2018-04-27]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=49254356&subjektId=46453&spis=607272>
22. Sbírka listin Měšťanský pivovar v Poličce, a.s.: Výroční zpráva 2015. *Justice.cz* [online]. [cit. 2018-04-27]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=44477621&subjektId=46453&spis=607272>
23. Sbírka listin Měšťanský pivovar v Poličce, a.s.: Výroční zpráva 2014. *Justice.cz* [online]. [cit. 2018-04-27]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=39581599&subjektId=46453&spis=607272>
24. Sbírka listin Měšťanský pivovar v Poličce, a.s.: Výroční zpráva 2013. *Justice.cz* [online]. [cit. 2018-04-27]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=17753387&subjektId=46453&spis=607272>
25. Sbírka listin Měšťanský pivovar v Poličce, a.s.: Výroční zpráva 2012. *Justice.cz* [online]. [cit. 2018-04-27]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=17107845&subjektId=46453&spis=607272>
26. Spotřební daň - pivo: Sazby daně. *Finance.cz* [online]. [cit. 2018-03-28]. Dostupné z: <https://www.finance.cz/dane-a-mzda/dph-a-spotrebni-dane/spotrebni-dane/pivo/>
27. Veřejný rejstřík: Úplný výpis z obchodního rejstříku. *Justice.cz* [online]. [cit. 2018-03-28]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=46453&typ=UPLNY>
28. Volume of beer consumed per capita in Europe in 2016, by country (in litres). *Statista.com* [online]. [cit. 2018-03-28]. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/444589/european-beer-consumption-per-capita-by-country/>
29. Vyhodnocení soutěže. *Dočesná* [online]. [cit. 2018-03-28]. Dostupné z: <http://www.docesna.cz/index.php?page=4&lang>
30. Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 5 odst. 1. *Business center.cz* [online]. [cit. 2018-02-23]. Dostupné z: <https://business.center.cz/business/pravo/zakony/obchzak/cast1.aspx>
31. Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, § 502. *Business center.cz* [online]. [cit. 2018-02-23]. Dostupné z: <https://business.center.cz/business/pravo/zakony/obcansky-zakonik/cast1h4d2.aspx>

32. Zákon č. 353/2003 Sb., o spotřebních daních. *Business center.cz* [online]. [cit. 2018-03-23]. Dostupné z: <https://business.center.cz/business/pravo/zakony/spotrebnidan/>
33. Zpráva o stavu českého pivovarství a sladařství za rok 2015: ČSPS. *Pivní.info* [online]. [cit. 2018-04-04]. Dostupné z: <http://pivni.info/news/15712-zprava-o-stavu-ceskeho-pivovarstvi-a-sladarstvi-za-rok-2015.html>

Seznam obrázků

Obrázek 1 Analýza vývoje potenciálu podniku	12
Obrázek 2 Porterův model pěti sil.....	14
Obrázek 3 Logo společnosti Měšťanský pivovar v Poličce, a.s.	35
Obrázek 4 Mapa soustředěnosti restaurací s pivem z Měšťanského pivovaru v Poličce	37

Seznam grafů

Graf 1 Trend on-trade/off-trade v letech 2012-2016.....	39
Graf 2 Vývoj spotřebitelských cen piva (0,5 l) v letech 2012-2016 (v Kč)	40
Graf 3 Vývoj podílu spotřeby piva dle druhů v ČR v letech 2012-2016.....	40
Graf 4 Vývoj reálného HDP v letech 2012-2016 a jeho prognóza v letech 2017-2019..	44
Graf 5 Vývoj míry inflace v letech 2012-2017 a jeho prognóza v letech 2018-2019.....	44
Graf 6 Vývoj míry nezaměstnanosti v letech 2012-2017	45
Graf 7 Roční spotřeba piva na osobu v ČR (v l).....	45
Graf 8 Roční spotřeba piva na osobu za rok - mezinárodní srovnání (v l).....	46
Graf 9 Podíly na trhu s výrobou piva v roce 2016 dle výstavu.....	47
Graf 10 Spotřeba piva v ČR a Měšťanského pivovaru v Poličce dle obalů v roce 2015 .	49
Graf 11 Struktura aktiv v letech 2012-2016 (v tis. Kč)	54
Graf 12 Struktura pasiv v letech 2012-2016 (v tis. Kč)	55
Graf 13 Struktura oběžných aktiv v letech 2012-2016 (v tis. Kč)	57
Graf 14 Struktura cizích zdrojů v letech 2012-2016 (v tis. Kč)	58
Graf 15 Vertikální struktura aktiv v letech 2012-2016 (v %)	59
Graf 16 Vertikální struktura pasiv v letech 2012-2016 (v %)	60
Graf 17 Vývoj hospodářských výsledků v letech 2012-2016 (v tis. Kč).....	62
Graf 18 Struktura nákladů a provozní tržby v letech 2012-2016 (v tis. Kč).....	64

