

**VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU**

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

# **DIPLOMOVÁ PRÁCE**



**MANAGEMENT FIREM**

# VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Národní 2600/9a, 158 00 Praha 5

## NÁZEV DIPLOMOVÉ PRÁCE/TITLE OF THESIS

Ocenění podniku Iveco Czech Republic, a. s.

## TERMÍN UKONČENÍ STUDIA A OBHAJOBA (MĚSÍC/ROK)

Leden / 2020

## JMÉNO A PŘÍJMENÍ STUDENTA / STUDIJNÍ SKUPINA

Bc. Milan Khýn / MF24

## JMÉNO VEDOUcíHO DIPLOMOVÉ PRÁCE

Ing. Cyril Kotulič, Ph.D., MBA

## PROHLÁŠENÍ STUDENTA

Odevzdáním této práce prohlašuji, že jsem zadanou diplomovou práci na uvedené téma vypracoval samostatně a že jsem

ke zpracování této diplomové práce použil pouze literární prameny v práci uvedené.

Jsem si vědom skutečnosti, že tato práce bude v souladu s § 47b zák. o vysokých školách zveřejněna, a souhlasím s tím,

aby k takovému zveřejnění bez ohledu na výsledek obhajoby práce došlo.

Prohlašuji, že informace, které jsem v práci užil, pocházejí z legálních zdrojů, tj. že zejména nejde o předmět státního, služebního či obchodního tajemství či o jiné důvěrné informace, k jejichž použití v práci, popř., k jejichž následné publikaci

v souvislosti s předpokládanou veřejnou prezentací práce, nemám potřebné oprávnění.

Datum a místo: 30.09.2019

## PODĚKOVÁNÍ

Rád bych tímto poděkoval vedoucímu diplomové práce za metodické vedení a odborné konzultace, které mi poskytl při zpracování mé diplomové práce.

# VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

## SOUHRN

### 1. Cíl práce:

Cílem této práce je ocenění podniku Iveco Czech Republic, a. s. k 1. 1. 2018.

### 2. Výzkumné metody:

Metodická část této diplomové práce je podložena výsledky provedené literární rešerše především literárních, ale i jiných zdrojů.

Byly použity tři oceňovací metody. Podnik byl oceněn pomocí metody určení hodnoty vlastního kapitálu, metody odvětvových násobitelů a výnosové metody, tedy metody diskontovaných peněžních toků. Za účelem získání relevantních dat pro ocenění podniku byla provedena finanční analýza, strategická analýza a dále byly prognózovány vybrané ukazatele hodnoty podniku.

### 3. Výsledky výzkumu/práce:

Metoda hodnoty vlastního kapitálu byla označena za doplňkovou a hodnota jejího výsledku označena za minimální přípustnou hranici prodeje 100 % podílu podniku. Skutečnou hodnotu nejvíce reflektovaly výsledky metody odvětvových násobitelů a metody diskontovaných peněžních toků.

Před samotným oceněním byla v souladu s metodickým zadáním provedena finanční a strategická analýza, jejíž výsledky byly použity pro zpracování prognózy generátorů hodnoty. Na základě těchto poznatků byl poté podnik oceněn a byla stanovena hodnota 100 % podílu tohoto podniku.

Podnik byl oceněn v intervalu 89 029 021 – 92 020 268 tis. CZK. Výsledky jednotlivých analýz jsou detailněji shrnuty v kapitole závěr této diplomové práce.

### 4. Závěry a doporučení:

Po zhodnocení finančního zdraví společnosti je možné společnost označit za finančně stabilní. Můžeme také konstatovat, že společnost v blízké budoucnosti nečekají finanční obtíže. Na základě provedené strategické analýzy můžeme říci, že společnost nečekají události, které by mohly negativně ovlivnit její schopnost generovat zisk a přidanou hodnotu pro svého majitele.

## KLÍČOVÁ SLOVA

finanční analýza, strategická analýza, finanční plán, finanční prognóza, hodnota majetku, hodnota podniku, metoda diskontovaných peněžních toků, ocenění vlastního kapitálu, metoda odvětvových násobitelů

# VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

## SUMMARY

### 1. Main objective:

The aim of this thesis is to evaluate the company Iveco Czech Republic, as on 1.1.2018.

### 2. Research methods:

The methodological part of this thesis is based on the results of a literary research of literary and other sources.

Three valuation methods were used. The Company was valued using the equity method, the sector multipliers method and the yield method, ie the discounted cash flow method. In order to obtain relevant data for the valuation of the company, financial analysis, strategic analysis and selected indicators of the value of the company were forecasted.

### 3. Result of research:

The equity method was designated as an ancillary method and the result was designated as the minimum allowable 100 % share of the enterprise. The real value was most reflected in the results of the sector multiplier method and discounted cash flow method.

Prior to the valuation, a financial and strategic analysis was carried out in accordance with the methodological assignment. Based on this knowledge, the company was then valued and the value of 100 % of the company was determined.

The company was valued in the interval 89 029 021 - 92 020 268 ths. CZK. The results of individual analyzes are summarized in more detail in the chapter conclusion of this thesis.

### 4. Conclusions and recommendation:

After evaluating the financial health of the company can be described as financially stable. We can also say that the company does not face financial difficulties in the near future. Based on the strategic analysis we can say that the company does not expect events that could negatively affect its ability to generate profits and added value for its owner.

## KEYWORDS

financial analysis, strategic analysis, financial plan, financial forecast, asset value, company value, discounted cash flow method, cash capital valuation, method of financial multipliers

## JEL CLASSIFICATION

M21 - Business Economics, M41 - Accounting

**Vysoká škola ekonomie a managementu  
Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5**

**Vysoká škola ekonomie a managementu  
Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5**

## **ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE**

|  |  |
|--|--|
| Jméno a příjmení:                              | Milan Khýn   |
| Studijní program:                              | Ekonomika a management (Ing.)  |
| Studijní obor:                                 | Management firem   |
| Studijní skupina:                              | MF 24  |
| Název DP:                                      | Ocenění společnosti Iveco Czech Republic, a.s.   |
| Zásady pro vypracování (stručná osnova práce): | <ol style="list-style-type: none"><li>1. Teoretická část<ol style="list-style-type: none"><li>1.1. Cíle a metodika</li><li>1.2. Finanční analýza</li><li>1.3. Metody ocenění podniku</li></ol></li><li>2. Praktická část<ol style="list-style-type: none"><li>2.1. Představení podniku a odvětví</li><li>2.2. Finanční analýza</li><li>2.3. Ocenění podniku</li></ol></li><li>3. Závěr</li></ol>   |
| Seznam literatury: (alespoň 4 zdroje)          | <ul style="list-style-type: none"><li>• ČIŽINSKÁ, R. <i>Základy finančního řízení podniku</i>. 3. aktualizované vydání. Praha : Grada Publishing, 2018. ISBN 978-802-7101-948.</li><li>• MAŘÍK, M. <i>Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy = Business Valuation Methods</i>. Praha : Ekopress, 2018. ISBN 80-878-6538-3.</li><li>• MAŘÍK, M. <i>Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy</i>. 2. upravené vydání. Praha : Ekopress, 2018. ISBN 80-878-6542-1.</li><li>• RŮČKOVÁ, P. <i>Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi</i>. 5. aktualizované vydání. Praha : Grada Publishing, 2015. ISBN 978-802-4755-342.</li><li>• SCHOLLEOVÁ, H. <i>Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy</i>. 3. aktualizované vydání. Praha : Grada Publishing, 2017. ISBN 978-802-7104-130.</li></ul> |
| Harmonogram                                    | <ul style="list-style-type: none"><li>• Zpracování cílů a metodiky do 15. 07. 2019</li><li>• Zpracování teoretické části do 15. 08. 2019</li><li>• Zpracování výsledků do 15. 09. 2019</li><li>• Finální verze do 01. 11. 2019</li></ul>   |
| Vedoucí práce:                                 | Ing. Cyril Kotulič, Ph.D., MBA   |

prof. Ing. Milan Žák, CSc.  
rektor

V Praze dne 29. 6. 2019

Prof.  
Ing.  
Milan  
Žák CSc.