Seznam tabulek

Tabulka 1 Přehled základních metod oceňování podniku	25
Tabulka 2 Model FCFF.....	26
Tabulka 3 Model FCFE	27
Tabulka 4 Produkce piva v ČR (v tis. hl) a meziroční % změny v letech 2012-2016.....	38
Tabulka 5 Produkce největších pivovarů v ČR za rok 2016 (v tis. hl) a jejich podíl na trhu	38
Tabulka 6 Export a import výstavu piva v ČR v letech 2012-2016 (v tis. hl) a meziroční % změny.....	39
Tabulka 7 Analýza atraktivity trhu.....	41
Tabulka 8 Průměrná rentabilita odvětví výroby nápojů	42
Tabulka 9 Spotřební daň z piva (v Kč/hl/°)	43
Tabulka 10 Prognóza výkonů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s.	52
Tabulka 11 Zkrácený účetní výkaz rozvahy - aktiva v letech 2012-2016 (v tis. Kč)	54
Tabulka 12 Zkrácený účetní výkaz rozvahy - pasiva v letech 2012-2016 (v tis. Kč)	55
Tabulka 13 Horizontální analýza aktiv v letech 2012-2016 (v tis. Kč a %).....	56
Tabulka 14 Horizontální analýza pasiv v letech 2012-2016 (v tis. Kč a %).....	58
Tabulka 15 Vertikální analýza aktiv v letech 2012-2016 (v %).....	59
Tabulka 16 Vertikální analýza pasiv v letech 2012-2016 (v %).....	60
Tabulka 17 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty v letech 2012-2016 (v tis. Kč a %)	61
Tabulka 18 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty v letech 2012-2016 (v %).....	63
Tabulka 19 Zlaté bilanční pravidlo v letech 2012-2016 (v tis. Kč).....	65
Tabulka 20 Pravidlo vyrovnání rizika v letech 2012-2016 (v tis. Kč)	65
Tabulka 21 Pari pravidlo v letech 2012-2016 (v tis. Kč).....	65
Tabulka 22 Růstové pravidlo v letech 2013-2016 (v %).....	66
Tabulka 23 Růstové pravidlo v letech 2013-2016 a jeho průměrná hodnota (v %).....	66
Tabulka 24 Ukazatele rentability v letech 2012-2016	66
Tabulka 25 Ukazatele rentability v letech 2012-2016	67
Tabulka 26 Ukazatele likvidity v letech 2012-2016	67
Tabulka 27 Ukazatele aktivity v letech 2012-2016	68
Tabulka 28 Ukazatele zadluženosti.....	69
Tabulka 29 Analýza pracovního kapitálu v letech 2012-2016 (v tis. Kč a v %)	70
Tabulka 30 Analýza potřeby čistého pracovního kapitálu v letech 2012-2016.....	70
Tabulka 31 Rozdělení majetku na provozně nutný a nenutný v letech 2012-2016 (v tis. Kč)	73
Tabulka 32 Rozdělení KFM na provozně nutný a nenutný v letech 2012-2016 (v tis. Kč)	73
Tabulka 33 Provozně nutný investovaný kapitál v letech 2012-2016 (v tis. Kč).....	74
Tabulka 34 Korigovaný provozní výsledek hospodaření v letech 2012-2016 (v tis. Kč)	75
Tabulka 35 Prognóza výkonů Měšťanského pivovaru v Poličce v letech 2017-2021	75

Tabulka 36 Vývoj podílu osobních nákladů na tržbách v letech 2012-2016 (v tis. Kč) .	76
Tabulka 37 Vývoj provozní ziskové marže v letech 2012-2016 (v tis. Kč)	76
Tabulka 38 Prognóza provozní ziskové marže shora v letech 2017-2021 (v tis. Kč).....	77
Tabulka 39 Vývoj provozní ziskové marže zdola v letech 2012-2016 (v tis. Kč).....	77
Tabulka 40 Prognóza provozní ziskové marže zdola v letech 2017-2021 (v tis. Kč).....	79
Tabulka 41 Analýza vývoje zásob v letech 2012-2016 (v tis. Kč a ve dnech).....	80
Tabulka 42 Analýza vývoje krátkodobých pohledávek v letech 2012-2016 (v tis. Kč a ve dnech)	80
Tabulka 43 Analýza vývoje krátkodobého finančního majetku v letech 2012-2016 (v tis. Kč)	80
Tabulka 44 Analýza vývoje krátkodobých závazků v letech 2012-2016 (v tis. Kč a ve dnech)	81
Tabulka 45 Vývoj časového rozlišení v letech 2012-2016 (v tis. Kč)	81
Tabulka 46 Prognóza vývoje provozně nutného pracovního kapitálu v letech 2017-2021 (v tis. Kč)	82
Tabulka 47 Investice do dlouhodobého majetku v letech 2012-2016 (v tis. Kč)	82
Tabulka 48 Investice do DNM, staveb a SMV v letech 2012-2016 (v tis. Kč)	83
Tabulka 49 Investice do dlouhodobého majetku v letech 2017-2021 (v tis. Kč)	83
Tabulka 50 Odhad investic do DNM (software) v letech 2017-2021 (v tis. Kč).....	84
Tabulka 51 Odhad investic do staveb v letech 2017-2021 (v tis. Kč).....	84
Tabulka 52 Odhad investic do samostatných movitých věcí v letech 2017-2021 (v tis. Kč)	85
Tabulka 53 Přehled o investicích do dlouhodobého majetku v letech 2017-2021 (v tis. Kč)	85
Tabulka 54 Plánovaný výkaz zisku a ztráty v letech 2017-2021 (v tis. Kč)	86
Tabulka 55 Plánovaná rozvaha - aktiva v letech 2017-2021 (v tis. Kč).....	87
Tabulka 56 Plánovaná rozvaha - pasiva v letech 2017-2021 (v tis. Kč).....	88
Tabulka 57 Finanční analýza prognózovaného finančního plánu v letech 2017-2021	89
Tabulka 58 Stanovení FCFF v letech 2018-2021 (v tis. Kč).....	91
Tabulka 59 Výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí modelu CAPM.....	92
Tabulka 60 Výpočet hodnoty 1. fáze (v tis. Kč).....	93
Tabulka 61 Výpočet hodnoty 2. fáze (v tis. Kč).....	93
Tabulka 62 Výsledná hodnota podniku pomocí metody DCF entity k 1. 1. 2018 (v tis. Kč)	94
Tabulka 63 Výsledná hodnota podniku pomocí metody odvětvových multiplikátorů k 1. 1. 2018 (v tis. Kč)	94
Tabulka 64 Výsledná hodnota podniku pomocí účetní hodnoty k 31. 12. 2017 (v tis. Kč)	95
Tabulka 65 Přehled výsledných hodnot podniku pomocí jednotlivých metod (v Kč) ..	95

Seznam příloh

Příloha 1 Rozvaha - aktiva podniku Měšťanský pivovar v Poličce, a.s., v letech 2012-2016 (v tis. Kč)	108
Příloha 2 Rozvaha - pasiva podniku Měšťanský pivovar v Poličce, a.s., v letech 2012-2016 (v tis. Kč)	110
Příloha 3 Výkaz zisku a ztráty podniku Měšťanský pivovar v Poličce, a.s., v letech 2012- 2016 (v tis. Kč)	112

Přílohy

Příloha 1 Rozvaha - aktiva podniku Měšťanský pivovar v Poličce, a.s., v letech 2012-2016 (v tis. Kč)

ROZVAHA k 31. 12. roku ... (tis. Kč)						
Ozna- čení	AKTIVA	2012	2013	2014	2015	2016
	AKTIVA CELKEM	119 250	150 650	171 231	196 079	227 590
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0
B.	Dlouhodobý majetek	97 438	100 191	114 455	115 242	123 838
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	0	68	89	107	152
B. I. 1.	Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0
2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0
3.	Software	0	68	89	107	152
4.	Ocenitelná práva	0	0	0	0	0
5.	Goodwill	0	0	0	0	0
6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	94 881	97 175	111 081	111 465	119 548
B. II. 1.	Pozemky	3 665	3 764	3 785	3 785	3 814
2.	Stavby	34 885	35 448	53 212	61 264	64 467
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	42 172	44 959	42 709	40 509	45 049
4.	Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0	0	0
5.	Dospělá zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0
7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	6 855	9 653	5 735	5 524	5 307
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	7 304	3 351	5 640	383	911
9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0	0	0	0	0
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	2 557	2 948	3 285	3 670	4 138
B. III 1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	1 657	2 048	2 385	2 770	3 238
2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	900	900	900	900	900
4.	Půjčky a úvěry - ovládající a řídící osoba, podstatný vliv	0	0	0	0	0
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
6.	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
C.	Oběžná aktiva	21 746	50 418	56 656	80 695	103 620
C. I.	Zásoby	14 995	22 661	17 416	16 784	18 830
C. I. 1.	Materiál	6 504	7 552	7 374	8 131	10 016