Digitálně podepsal Prof.  
Ing. Milan Žák CSc.  
DN: cn=Prof. Ing. Milan  
Žák CSc, o=CZ,  
o=Vysoká škola  
ekonomie a  
managementu, a.s.,  
givenName=Milan,  
sn=Žák,  
serialNumber=ICA-  
10393535

# Obsah

|  |    |
|--|----|
| 1 Úvod .....   | 6  |
| 2 Teoretická část .....                              | 8  |
| 2.1 Cíle a metodika .....                            | 9  |
| 2.2 Finanční analýza .....                           | 10 |
| 2.2.1 Účetní metody .....                            | 11 |
| 2.2.2 Analýzy absolutních ukazatelů .....            | 12 |
| 2.2.3 Poměrové ukazatele .....                       | 12 |
| 2.2.4 Bilanční pravidla .....                        | 19 |
| 2.2.5 Analýza výkazu peněžních toků .....            | 19 |
| 2.2.6 Syntetické ukazatele .....                     | 20 |
| 2.3 Metody ocenění podniku .....                     | 22 |
| 2.3.1 Strategická analýza .....                      | 23 |
| 2.3.2 Finanční plánu .....                           | 25 |
| 2.3.3 Provozně potřebná a nepotřebná aktiva .....    | 25 |
| 2.3.4 Generátory hodnoty .....                       | 27 |
| 2.3.5 Sestavení finančního plánu .....               | 28 |
| 2.3.6 Volba oceňovací hodnoty .....                  | 29 |
| 2.3.7 Metoda diskontovaných peněžních toků .....     | 30 |
| 2.3.8 Metoda účetní hodnoty vlastního kapitálu ..... | 36 |
| 2.3.9 Metoda odvětvových násobitelů .....            | 36 |
| 3 Praktická část .....                               | 38 |
| 3.1 Představení podniku a odvětví .....              | 38 |
| 3.1.1 Historie společnosti .....                     | 38 |
| 3.1.2 Základní informace o společnosti .....         | 39 |
| 3.1.3 Podnikatelské záměry společnosti .....         | 41 |
| 3.2 Finanční analýza .....                           | 44 |
| 3.2.1 Horizontální analýza účetní závěrky .....      | 45 |
| 3.2.2 Vertikální analýza účetní závěrky .....        | 47 |
| 3.2.3 Poměrové ukazatele .....                       | 48 |
| 3.2.4 Bilanční pravidla .....                        | 52 |
| 3.2.5 Analýza výkazu peněžních toků .....            | 54 |
| 3.2.6 Syntetické ukazatele .....                     | 55 |
| 3.3 Ocenění podniku .....                            | 56 |
| 3.3.1 Strategická analýza .....                      | 56 |
| 3.3.2 Prognóza tržeb analyzovaného podniku .....     | 72 |
| 3.3.3 Komplexní finanční plán .....                  | 73 |

|       |   |    |
|-------|---|----|
| 3.3.4 | Metoda diskontovaných peněžních toků .....    | 78 |
| 3.3.5 | Metoda účetní hodnoty vlastního kapitálu..... | 83 |
| 3.3.6 | Metoda odvětvových multiplikátorů.....        | 83 |
| 3.3.7 | Výsledná hodnota podniku .....                | 85 |
| 4     | Závěr.....                                    | 86 |
|       | Literatura .....                              | I  |
|       | Přílohy .....                                 | V  |

## Seznam zkratk

|        |   |
|--------|---|
| ACEA   | Evropská asociace výrobců automobilů            |
| AGR    | Aspect Global Ratio                             |
| ČSÚ    | Český statistický úřad                          |
| DCF    | Discounted cash flow                            |
| EOCD   | Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj |
| EURO 6 | Emisní norma Euro                               |
| EVS    | Evropská oceňovací standard                     |
| FCFF   | Volné peněžní toky                              |
| HDP    | Hrubý domácí produkt                            |
| IDW    | Německý standard IDW S1                         |
| ISO    | Normy ISO                                       |
| IVS    | Mezinárodní oceňovací standardy                 |
| KPVH   | Korigovaný provozní výsledek hospodaření        |
| OHSAS  | Certifikace pro systém managementu              |
| US PAP | Americké oceňovací standardy                    |
| WACC   | Vážené průměrné náklady kapitálu                |



## Seznam tabulek

|   |    |
|---|----|
| Tabulka 1 Základní informace o společnosti .....                                  | 38 |
| Tabulka 2 Počet zaměstnanců a hodnota osobních nákladů .....                      | 39 |
| Tabulka 3 Vývoj počtu zaměstnanců a osobních nákladů .....                        | 39 |
| Tabulka 4 Horizontální analýza dlouhodobého majetku.....                          | 45 |
| Tabulka 5 Horizontální analýza oběžných aktiv .....                               | 46 |
| Tabulka 6 Horizontální analýza pasiv .....  | 46 |
| Tabulka 7 Vývoj poměrových ukazatelů rentability .....                            | 48 |
| Tabulka 8 Vývoj vlivu finanční páky.....  | 49 |
| Tabulka 9 Vývoj pracovního kapitálu.....  | 49 |
| Tabulka 10 Vývoj ukazatelů likvidity.....   | 50 |
| Tabulka 11 Vývoj ukazatelů zadluženosti .....                                     | 51 |
| Tabulka 12 Vývoj ukazatelů aktivity .....   | 51 |
| Tabulka 13 Vývoj syntetického ukazatele Index IN05 .....                          | 55 |
| Tabulka 14 Vývoj syntetického ukazatele AGR.....                                  | 56 |
| Tabulka 15 Prodané autobusy na vybraných trzích .....                             | 58 |
| Tabulka 16 Tržní podíl ve vybraných zemích.....                                   | 58 |
| Tabulka 17 Porovnání tržeb s konkurenčními podniky .....                          | 59 |
| Tabulka 18 Vyhodnocení kritérií relevantních pro zvolený trh .....                | 59 |
| Tabulka 19 Příležitosti a hrozby relevantního trhu .....                          | 60 |
| Tabulka 20 Nominální HDP na relevantních trzích v průběhu sledovaného období..... | 61 |
| Tabulka 21 Vývoj obyvatelstva v České republice.....                              | 62 |
| Tabulka 22 Vývoj průměrných mezd.....   | 62 |
| Tabulka 23 Prognóza tržeb.....  | 63 |
| Tabulka 24 Vyhodnocení kvality managementu.....                                   | 66 |
| Tabulka 25 Vyhodnocení situace v personální oblasti.....                          | 66 |
| Tabulka 26 Vyhodnocení inovační síly podniku.....                                 | 67 |
| Tabulka 27 Vyhodnocení dlouhodobého majetku a investic .....                      | 68 |
| Tabulka 28 Analýza přímých kritérií konkurenční síly .....                        | 68 |
| Tabulka 29 Analýza nepřímých kritérií konkurenční síly.....                       | 69 |
| Tabulka 30 Skutečné hodnoty tržního podílu .....                                  | 69 |
| Tabulka 31 Prognózované hodnoty tržního podílu .....                              | 69 |
| Tabulka 32 SWOT analýza podniku .....   | 71 |
| Tabulka 33 Atributy prognózy tržeb ve druhé fázi .....                            | 72 |
| Tabulka 34 Reálné tržby podniku .....   | 72 |
| Tabulka 35 Prognózované tržby podniku.....  | 72 |
| Tabulka 36 Provozně potřebný a nepotřebný dlouhodobý majetek.....                 | 73 |
| Tabulka 37 Provozně potřebný a nepotřebný pracovní kapitál.....                   | 73 |
| Tabulka 38 Korigovaný provozní výsledek hospodaření.....                          | 74 |
| Tabulka 39 Vývoj investic do dlouhodobého majetku a oběžného majetku.....         | 75 |
| Tabulka 40 Výpočet prognózy ziskové marže variantou shora .....                   | 76 |
| Tabulka 41 Výpočet prognózy ziskové marže variantou zdola .....                   | 76 |
| Tabulka 42 Výpočet prognózy pracovního kapitálu .....                             | 77 |
| Tabulka 43 Výpočet prognózy dlouhodobého majetku .....                            | 77 |
| Tabulka 44 Volné peněžní toky .....   | 78 |
| Tabulka 45 Náklady na cizí kapitál 1 .....  | 79 |
| Tabulka 46 Náklady na cizí kapitál 2.....   | 79 |
| Tabulka 47 Výpočet zadlužené bety .....   | 80 |
| Tabulka 48 Výpočet nákladů vlastního kapitálu .....                               | 81 |
| Tabulka 49 Tržní hodnota kapitálu podniku .....                                   | 81 |
| Tabulka 50 Výpočet WACC .....   | 81 |
| Tabulka 51 Stanovení tržní hodnoty podniku metodou DCF entity v první fázi.....   | 82 |

|  |    |
|--|----|
| Tabulka 52 Výpočet parametrického vzorce.....  | 82 |
| Tabulka 53 Určení hodnoty podniku.....   | 83 |
| Tabulka 54 Výpočet účetní hodnoty vlastního kapitálu na bázi historických cen k 1. 1. 2018         | 83 |
| Tabulka 55 Výpočet odvětvového multiplikátoru.....   | 84 |
| Tabulka 56 Výpočet hodnoty vlastního kapitálu metodou odvětvových multiplikátorů k 1. 1. 2018..... | 84 |
| Tabulka 57 Shrnutí výsledků aplikovaných metod ocenění.....  | 85 |

## Seznam grafů

|  |    |
|--|----|
| Graf 1 Poměr dlouhodobých a oběžných aktiv .....         | 47 |
| Graf 2 Podíl vlastního a cizího kapitálu .....           | 48 |
| Graf 3 Pravidlo financování .....                        | 52 |
| Graf 4 Pari pravidlo.....                                | 53 |
| Graf 5 Zlaté pravidlo vyrovnání rizik .....              | 53 |
| Graf 6 Zlaté poměrové pravidlo .....                     | 54 |
| Graf 7 Vývoj čistých peněžních toků.....                 | 54 |
| Graf 8 Vývoj tržeb v závislosti na prodaných kusech..... | 64 |
| Graf 9 Vývoj tržního podílu v prognózovaném období ..... | 70 |

## Seznam příloh

|   |     |
|---|-----|
| Příloha 1 Vyhodnocení modelu AGR .....              | V   |
| Příloha 2 Vývoj prodeje autobusů.....               | V   |
| Příloha 3 Rozvaha podniku (2012-2017) .....         | VI  |
| Příloha 4 Výkaz zisků a ztráty (2012-2017).....     | XII |
| Příloha 5 Výkaz o peněžních tocích (2012-2017)..... | XVI |

# 1 Úvod

Cílem práce je ocenění podniku Iveco Czech Republic, a. s. (dále jen „Společnost“) k 1. 1. 2018 pomocí aplikace metod popsanych v teoretické části této práce. Společnost ovládá jediný akcionář CNH Industrial N.V.