2.	Nedokončená výroba a polotovary	5 922	12 069	7 040	5 701	6 038
3.	Výrobky	545	1 028	996	981	907
4.	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0
5.	Zboží	2 024	2 012	2 006	1 971	1 869
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
C. II. 1.	Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
2.	Pohledávky - ovládající a řídící osoba	0	0	0	0	0
3.	Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0
5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0	0
6.	Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0
7.	Jiné pohledávky	0	0	0	0	0
8.	Odložená daňová pohledávka	0	0	0	0	0
C. III.	Krátkodobé pohledávky	3 154	8 288	6 924	4 300	3 752
C. III. 1.	Pohledávky z obchodních vztahů	2 543	3 113	3 184	3 773	2 813
2.	Pohledávky - ovládající a řídící osoba	0	0	0	0	0
3.	Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0
5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0
6.	Stát - daňové pohledávky	0	0	0	0	0
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	393	1 518	458	478	939
8.	Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0
9.	Jiné pohledávky	218	3 657	3 282	49	0
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek	3 597	19 469	32 316	59 611	81 038
C. IV 1.	Peníze	416	516	398	719	850
2.	Účty v bankách	3 181	18 953	31 918	58 892	80 188
3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
4.	Požizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
D. I.	Časové rozlišení	66	41	120	142	132
D. I. 1.	Náklady příštích období	102	78	142	179	174
2.	Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	0
3.	Příjmy příštích období	-36	-37	-22	-37	-42

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

Příloha 2 Rozvaha - pasiva podniku Měšťanský pivovar v Poličce, a.s., v letech 2012-2016 (v tis. Kč)

ROZVAHA k 31. 12. roku ... (tis. Kč)						
Ozna- čení	PASIVA	2012	2013	2014	2015	2016
	PASIVA CELKEM	119 250	150 650	171 231	196 079	227 590
A.	Vlastní kapitál	94 711	107 700	128 947	148 871	176 844
A. I.	Základní kapitál	8 064	8 064	8 064	8 064	8 064
A. I. 1.	Základní kapitál	8 064	8 064	8 064	8 064	8 064
	2. Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	0	0	0	0	0
	3. Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0
A. II.	Kapitálové fondy	1 357	1 748	2 085	2 470	2 838
A. II. 1.	Emisní ážio	0	0	0	0	0
	2. Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0
	3. Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	1 357	1 748	2 085	2 470	2 838
	4. Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	0	0	0	0	0
A. III.	Fondy ze zisku	1 613	1 613	0	0	0
A. III. 1.	Rezervní fond	1 613	1 613	0	0	0
	2. Statutární a ostatní fondy	0	0	0	0	0
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let	76 725	82 481	95 494	115 438	134 754
A. IV. 1.	Nerozdělený zisk minulých let	76 725	82 481	95 494	115 438	134 754
	2. Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0	0
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	6 952	13 794	23 304	22 899	31 188
B.	Cizí zdroje	24 539	42 950	42 284	43 941	47 329
B. I.	Rezervy	0	0	0	0	0
B. I. 1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	0	0	0	0	0
	2. Rezerva na důchody a podobné závazky	0	0	0	0	0
	3. Rezerva na daň z příjmů	0	0	0	0	0
	4. Ostatní rezervy	0	0	0	0	0
B. II.	Dlouhodobé závazky	3 190	3 684	4 076	4 408	4 446
B. II. 1.	Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
	2. Závazky - ovládající a řídící osoba	0	0	0	0	0
	3. Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
	4. Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	0	0
	5. Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	0
	6. Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0
	7. Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0	0	0	0
	8. Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0
	9. Jiné závazky	0	0	0	0	0
	10. Odložený daňový závazek	3 190	3 684	4 076	4 408	4 446
B. III.	Krátkodobé závazky	21 349	39 266	38 208	39 533	42 883
B. III. 1.	Závazky z obchodních vztahů	7 890	3 330	3 661	5 080	8 890
	2. Závazky - ovládající a řídící osoba	0	0	0	0	0