Oceňování podniku je svým způsobem samostatnou vědní disciplínou, která za sebou nemá dlouhou historii, a proto stále prochází vývojem. Tato disciplína patří především do odvětví obchodu a finančního řízení podniků. V České republice tato věda není exaktně standardizována a v mnoha ohledech tak dává oceňovateli prostor pro subjektivní pohled, o to více musí oceňovatel dbát na přesnost a důvodnost svých tvrzení. Vědní disciplína oceňování stále nabývá na své důležitosti, a to především pro stále větší počet obchodních transakcí, jako např. akvizice, fúze, prodeje podílů a celých společností.

Za účelem ocenění podniku a vypracování diplomové práce byl zvolen poměrně velký podnik, který působí v odvětví automobilů. Tímto podnikem je Iveco Czech Republic, a. s., která se zabývá především výrobou autobusů, nákladních automobilů a souvisejícího příslušenství. Podnik je součástí holdingu CNH Industrial N.V. Prodej 100% podílu společnosti je založen na teoretické úrovni, protože není pravděpodobné, že by se holding CNH Industrial N.V. vzdal tohoto ekonomicky prosperujícího podniku, který je taktéž významným lokálním zaměstnavatelem a dlouhodobě významně podporuje stabilitu ekonomiky v České republice. Právní formou podniku je, jak je zřejmé z jeho názvu, akciová společnost. V ostatních případech by autor ocenění mohl uvažovat o převzetí finanční hodnoty podniku z kapitálového trhu, tato hodnota však není k dispozici, jelikož podnik vlastní pouze jeden akcionář a akcie podniku nejsou volně obchodovatelné. Další překážkou pro převzetí finanční hodnoty podniku z kapitálového trhu by byl nedostatečný počet provedených obchodů na české burze.

Odvětví automotive je v dlouhodobém pohledu jedna z nejvýznamnějších oblastí průmyslu v České republice. Na Českém trhu v této oblasti vystupuje několik dalších podniků, které mají globální vliv. Mezi další významné podniky na tomto trhu patří např. ŠKODA AUTO a.s., Toyota Peugeot Citroën Automobile Czech, s.r.o., Continental Automotive Czech Republic s.r.o., BOSCH DIESEL s.r.o., Lucas Varity s.r.o., Visteon - Autopal, s.r.o., Robert Bosch, spol. s r.o., Magna Exteriors & Interiors (Bohemia) s.r.o., Automotive Lighting s.r.o. nebo např. DURA Automotive CZ, s.r.o. Podnik se nachází ve velice dynamickém odvětví, které neustále prochází velkou řadou změn, a to jak technických a ekologických, tak i bezpečnostních. Neustálé změny prodělává také nastavení stávajících výrobních a obchodních modelů. Mezi hlavní dlouhodobé trendy ve výrobě patří snižování nákladů a zvyšování efektivity výroby přímo ve výrobě. Prosperující podniky už nyní musí diverzifikovat svá portfolia produktů a trhů a musí investovat do vývoje a inovací. Mezi ekologické změny patří především stále neustávající zpřísnování ekologických požadavků. Mezi hlavní ekologické požadavky patří především povolené emise oxidu uhličitého a s tím související emisní nařízení EURO 6 nebo snižování spotřeby. Mezi bezpečnostní požadavky můžeme zařadit stále se zvyšující tlak na funkčnost a efektivity airbagů, systémů ESP a e-call. Celým odvětvím výrazně hýbe také zvyšující se zájem o nové druhy automobilových pohonů, mezi které patří zejména elektromobilita, CNG a vodík. Mezi vedlejší požadavky trhu patří také podpůrné produkty, jako např. propojování aut s mobilními telefony nebo autonomní řízení. Velkou příležitostí pro automobilový průmysl představuje také zavádění pokročilé automatizace, robotizace či 3D tisku do výroby.

Jak již bylo řečeno, cílem této diplomové práce je ocenění podniku k 1. 1. 2018 blíže neurčenému teoretickému kupujícímu. Datum ocenění byl zvolen především s ohledem na dostupnost potřebných zdrojů a také s ohledem na konec finančního roku podniku. Tržní hodnota podniku Iveco Czech Republic, a. s. je použita kombinace tří oceňovacích metod,

z nichž každá reflektuje odlišné pohledy na postupy stanovení tržních hodnot. Metoda účetní hodnota slouží pouze jako doplňková metoda a určuje nejnižší přípustnou hranici určení tržní hodnoty podniku. Autor aplikoval princip ongoing concern, a tudíž předpokládá nekonečné setrvání podniku v daném tržním odvětví. Metoda odvětvových multiplikátorů a metoda DCF slouží k samotnému určení tržní hodnoty. Z výsledků kalkulací těchto dvou metod autor stanovil konečnou hodnotu podniku.

Tato práce obsahuje také kapitoly dedukované vyhodnocení finančního zdraví a určení budoucího vývoje podniku. Tyto kapitoly jsou součástí této práce pro jejich nutnost při tvorbě finančního plánu, který je základním prvkem při ocenění podniku pomocí aplikace metody DCF.

Diplomová práce se skládá z teoretické a praktické části. Teoretická část diplomové práce přibližuje především poznatky z oblasti oceňování, strategické a finanční analýzy. Teoretické poznatky poskytují základní rámec v oblasti zkoumané problematiky oceňování a finanční analýzy. Na základě zmíněných poznatků je v praktické části práce vypracována komplexní finanční analýza a provedeno samotné stanovení tržní ceny, tedy ocenění.

## 2 Teoretická část

Teoretická část obsahuje detailní popis metod, které autor aplikoval za účelem dosažení cíle této diplomové práce. V samotném úvodu teoretické části byl popsán cíl teoretické části a vymezeny základní pojmy, kterých je v práci využito. V následujících kapitolách teoretické části autor popsal metodický rámec finanční analýzy a jednotlivé ukazatele, jejichž cílem je vyhodnocení finančního zdraví podniku. Jako ukazatele finančního zdraví autor zvolil absolutní ukazatele, poměrové ukazatele, bilanční pravidla, analýzu výkazu peněžních toků a syntetické ukazatele. V jednotlivých kapitolách byl popsán metodický rámec zmíněných ukazatelů. Ve třetí části autor popsal veškeré metody, jež byly následně aplikovány za účelem stanovení tržní hodnoty podniku v praktické části. Mezi tyto metody a nástroje patří strategická analýza, tvorba finančního plánu, generátory hodnoty, oceňovací hodnoty, metoda diskontovaných peněžních toků, metoda účetní hodnoty vlastního kapitálu a metoda odvětvových násobitelů.

### Vymezení základních pojmů

Před samotnou definicí metod použitých za účelem dosažení cílů této diplomové práce je vhodné definovat základní pojmy používané při ocenění. Mezi základní pojmy patří:

- podnik;
- hladina hodnoty podniku;
- ocenění.

### Podnik

Nový občanský zákoník, který začal platit od 1. 1. 2014 definuje podnik v § 502 takto:

„Obchodní závod (dále jen „závod“) je 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.“ Mařík (2018, s. 17) zdůrazňuje, že zákonné definice mají pro účely ocenění podniku největší význam.

V návaznosti na předchozí zákonnou definici je nutné doplnit definice pojmů jmění a podnikatel. **Pojem jmění** je možné pomoci zákona č. 89/2012 Sb. Občanský zákoník, paragrafu § 495 takto:

„Souhrn všeho, co osobě patří, tvoří její majetek. Jmění osoby tvoří souhrn jejího majetku a jejich dluhů.“

**Pojem podnikatel** definuje zákon č. 89/2012 Sb. Občanský zákoník, paragraf § 420 takto:

„Kdo samostatně vykonává na vlastní účet a odpovědnost výdělečnou činnost živnostenským nebo obdobným způsobem se záměrem činit tak soustavně za účelem dosažení zisku, je považován se zřetelem k této činnosti za podnikatele.“

Mařík (2018, s. 18) v souvislosti s definicí pojmu podnik zmiňuje pět základních bodů, a sice:

- oceňovatel oceňuje podnik, nikoliv obchodní společnost jakožto právní subjekt;
- podnik je chápán jako organizovaný soubor majetku, tedy jako funkční celek;
- podnikatele je taktéž organizovaný a podniká se záměrem činit tak soustavně za účelem dosažení zisku;
- Podnik splňuje definici podniku pouze tehdy, pokud plní svůj základní účel, kterým je generování zisku;
- Podnik netvoří pouze majetek, ale také jeho dluhy (celé jmění).

## Hladina hodnoty podniku

Hladinu hodnoty podniku je stanovit jako brutto či netto hodnoty. Mařík (2018, s. 19) ve své publikaci definuje hodnotu brutto jako „hodnotu podniku jako celku, jako podnikatelské jednotky (entity).“ Jedná se tedy o určení hodnoty pro vlastníky a věřitele podniku. Netto hodnotu oproti tomu Mařík (2018, s. 19) definuje jako „ocenění na úrovni vlastníků podniku.“ V principu se tedy jedná o hodnotu kapitálu, který byl do podniku vložen jeho vlastníky a věřiteli. Z pohledu účetních výkazů je možné říci, že brutto hodnota odpovídá součtu majetku společnosti. Netto hodnota oproti tomu reflektuje majetek očištěný o dluhy podniku.

Na hladiny hodnoty navazují báze hodnoty. Mařík (2018, s. 25) zmiňuje tržní hodnotu, investiční hodnotu, spravedlivou hodnotu, objektizovanou hodnotu a také komplexní přístup na základě Kolínské školy.

## Ocenění

Ocenění je možné definovat jako určení hodnoty podniku, které je založeno na porovnání s identickými podniky. Tento pojem je blíže definován v kapitole 2.4 Metody ocenění podniku.

### 2.1 Cíle a metodika

Cílem práce je ocenění podniku Iveco Czech Republic, a. s. k 1. 1. 2018. Ocenění podniku je důležitou součástí hospodářské činnosti každého podniku. Prvním problémem ocenění podniku je chybějící jednotný přístup, který by zajišťoval požadovanou kvalitu ocenění. Poměrně rychlý rozvoj oceňovacích aktivit mnohdy způsobuje, že některé přístupy jsou zastaralé. Samotné ocenění v praxi v České republice vykonávají zejména soudní znalci, kteří musí být jmenováni soudem či přímo ministrem spravedlnosti. Chybějící oceňovací systém, nebo také standard v České republice, způsobuje zejména nejednotnou odbornou přípravu znalců na oceňování majetku a podniků, a také nejednotný přístup k samotnému ocenění, které mnohdy mohou způsobovat zásadní rozdíly mezi výsledky ocenění od jednotlivých znalců. Jediným zákonem, který v českém prostředí alespoň obecně upravuje oceňování, je zákon č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku a navazující vyhlášky. Problém v aplikaci postupů uvedených v tomto standardu je, že tyto postupy lze aplikovat pouze ve vyjmenovaných případech, mezi které patří např. oceňování majetku investičních fondů.

Z předchozího textu je zřejmé, že české prostředí postrádá regulaci oceňování majetku, jakožto samostatné vědní disciplíny. V této souvislosti je vhodné zmínit, že většina vyspělých zemí vlastním způsobem tuto vědní disciplínu reguluje. Regulací ve smyslu oceňování je možné chápat jako oceňovací standardy. Mezi hlavní a hojně využívané standardy patří zejména britské a německé standardy. Dále je vhodné zmínit Mezinárodní oceňovací standardy, které vznikly na základě stále probíhající globalizace a propojování některých trhů. Při zmínění Mezinárodních oceňovacích standardů je nutné zmínit, že jsou sepsány v obecné rovině. V těchto standardech jsou, mimo jiné, definovány jednotlivé hodnoty, ve kterých je možné oceňovat.

### Použité metody

Za účelem definice metodického rámce ocenění, které bylo v této práci využito, byla zpracována teoretická část. Tato část definuje nejenom aplikované metody ocenění, ale také všechny postupy, kterých bylo v práci využito za účelem zajištění podkladů pro samotné ocenění. Byla zpracována **finanční analýza**, jejímž výstupem bylo zhodnocení finančního zdraví podniku. Finanční analýza se věnovala:

- horizontální analýze účetní závěrky;
- vertikální analýze účetní závěrky;

- poměrovým ukazatelům;
- bilančním pravidlům;
- analýze výkazu peněžních toků;
- syntetickým ukazatelům.

Následně byla vyhodnocena strategická pozice podniku a její prognóza pomocí strategické analýzy. Je nutné zmínit, že **strategická analýza** byla vypracována pouze v takovém rozsahu, který byl nutný k ocenění podniku. Hlavním výstupem strategické analýzy byla prognóza tržeb a tržního podílu podniku pro budoucí období. Za účelem stanovení prognózy tržeb a splnění hlavního cíle strategické analýzy byly postupně analyzovány:

- relevantní trh;
- atraktivita trhu;
- vývoj trhu a faktory vývoje trhu;
- hlavní konkurence;
- konkurenční síla podniku;
- kvalita managementu podniku;
- personální situace v podniku;
- inovační síla podniku;
- investování do dlouhodobého a pracovního majetku;
- tržní podíl;
- příležitosti, hrozby, slabé a silné stránky podniku.

Na základě zmíněných analýz byl stanoven budoucí vývoj podniku, který byl následně reflektován v samotném ocenění. Ocenění proběhlo pomocí vybraných metod, z nichž byla vybrána metoda diskontování peněžních toků jako hlavní. Na základě této metody byla stanovena **tržní hodnota podniku**.

Zbylé dvě metody, metoda odvětvových násobitelů a metoda hodnoty vlastního kapitálu, byly podpůrné. **Metoda odvětvových násobitelů** svým způsobem potvrdila výsledek výnosového ocenění. Výsledek tohoto ocenění byl podobný tomu výnosovému, jak bylo předpokládáno. **Metoda hodnoty vlastního kapitálu** stanovila současnou hodnotu vlastního kapitálu, aniž by jakkoliv reflektovala budoucí vývoj podniku a jeho strategickou pozici. Metoda byla použita pro stanovení minimální možné přípustné hranice tržního ocenění podniku.

## 2.2 Finanční analýza

Podle Knápkové a Pavelkové (2010, s. 17) je cílem finanční analýzy je vyhodnotit finanční zdraví podniku a připravit tak podklad pro stanovení jeho tržní hodnoty. Pro potřeby ocenění podniku je možné aplikovat pouze základní analýzy, které jako zdroj informací využívají účetní výkazy podniku. Jedním z cílů takovéto analýzy je ověřit, zda je možné aplikovat princip ongoing concern, tedy princip pokračujícího podniku. Pomocí zvolených ukazatelů, které jsou blíže popsány v následujících kapitolách, je tak možné stanovit finanční pozici a výkonnost podniku.

Protože finanční analýza v tomto pojetí slouží pro účely stanovení účetní hodnoty, je možné aplikovat doporučení Maříka (2018, s. 117), který doporučuje:

- zajistit účetní výkazy a jejich úplnost a správnost;
- analyzovat dostupné účetní výkazy;
- aplikovat analýzu poměrových ukazatelů likvidity, aktivity, rentability a zadlužení;

- vypracovat komplexní vyhodnocení finančních dat.

Mařík (2018, s. 117) dále zdůrazňuje že „v rámci finanční analýzy nestačí pouze ukazatele vypočítat a případně konstatovat, za rostou nebo klesají. Klíčové je jejich porovnání, a to nejen v čase, ale zejména v prostoru, tj. srovnání s podobnými podniky, s některými statistickými mírami za odvětví (průměr, nebo lépe medián, percentily apod.), nebo alespoň nějakými normativními hodnotami a zhodnocení dané situace.“

Základním zdrojem pro vypracování finanční analýzy jsou právě zmíněné účetní výkazy, říká Knápková a Pavelková (2010, s. 18). Knápková a Pavelková (2010, s. 18) dále zmiňuje možné využití externích zdrojů, kterými jsou např. tržní analýzy MPO nebo Credit-info.cz

Kislíngrová & Hnilica (2008, s. 15) vidí přínos finanční analýzy také v potvrzení perspektivy podniku stanoveného pomocí aplikace strategické analýzy.

### 2.2.1 Účetní metody

Kapitola účetních metod je věnována účetním zásadám podniku, zejména způsobům oceňování jednotlivých druhů majetků. Účetní závěrky podniku byly v celém sledovaném období připraveny podle **zákona o účetnictví a prováděcí vyhlášky** k němu ve znění platném pro jednotlivé roky.

**Dlouhodobý nehmotný majetek** se oceňuje v pořizovacích cenách, ke které jsou připočteny náklady spojené s pořízením majetku. Do ocenění tohoto majetku jsou zahrnuty i úroky a další spojené finanční náklady. V případě, že byl tento druh majetku vyroben v podniku, se tento majetek oceňuje vlastními náklady, do kterých jsou zahrnovány především materiálové a mzdové náklady. Dlouhodobý nehmotný majetek je odepisován na základě předpokládané doby životnosti.

**Dlouhodobý hmotný majetek** je oceňován v pořizovacích cenách, ke kterým jsou následně připočteny zejména náklady na dopravu, clo a další pořizovací náklady. Stejně jako v předchozím případě, i v případě dlouhodobého hmotného majetku jsou do ocenění zahrnuty roky a ostatní finanční náklady. V případě prodeje majetku jsou výnosy účtovány jako provozní. Pokud byly použity pro pořízení tohoto majetku dotace, je jejich hodnota odečtena od ocenění. I v případě dlouhodobého hmotného majetku je odepisování založena na předpokládané době životnosti příslušného majetku.

**Krátkodobý finanční majetek** podniku je tvořen zejména cennými papíry k obchodování a dlužnými cennými papíry se splatností do jednoho roku držené do splatnosti.

**Dlouhodobý finanční majetek** tvoří majetkové účasti v ovládaných osobách, které jsou oceňovány v pořizovacích cenách. Hodnotu tohoto majetku tvoří také náklady spojené s pořízením majetku.

**Peněžní prostředky** jsou tvořeny hotovostí, penězi na bankovních účtech a ceninami. V roce 2017 začal podnik, potažmo celá skupina, které je analyzovaný podnik součástí, cash pooling.

**Zásoby** jsou oceněny pomocí pořizovacích cen pomocí metody pevných cen a oceňovacích rozdílů. Stejně jako v ostatních případech, i hodnota zásob obsahuje částku nákladů spojených s jejich pořízením. Výrobky a nedokončená výroba jsou oceňovány v hodnotě vlastních nákladů.