3.	Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	0	0
5.	Závazky k zaměstnancům	407	560	476	736	621
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	343	480	322	416	356
7.	Stát - daňové závazky a dotace	2 425	11 044	8 033	7 096	6 862
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	9 681	19 955	21 698	25 501	25 328
9.	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0
10.	Dohadné účty pasivní	603	3 869	4 001	670	826
11.	Jiné závazky	0	28	17	34	0
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0
B. IV 1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	0	0
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0
3.	Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0
C. I.	Časové rozlišení	0	0	0	3 267	3 417
C. I. 1.	Výdaje příštích období	0	0	0	3 267	3 417
2.	Výnosy příštích období	0	0	0	0	0

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

Příloha 3 Výkaz zisku a ztráty podniku Měšťanský pivovar v Poličce, a.s., v letech 2012-2016 (v tis. Kč)

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY (v tis. Kč)						
Ozna- čení	TEXT	2012	2013	2014	2015	2016
I.	Tržby za prodej zboží	2 833	2 713	2 355	2 037	1 875
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	1 739	1 631	1 426	1 225	1 301
+	Obchodní marže	1 094	1 082	929	812	574
II.	Výkony	106 917	140 570	142 011	159 323	173 182
II. 1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	104 896	133 829	146 911	160 627	172 845
2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	2 021	6 741	-4 900	-1 304	337
3.	Aktivace	0	0	0	0	0
B.	Výkonová spotřeba	82 249	96 149	86 677	95 110	97 527
B. 1.	Spotřeba materiálu a energie	49 659	52 717	48 880	55 606	54 015
B. 2.	Služby	32 590	43 432	37 797	39 504	43 512
+	Přidaná hodnota	25 762	45 503	56 263	65 025	76 229
C.	Osobní náklady	6 038	9 842	12 512	13 974	14 739
C. 1.	Mzdové náklady	4 313	7 008	9 316	10 500	11 182
C. 2.	Odměny členům orgánů společnosti a druž- stva	161	212	74	0	0
C. 3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	1 515	2 582	3 091	3 443	3 530
C. 4.	Sociální náklady	49	40	31	31	27
D.	Daně a poplatky	917	6 175	852	1 294	523
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmot- ného majetku	9 104	11 303	13 135	15 927	17 984
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	10 171	10 465	11 191	10 601	10 996
III. 1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	594	215	205	323	615
2.	Tržby z prodeje materiálu	9 577	10 250	10 986	10 278	10 381
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	10 544	10 789	11 001	10 273	10 652
F. 1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	1 071	834	831	154	496
F. 2.	Prodaný materiál	9 473	9 955	10 170	10 119	10 156
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	0	0	0	0	0
IV.	Ostatní provozní výnosy	23	15	51	11	78
H.	Ostatní provozní náklady	195	236	578	5 302	4 248
V.	Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0
I.	Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0
*	Provozní výsledek hospodaření	9 158	17 638	29 427	28 867	39 157
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0
J.	Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
VII. 1.	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod pod- statným vlivem	0	0	0	0	0
VII. 2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0

VII. 3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
K.	Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti (+/-)	0	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	0	1	27	56	73
N.	Nákladové úroky	0	0	0	0	0
XI.	Ostatní finanční výnosy	0	0	0	0	0
O.	Ostatní finanční náklady	441	423	505	576	648
XII.	Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0
P.	Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0
*	Finanční výsledek hospodaření	-441	-422	-478	-520	-575
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	1 765	3 422	5 645	5 448	7 394
Q. 1.	- splatná	1 348	2 929	5 254	5 115	7 356
Q. 2.	- odložená	417	493	391	333	38
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	6 952	13 794	23 304	22 899	31 188
R.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	0	0	0	0	0
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	6 952	13 794	23 304	22 899	31 188
****	Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	8 717	17 216	28 949	28 347	38 582

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů Měšťanského pivovaru v Poličce, a.s., 2012-2016

Evidence výpůjček

Prohlášení:

Dávám svolení k půjčování této diplomové práce. Uživatel potvrzuje svým podpisem, že bude tuto práci řádně citovat v seznamu použité literatury.

Jméno a příjmení: Daniel Tenkrát

V Praze dne: 30. 4. 2018

Podpis:

Jméno	Oddělení/ Pracoviště	Datum	Podpis