**Pohledávky** jsou oceňovány jmenovitou hodnotou. V případě, že pohledávka byla podnikem zakoupena, je oceněna v pořizovací ceně.

**Cizí zdroje** tvoří zejména dlouhodobé závazky, krátkodobé závazky a rezervy na ztráty a rizika. První zmíněné položky cizích zdrojů jsou oceňovány ve jmenovitých hodnotách. Rezervy jsou vytvářeny pouze za předpokladu, že existuje vysoká míra pravděpodobnosti výskytu rizik.

**Leasingy** účtuje podnik jako leasingové splátky do nákladů. V případě finančního leasingu hodnotu leasingu aktivuje příslušnou hodnotu předmětu leasingové smlouvy v době, kdy smlouva o leasingu končí a uplatňuje se možnost nákupu majetku.

**Náklady a výnosy** podniku jsou časově rozlišeny tak, aby reflektovaly období, s nímž jsou věcně i časově spjaty. Výnosy podnik účtuje k datu dodání výrobku či zboží v souladu s dodacími podmínkami.

**Daň z příjmů** je v podniku počítána za pomoci platné daňové sazby z účetního zisku zvýšeného či sníženého o daňově neuznatelné náklady a nedaněné výnosy.

Následující kapitoly popisují teoretickou aplikaci zvolených ukazatelů. Hlavním výstupem jsou především syntetické ukazatele, konkrétně bonitní modely.

### **2.2.2 Analýzy absolutních ukazatelů**

Absolutní ukazatel sám o sobě vyjadřuje hodnotu položek účetní závěrky a reflektuje tak stav podnikového majetku, kapitálu, výnosů a nákladů. Na základě předchozí můžeme tedy absolutní ukazatele označit za ukazatele stavové a tokové. Stavové ukazatele analyzují rozvahu. Tokové ukazatele analyzují výkaz zisku a ztráty. Mezi běžnou analýzu absolutních ukazatelů můžeme zařadit horizontální a vertikální analýzu.

Horizontální analýza se zabývá vývojem vybraných položek, nejčastěji z rozvahy nebo výkazu zisku a ztráty, v určitém časovém horizontu, říká Sedláček (2011, s. 13). Výstupem horizontální analýzy je absolutní a procentní vyjádření výše změny k výchozímu roku.

Vertikální analýza má za cíl vyhodnotit strukturu aktiv a pasiv firmy, a tedy vztah mezi jednotlivými skupinami majetku a kapitálu podniku. Vertikální analýza dle Knápkové a Pavelkové (2010, s. 71) reflektuje procentuální podíl jednotlivých položek účetních výkazů ke zvolenému základu, kterým nejčastěji bývají celková aktiva či pasiva v případě rozvahy. Knápková a Pavelková (2010, s. 71) dále uvádí, že touto základnou v případě vertikální analýzy výkazu zisku a ztráty bývají celkové náklady nebo výnosy.

### **2.2.3 Poměrové ukazatele**

Největší výhodou poměrových ukazatelů je jejich malá časová nákladnost a jednoduchost, říká Sedláček (2011, s. 56). Tyto ukazatele analyzují likviditu, rentabilitu, aktivitu a zadluženost podniku. Knápková a Pavelková (2010, s. 87) tvrdí, že podstatou poměrových ukazatelů je fakt, že dávají do poměru různé položky účetních výkazů, a proto je možné zkonstruovat velké množství ukazatelů. Kombinace poměrových ukazatelů by se měla odvíjet od velikosti společnosti, předmětu podnikání a dalších specifík vybraného podniku.

Při závěrečném hodnocení je podle Maříka (2018, s. 129) vhodné brát v úvahu především následující:

- Není běžné, že podnik dosáhne excelentních výsledků ve všech ukazatelích;

- Určitá hodnota ukazatele nevyovídá o tom, zda je situace v dané chvíli dobrá nebo naopak;
- U víceoborových podniků je nutné reflektovat odlišné podmínky v různých odvětvích;
- Jednotlivé ukazatele je možné modifikovat podle potřeb daného podniku;
- Výsledky je vhodné srovnat především s mediánem daného podnikatelského odvětví.

### Ukazatele rentability

Jednotlivé ukazatele rentability reflektují, jak efektivně bylo hospodařeno s kapitálem, který byl vložen do podniku. Můžeme tedy říci, že hlavním výstupem je poměr hodnoty zisku podniku a zdrojů vynaložených na vygenerování tohoto zisku. Za hodnoty zisku můžeme při výpočtu aplikovat hodnotu čistého zisku, tedy EAT, který je očištěn o všechny druhy nákladů, nebo hodnotu zisku před zdaněním a úroky, tedy EBIT. Aplikace EBIT je vhodná, pokud výstup má reflektovat pouze běžnou činnost podniku. EBIT ze své podstaty nereflektuje neočekávané transakce, jako např. vývoj úrokových sazeb. V praxi může dojít také k aplikaci ukazatele EBITDA, tedy zisku, který nereflektuje náklady spojené s úroky, daněmi a odpisy. Tento zisk může být označen za provozní zisk. Aplikace tohoto zisku je vhodná především v mezinárodním prostředí, kdy podnik ve svých výsledcích nechce reflektovat např. regulační omezení a ostatní omezení podnikání v jednotlivých státech.

Mezi ukazatele rentability patří ukazatel ROA („Return on Assets“), který podává informaci o produkční síle aktiv. Tento ukazatel dává do poměru zisk a celková aktiva podniku. Výsledek je možné prezentovat jako efektivitu, se kterou daný podnik využívá aktiv za účelem generování zisku. Za zisk je nejčastěji dosazován EBIT, aby byla výsledná hodnota výpočtu očištěna o strukturu financování podniku.

Mrkvička a Kolář (2006, s. 84) a také Mařík (2018, s. 126) tento ukazatel vyjádřili takto:

$$ROA = \frac{EBIT}{A} \quad (1)$$

kde:

ROA je Return on Assets,  
EBIT je zisk před zdaněním,  
A je aktiva.

V základní finanční analýze je dále vhodné aplikovat ukazatel ROE („Return on equity“). Tento ukazatel reflektuje výnosnost vlastního kapitálu, a tedy jeho vlastní zhodnocení. Výsledek je možné prezentovat také jako zisk z jedné koruny vložené do podniku. Při výpočtu dáváme do poměru zisk a vlastní kapitál.

Matematicky můžeme tento ukazatel dle Mrkvičky a Koláře (2006, s. 84) a také Maříka (2018, s. 126) vyjádřit takto:

$$ROE = \frac{EAT}{E} \quad (2)$$

kde:

ROE je Return on Equity,  
EAT je zisk,  
E je vlastní kapitál.

Ukazatel ROS („Return on sales“) dává do poměru tržby podniku a jeho zisk. Za hodnotu zisku je nejčastěji dosazována hodnota EBIT tedy zisk před zdaněním a úroky.

Matematicky tento ukazatele můžeme dle Knápkové, Pavelkové, Remeše a Štekery (2017, s. 98) vyjádřit takto:

$$ROS = \frac{EAT}{S} \quad (3)$$

kde:

ROS je Return on sales,  
EAT je zisk,  
S jsou tržby.

### **Ukazatele likvidity**

Likvidita sama o sobě prezentuje schopnost podniku přeměnit svůj majetek na finanční prostředky nebo jejich ekvivalenty a tím podnikovou schopnost úhrady závazků, jak říká Kislingerová (2004, s. 77). Podle Kislingerové (2004, s. 77) je likvidita jakousi protiváhou vůči rentabilitě podniku, protože pro zvýšení likvidity je nutné zvyšovat zadržovanou hladinu aktiv. Ukazatele likvidity dělíme dle likvidnosti aktiv použitých k výpočtu.

Běžná likvidita obsahuje i méně likvidní aktiva, jako např. zásoby, ale i přesto je základním ukazatelem likvidity podniku. Výsledky tohoto ukazatele je možné prezentovat pomocí tzv. strategií, kdy výsledky větší než 2,5 označujeme jako konzervativní strategii. V této strategii je možné konstatovat, že je důležitá část aktiv kryta dlouhodobým kapitálem podniku, který je v zásadě dražší. Pokud se výsledek pohybuje v intervalu od 2,5 do 1,5, jedná se o běžné hospodaření s oběžným majetkem, kdy jsou běžná aktiva kryta především krátkodobým kapitálem. Výsledky nižší než 1,5 reflektují nastavení agresivního řízení. Tato strategie sebou nese nižší náklady na oběžný majetek, ale také rizika spojená s neschopností splácet své závazky. Hodnoty nižší než 1 označuje Marek (2006, s. 272) za vysoce riziková a doporučuje zvýšenou pozornost finančnímu vedení podniku při tvorbě splátkového plánu.

Dle Knápkové, Pavelkové, Remeše a Štekery (2017, s. 91) běžná likvidita prezentuje poměr oběžných aktiv a krátkodobého cizího majetku, a proto ho můžeme vyjádřit pomocí následující rovnice:

$$BL = \frac{OA}{KCZ} \quad (4)$$

kde:

BL je běžná likvidita,  
OA jsou oběžná aktiva,  
KCZ jsou krátkodobé cizí zdroje.

Matematické vyjádření tohoto ukazatele potvrzuje ve své publikaci i Mařík (2018, s. 123).

Na běžnou likviditu je možné navázat dalším ukazatelem, a sice ukazatelem pohotovosti likvidity. Výpočet tohoto ukazatele je stejný, liší se pouze ve složení aktiv. Pohotová likvidita nebere v úvahu zásoby, které jsou podle Marka (2006, s. 272) ve srovnání s peněžními prostředky a pohledávkami méně likvidní. Marek (2006, s. 272) dále definuje také vyhodnocení hodnot pohotovosti likvidity. Pokud výsledná hodnota tohoto ukazatele je větší než 1,5, tak mluvíme o

nejméně rizikové strategii, tedy strategii konzervativního řízení pracovního kapitálu. V případě, že se výsledná hodnota pohybuje v intervalu 1,5 až 1, jedná se o strategii běžnou nebo průměrnou. O agresivní strategii se jedná, pokud je výsledek nižší než 1. Pokud je výsledek nižší než 1, tak hodnota krátkodobých závazků převyšuje hodnotu oběžných aktiv.

Matematicky tento ukazatel můžeme dle Knápkové, Pavelkové Remeše a Štekery (2017, s. 92) vyjádřit takto:

$$PL = \frac{OA-Z}{KCZ} \quad (5)$$

kde:

PL je pohotová likvidita,  
OA jsou oběžná aktiva,  
Z jsou zásoby,  
KCZ jsou krátkodobé cizí zdroje.

Stejnou podobu matematického vyjádření pohotové likvidity potvrzuje ve své publikaci i Mařík (2018, s. 123).

Pokud chceme provést ten samý výpočet za použití pouze nejlikvidnější formy aktiv, tedy peněz a peněžních ekvivalentů, musíme podle Knápkové, Pavelkové Remeše a Štekery (2017, s. 92) aktiva snížit o hodnotu krátkodobých pohledávek. V takovém případě mluvíme o hodnotě tzv. okamžité likvidity. Stejně jako v ostatních případech, i v případě okamžité likvidity uvádí Marek (2006, s. 284) doporučenou hodnotu tohoto ukazatele alespoň větší než 0,2. Tato hodnota není relevantní, pokud má podnik možnost čerpat kontokorentní úvěr. V takovém případě se snižuje potřeba zadržovat větší hladinu peněžních prostředků v podniku.

Matematicky tento ukazatel můžeme dle Knápkové, Pavelkové Remeše a Štekery (2017, s. 92) a Maříka (2018, s. 123) vyjádřit takto:

$$OL = \frac{OA-Z-P}{KCZ} \quad (6)$$

kde:

OL je okamžitá likvidita,  
OA jsou oběžná aktiva,  
Z jsou zásoby,  
P jsou pohledávky,  
KCZ jsou krátkodobé cizí zdroje.

### **Ukazatele zadluženosti**

Zadluženost podniku je v účetních výkazech podniku reflektována jako poměr vlastního a cizího kapitálu. Sledování a řízení zadluženosti je možné z několika pohledů. Snižováním zadluženosti podnik zvyšuje náklady na vlatní kapitál, který je obecně do jisté míry dražší než kapitál cizí. Zadluženost je nutné řídit komplexně, a to především s ohledem na celkovou nákladovost kapitálu.

Základním ukazatelem zadluženost je ukazatel celkové zadluženosti neboli Debt ratio. U tohoto ukazatele je zcela zásadní určit optimální hodnotu, která musí reflektovat velikost podniku, charakteristiku podniku, předmět podnikání a samotné odvětví, ve kterém se podnik nachází.

Knápková, Pavelková a Šteker (2013, s. 85) definují optimální hodnotu tohoto ukazatele v oscilačním intervalu 30 až 60 %. Výsledná hodnota ukazatele reflektuje procentuální složení kapitálu podniku neboli podíl cizích a vlastních prostředků financování podniku.

Matematicky můžeme tento ukazatel dle Knápkové, Pavelkové Remeše a Štekery (2017, s. 88) vyjádřit takto:

$$DR = \frac{D}{A} \quad (7)$$

kde:

DR je celková zadluženost,  
D jsou cizí zdroje,  
A jsou aktiva.

Výslednou hodnotu celkové zadluženosti můžeme dále analyzovat a podložit tak její výsledky. Na tento ukazatel je vhodné navázat ukazatelem zadluženosti vlastního kapitálu neboli Debt Equity Ratio. Tento ukazatel udává poměr vlastního a cizího kapitálu.

Matematicky můžeme tento ukazatel dle Knápkové, Pavelkové Remeše a Štekery (2017, s. 88) vyjádřit takto:

$$DER = \frac{D}{E} \quad (8)$$

kde:

DER je zadluženost vlastního kapitálu,  
D jsou cizí zdroje,  
E jsou vlastní zdroje.

Původní výpočet celkové zadluženosti můžeme dále rozbatlovat na ukazatel Equity ratio, který podle Knápkové, Pavelkové a Šteker (2013, s. 89) udává poměr vlastního kapitálu a aktiv, a tím prezentuje, jaká hladina aktiv je financována z vlastních zdrojů. Vyhodnocení probíhá pomocí pravidla, které bylo zmíněno již u ukazatele celkové zadluženosti podle Knápkové, Pavelkové a Šteker (2013, s. 85).

Matematicky můžeme tento ukazatel podle Knápkové, Pavelkové Remeše a Štekery (2017, s. 89) vyjádřit takto:

$$ER = \frac{E}{A} \quad (9)$$

kde:

ER je celková zadluženost,  
E jsou vlastní zdroje,  
A jsou aktiva.

Výše uvedené ukazatele je vhodné doplnit o ukazatel finanční páky. Finanční páka udává poměr vlastních a cizích zdrojů v podniku. Dle Kaloudy (2017, s. 43) by optimální poměr kapitálu v podniku měl být zhruba 60 % vlastních zdrojů a 40 % zdrojů cizích. V praxi dochází ke střetu zájmů vlastníků a finančního managementu společnosti, protože každá skupina má na tomto

ukazateli odlišné zájmy. Matematicky můžeme tento ukazatel podle Kaloudy (2017, s. 43) vyjádřit takto:

$$FP = \frac{D}{E} \quad (10)$$

kde:

FP je finanční páka,  
D jsou cizí zdroje,  
E jsou vlastní zdroje.

### Ukazatele aktivity

Pomocí ukazatelů aktivity je možné vyhodnotit efektivnost hospodaření podniku s dostupnými aktivy. Ukazatele aktivity mají jako svůj cíl stanovenou definovanou optimální hladinu aktiv. Hledání optimální hladiny je důležité především kvůli vlivu aktiv na generování zisku a držení finančních prostředků v podniku. Pokud podnik zadržuje vyšší hladinu aktiv, než je třeba k provozním činnostem, snižuje si tak svůj zisk, protože zadržování této hladiny aktiv je spjato s vyššími náklady, které podnik na jejich držení musí vynaložit. V opačném případě nastává podobná situace. Pokud podnik nemá dostatečné množství aktiv potřebných k provozní činnosti, může nastat situace, kdy podnik nebude schopný zabezpečit prostředky potřebné k výrobě či poskytování služeb. Vliv na optimální hladinu aktiv v podniku má především velikost podniku, kapacita výroby, tržní odvětví a další faktory.

Na samém začátku vyhodnocování ukazatelů aktivity je vhodné aplikovat výpočet ukazatele obratu aktiv. Tento ukazatel je podle Knápkové, Pavelkové Remeše a Štekery (2017, s. 103) vhodné držet v hodnotách vyšších než 1. Ukazatel reflektuje schopnost aktiv generovat zisk.

Matematicky je podle Knápkové, Pavelkové Remeše a Štekery (2017, s. 103) obrat aktiv vyjádřit takto:

$$OA = \frac{V}{A} \quad (11)$$

kde:

OA je obrat aktiv,  
V jsou výnosy,  
A jsou aktiva.

Nejvíce obrátkovým druhem aktiv je oběžný majetek a speciálně zásoby. Z tohoto důvodu je vhodné aplikovat ukazatel obratu zásob. Ukazatel obratu zásob podle Knápkové, Pavelkové Remeše a Štekery (2017, s. 104) udává, kolikrát za 365 dní je sledovaný podnik schopný zcela využít všechny skladované zásoby a tyto zásoby opět naskladnit. Matematicky je podle Knápkové, Pavelkové Remeše a Štekery (2017, s. 104) obrat zásob vyjádřit takto:

$$OZ = \frac{Z}{T} \quad (12)$$

kde:

OZ je obrat zásob,  
Z jsou zásoby,  
T jsou tržby.

Pro doplnění obratu zásob je vhodné využít dobu obratu zásob, která udává, kolikrát je podnik schopný za 365 dní transformovat své zásoby na peněžní prostředky, potažmo tržby. Výsledky můžeme použít pro zjištění, jak dlouho jsou některé zásoby zadržovány na skladu bez využití. Cílem podniku je dlouhodobé držení výsledků tohoto ukazatele na co nejnižší úrovni. Matematicky je podle Knápkové, Pavelkové Remeše a Štekery (2017, s. 104) dobu obratu zásob vyjádřit takto:

$$DOZ = \frac{Z}{T} * 365 \quad (13)$$

kde:

DOZ je doba obratu zásob,

Z jsou zásoby,

T jsou tržby.

Stejným způsobem můžeme aplikovat tento vzorec na další druh oběžných aktiv, a sice pohledávky. Doba obratu pohledávek dle Knápkové, Pavelkové Remeše a Štekery (2017, s. 104) popisuje dobu, která uplyne od fakturace do obdržení platby.

Matematicky je podle Knápkové, Pavelkové Remeše a Štekery (2017, s. 104) možné dobu obratu pohledávek vyjádřit takto:

$$DOP = \frac{P}{T} \times 360 \quad (14)$$

kde:

DOP je doba obratu pohledávek,

P jsou pohledávky,

T jsou tržby.

Doba obratu pohledávek přímo rezonuje s dobou obratu závazků. Tyto dva ukazatele je vhodné vzájemně poměřovat a zajistit tak dostatečné příjmové finanční toky k zajištění finanční stability. Podle Knápkové, Pavelkové Remeše a Štekery (2017, s. 104) je dobré, pokud je minimálně stejný, jako doba obratu pohledávek.

Matematicky je podle Knápkové, Pavelkové Remeše a Štekery (2017, s. 104) možné dobu obratu závazků vyjádřit takto:

$$DOZ = \frac{Z}{T} \times 360 \quad (15)$$

kde:

DOZ je doba obratu závazků,

Z jsou závazky,

T jsou tržby.

Výše zmíněné ukazatele v sobě agreguje tzv. obratový cyklus peněz. Tento ukazatel reflektuje schopnost podniku financovat oběžná aktiva.

Matematicky můžeme tento ukazatel podle Knápkové, Pavelkové Remeše a Štekery (2017, s. 105) vyjádřit takto:

$$OCP = DOZ + DOP - DOZ \quad (16)$$

kde:

OCP je obratový cyklus peněz,  
DOZ je doba obratu zásob,  
DOP je doba obratu pohledávek,  
DOZ je doba obratu závazků.

#### **2.2.4 Bilanční pravidla**

Vochozka (2011, s. 21) definuje bilanční pravidla jako soubor doporučení, kterými by se měl management podniku řídit, aby dosáhl dlouhodobé finanční rovnováhy. Tyto pravidla jsou založena na vývoji kapitálové struktury podniku.

##### **Zlaté pravidlo financování**

Toto pravidlo říká, že by dlouhodobá aktiva měla být financována dlouhodobými zdroji. Vochozka (2011, s. 21) říká, že význam tohoto pravidla spočívá ve sladění časového horizontu majetku a zdrojů, kterými je financován. Pravidlo může být stejným způsobem aplikováno na krátkodobý majetek a krátkodobé zdroje.

##### **Pravidlo vyrovnání rizika**

Tímto pravidlem je možné zkoumat poměr vlastních a cizích zdrojů. Pravidlo říká, že by cizí zdroje neměly převyšovat zdroje vlastní. Vochozka (2011, s. 21) zmiňuje nedostatky tohoto pravidla, které spočívají především ve snižování efektu finanční páky.

##### **Pari pravidlo**

Zlaté pari pravidlo zkoumá vztah dlouhodobého majetku a vlatního kapitálu. Dle tohoto pravidla by měl být dlouhodobý majetek financován především vlastním kapitálem. Kislingerová (2010, s. 415) kritizuje závěry vyplývající z toho pravidlo pro jeho konzervativní přístup ve využívání cizího kapitálu.

##### **Růstové pravidlo**

Růstové pravidlo se zabývá tempem růstu investic a tržeb a říká, že by temto růstu investic nemělo převyšovat tempo růstu tržeb. Je tedy zřejmé, že toto pravidlo klade důraz na přínos investic v generování zisku.

#### **2.2.5 Analýza výkazu peněžních toků**

Růčková (2019, s. 35) říká, že výkaz o peněžních tocích podává informace o peněžních tocích v průběhu sledovaného období. Příkladem peněžního toku jsou přírůstky a úbytky peněžních prostředků. Pro účely ocenění je vhodné analyzovat především složení peněžních toků, vývoj peněžních toků v čase a jejich výši.

Peněžní toky se skládají z provozních, investičních a finančních toků. Pro účely finanční analýza a posléze ocenění podniku je vhodné se zaměřit především na provozní část. Podle Růčkové (2019, s. 36) provozní část umožňuje zjistit, do jaké míry výsledek hospodaření za běžnou činnost odpovídá skutečně vydělaným penězům a jak je produkce peněz ovlivněna změnami pracovního kapitálu.



### 2.2.6 Syntetické ukazatele

Předchozí ukazatele vyhodnocují jednotlivé oblasti finančního řízení podniku, ale žádný z nich nijak nevyhodnocuje celkové zdraví podniku. Vyhodnotit celkové zdraví podniku je možné právě pomocí syntetických ukazatelů, které v sobě agregují hned několik již popsanych ukazatelů. Vyhodnocení celkového finančního zdraví podniku by mělo podle Maříka (2018, s. 130) být jednoznačné a „mělo by odpovědět na otázku, zda je podnik v podstatě zdravý a lze (nebo nelze) počítat s jeho dlouhodobou existencí.

Následující kapitoly popisují metodický rámec syntetických ukazatelů Index IN05 a modelu AGR.

#### Index IN05

Bankrotní model Index IN05 můžeme zařadit mezi syntetické ukazatele. Syntetickým ukazatelem je, protože je jeho výpočet složený součtem několika dílčích ukazatelů. Scholleová (2017, s. 194) o Indexu IN05 tvrdí, že byl zkonstruován s ohledem české podmínky a také tvrdí, že akceptuje i hledisko vlastníka.

Index IN05 má i své nevýhody, mezi které řadíme především jeho zastaralost. Poslední aktualizace tohoto modelu proběhla v roce 2004. Při výběru ukazatelů je tedy nutné poměřovat aktuálnost a vhodnost daného ukazatele. V případě Indexu IN05 a jeho soustředěnosti na české podnikatelské podmínky považuje autor práce tento model za vhodnější oproti ostatním známým bankrotním modelům.

Matematicky můžeme tento ukazatele podle Knápkové, Pavelkové Remeše a Štekery (2017, s. 211) vyjádřit takto:

$$IN05 = 0,13 \times \frac{A}{CZ} + 0,04 \times \frac{EBIT}{NI} + 3,97 \times \frac{EBIT}{A} + 0,21 \times \frac{V}{A} + 0,09 \times \frac{OA}{KZU} \quad (17)$$

kde:

A jsou aktiva,  
CZ jsou cizí zdroje,  
EBIT je zisk před zdaněním,  
NI jsou nákladové úroky,  
V jsou výnosy,  
OA jsou oběžná aktiva,  
KZU jsou krátkodobé závazky a úvěry.

#### Model AGR

Za účelem podložení výsledku Indexu IN05 je vhodné aplikovat podobný model soustředěný taktéž speciálně na české prostředí. Společnost ASPEKT Central Europe Group a.s. sestavila model AGR (Aspect Global Ratio), který funguje na podobné bázi jako model Index IN05 a taktéž se soustředí na české prostředí. Tento model, na rozdíl od jiných, ignoruje vliv různosti podnikatelského prostředí na celkové hodnocení a zaměřuje se především na provozní část podnikového hospodaření.

Matematicky můžeme tento ukazatele vyjádřit takto:

$$AGR = \sum_i^7 Ukazatele_i \quad (18)$$

Tento model v sobě agreguje následující ukazatele:

- provozní marže;
- rentabilita vlastního kapitálu;
- ukazatel krytí odpisů;
- pohotová likvidita;
- ukazatel samofinancování;
- rentabilita aktiv;
- rychlost obratu aktiv.

Provozní marži vypočítáme jako:

$$PM = \frac{NOPAT+O}{TVS} \quad (19)$$

kde:

PM je provozní marže,  
NOPAT je provozní zisk,  
O jsou odpisy,  
TVS jsou tržby z prodeje výrobků a služeb.  
Rentabilitu vlastního kapitálu vypočítáme jako:

$$ROE = \frac{NOPAT}{VK} \quad (20)$$

kde:

ROE je Return on assets,  
NOPAT je provozní zisk,  
VK je vlastní kapitál.

Ukazatel krytí odpisů vypočítáme jako:

$$KO = \frac{NOPAT+O}{O} \quad (21)$$

kde:

KO je krytí odpisů,  
NOPAT je provozní zisk,  
O jsou odpisy.

Pohotovou likviditu vypočítáme jako:

$$PL = \frac{OA-Z}{KCZ} \quad (22)$$

kde:

PL je pohotová likvidita,  
OA jsou oběžná aktiva,  
Z jsou zásoby,  
KCZ jsou krátkodobé cizí zdroje.

Ukazatel samofinancování vypočítáme jako:

$$US = \frac{VK}{A} \quad (23)$$

kde:

US je ukazatel samofinancování,  
VK je vlastní kapitál,  
A jsou aktiva.

Rentabilitu aktiv vypočítáme jako:

$$ROA = \frac{NOPAT}{A} \quad (24)$$

kde:

ROA je Return on assets,  
NOPAT je provozní zisk,  
A jsou aktiva.

Rychlost obratu aktiv vypočítáme jako:

$$OBAK = \frac{PV}{A} \quad (25)$$

kde:

OBAK je obrat aktiv,  
PV jsou provozní výnosy,  
A jsou aktiva.

Výsledek AGR modelu hodnotíme dle tabulky č. 1 v příloze.

### 2.3 Metody ocenění podniku

Ocenění podniku se provádí hned z několika důvodů, z nichž každý má zcela jiný účel. Mezi základní důvody ocenění podniku patří akvizice nebo prodej podniku nebo jeho podílu. Ve většině případech je ocenění využíváno při jakékoliv změně vlastnické struktury. Důvod ocenění je ve většině případů znám již před zahájením samotného stanovování tržní ceny.

V českých účetních standardech a ani v jiném právním předpise v českém prostředí nelze nalézt standardizovaný postup ocenění, a proto oceňovatelé vychází především z ekonomických

znalostí daného tržního prostředí a několika předpisů, které oceňování vzdáleně upravují. Mezi tyto předpisy patří podle Maříka (2011, s. 18-19) zejména:

- zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb.;
- Metodický pokyn ČNB;
- Mezinárodní oceňovací standardy („IVS“);
- Evropské oceňovací standardy („EVS“);
- Americké oceňovací standardy („US PAP“);
- Německý standard IDW S1 („IDW“).

Mařík (2018, s. 22) ve své publikaci z roku 2018 zmiňuje tytéž předpisy. V předchozích letech tedy nedošlo k úpravě legislativních požadavků na oceňování.

Většina těchto předpisů není právně závazných, nebo upravuje pouze určitý model ocenění ve specifických případech. Příkladem specifického případu ocenění je zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb., který je závazný pouze při oceňování v rámci zákona o konkurzu a vyrovnání, zákona o soudních poplatcích, zákona o převodu nemovitých věcí, zákona o správních poplatcích, zákona o daních z příjmů, daně z přidané hodnoty a při dědickém řízení a darování. Jediný předpis, který je určen pouze pro oceňování podniků, je Německý standard IDW S1. Americké standardy je vhodné zmínit především proto, protože byly sepsány na základě bohatých zkušeností s oceňováním, které má v USA dlouholetou tradici.

Postup ocenění můžeme podle Maříka (2018, s. 43-44) rozdělit do základních celků, mezi které patří:

- zajištění zdrojů, sběr dat;
- strategická analýza;
- finanční analýza;
- rozdělení aktiv podniku na provozně potřebná a nepotřebná;
- stanovení a analýza generátorů hodnoty;
- prvotní/orientační ocenění podniku pomocí definovaných generátorů hodnoty;
- sestavení finančního plánu;
- volba oceňovací metody; a
- ocenění.

### **2.3.1 Strategická analýza**

Strategická analýza analyzuje pozici a nastavenou podnikovou strategii. Podniková strategie je základním předpokladem pro úspěšné setrvání podniku na trhu. Mařík (2011, s. 56) vnímá hlavní funkci strategické analýzy ve vymezení celkového výnosového potenciálu podniku a dodává, že výnosový potenciál je závislý na vnějším a vnitřním potenciálu, kterým daný podnik disponuje. Mařík (2018, s. 74) dále říká, že je podnik ovlivňován jak vnějšími, tak vnitřními faktory. Je důležité zmínit, že strategická analýza v případě této diplomové práce byla zpracována pouze v rozsahu, který odpovídá požadavkům ocenění.

Cílem strategické analýzy je podle Maříka (2018, s. 75) připravit prvotní podklad pro potvrzení dlouhodobé perspektivy podniku. Dlouhodobou perspektivitu je poté možné zcela potvrdit analýzou účetních výkazů, tedy finanční analýzou.

Sedláčková a další (2006, s. 9) vidí cíl strategické analýzy v identifikaci, analýze a ohodnocení všech relevantních faktorů, o kterých lze předpokládat, že by mohly mít vliv na stanovené cíle podniku.

Výstupem strategické analýzy pro účely stanovení tržní hodnoty podniku je prognóza tempa růstu tržeb, kterou je vhodné podložit extrapolací tržeb minulých období. Extrapolace poskytuje realistický pohled na prognózu stanovenou vzorcem č. 26. Výpočet tempa růstu tržeb v roce  $t$  můžeme dle Maříka (2018, s. 113) vyjádřit takto:

$$\text{Tempo růstu tržeb v roce } t = \left( \frac{\text{velikost trhu}_t}{\text{velikost trhu}_{t-1}} * \frac{\text{tržní podíl}_t}{\text{tržní podíl}_{t-1}} \right) - 1 \quad (26)$$

### **Vnější potenciál**

Vnější potenciál představuje vnější vlivy, které na podnik působí. Před analýzou jednotlivých ukazatelů vnějšího potenciálu je důležité definovat samotné ukazatele, které jsou pro daný podnik relevantní. Tyto ukazatele a tím celý vnější potenciál lze určit na základě informací a dat z relevantního trhu. Relevantní trh je důležité určit s ohledem na geografická, a i věcná hlediska. Mezi další relevantní hlediska patří např. hledisko zákaznické a konkurenční. Vnější potenciál reflektuje také velikost trhu, která je většinou udávána ve finančních jednotkách.

Prognóza vývoje ukazatelů vnějšího potenciálu je podložena historicky dosaženými výsledky, díky kterým je možné identifikovat např. opakované jevy a jejich cykličnost. Vnější potenciál, potažmo velikost trhu, je podle Maříka (2018, s. 77) základním ukazatelem pro výpočet tempa růstu tržeb. Délka samotné prognózy by měla být úměrná délce komplexního finančního plánu, který bude sloužit jako podklad pro samotné ocenění. Při volbě trhu je podle Maříka (2011, s. 59) nutné dbát taktéž na dostupnost dat o daném tržním segmentu a dostupnosti dat pro posouzení jeho atraktivitu.

Prognózu vývoje jednotlivých ukazatelů vnějšího potenciálu je možné podle Maříka (2018, s. 86) provést pomocí extrapolace časových řad založenou na vývoji tržeb na daném trhu, regresní analýzou faktorů, které mohou ovlivnit poptávku a odhadem vycházejícím ze srovnání s vývojem v ostatních zemích.

Po vymezení trhu a jeho velikosti je důležité analyzovat atraktivitu tohoto trhu. Atraktivita představuje rizika a příležitosti, které daný tržní segment podniku poskytuje. Při ocenění podniku se tyto faktory promítají především v diskontní míře v podobě rizikových přírážek. Ukazatele atraktivitu je vhodné promítnout pomocí finančních jednotek. Za tímto účelem je možné zkoumat celkovou poptávku či realizované tržby, ale i rentabilitu. Při zkoumání těchto veličin je nutné zohlednit také substituty, které mohou ovlivnit budoucí vývoj těchto veličin. Mařík (2018, s. 82) doporučuje zohlednit také citlivost trhu na různé transakce a jiné události.

### **Vnitřní potenciál**

Mezi hlavní cíle analýzy vnitřního potenciálu pro účely ocenění podniku patří posouzení příležitostí a hrozeb, které vyplývají z konkurenčního boje a stanovení tržního podílu, který je jedním ze dvou základních prvků používaných pro výpočet tempa růstu tržeb. Na tržní podíl daného podniku má podstatný vliv konkurenční síla daného podniku. Konkurenční síla se odvíjí od konkurence podniku v daném tržním segmentu. Před samotným počítáním analýzy vnitřního potenciálu je nutné tuto konkurenci identifikovat a seřadit dle relevantnosti. Pokud je nemožné

z nějakého důvodu konkurenci identifikovat, je podle Maříka (2018, s. 95) možné aplikovat tzv. náhodný výběr z trhu s vysokým tržním podílem celku menších společností.

Konkurenční síla daného podniku se odvíjí od jeho velikosti a všeobecného vnitřního potenciálu, na který má vliv např. současná fáze životního cyklu produktu. Pomocí těchto ukazatelů je oceňovatel schopný stanovit tržní podíl podniku.

Vnitřní potenciál daného podniku je určen na základě mnoha vlivů. Mezi tyto vlivy patří např.:

- cenová politika;
- současná životní fáze produktu;
- technická úroveň produktu;
- kvalita produktu;
- marketingové kampaně a strategie;
- zaměstnanci podniku;
- vedení podniku;
- investiční a inovační strategie podniku.

Všechny tyto vnitřní vlivy je nutné dle Maříka (2018, s. 97) zkoumat v kontextu konkrétního podniku dle jeho zaměření a důležitosti jednotlivých faktorů. Na základě analýzy zmíněných vlivů je poté možné odhadnout tržní podíl podniku pro prognózované období.

### **SWOT analýza**

SWOT analýza je vhodná aplikace pro shrnutí výše analyzovaných vnitřních a vnějších potenciálů. Shrnutí nebo celkové vyhodnocení strategické analýzy je podle Sedláčkové (2006, s. 91) nezbytné pro tvorbu strategie podniku. Tato analýza shrnuje silné a slabé stránky podniku, společně s příležitostmi a riziky, kterým daný podnik může v daném tržním segmentu čelit.

Hlavním cílem SWOT analýzy je identifikovat a charakterizovat faktory, které ovlivňují strategické postavení podniku.

### **2.3.2 Finanční plánu**

Finanční plán slouží jako podklad pro aplikaci ocenění pomocí metody diskontovaných peněžních toků známou taktéž jako DCF. Finanční plán se skládá z finančních výkazů, tedy výkazu zisků a ztrát, rozvahy a výkazu o peněžních tocích. Finanční plán nebo obecně podnikový plán může být často součástí např. výroční zprávy, avšak tento plán není vhodný aplikovat pro účely ocenění, protože může být příliš optimistický.

Sestavení finančního plánu je možné rozdělit do několika kroků, mezi které patří zejména rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná a určení a výpočet generátorů hodnoty. V následujících kapitolách jsou detailně definovány právě tyto zmíněné kroky.

### **2.3.3 Provozně potřebná a nepotřebná aktiva**

Celková aktiva podniku lze rozdělit na provozně potřebná a nepotřebná. Provozně potřebná aktiva jsou aktiva, které podnik potřebuje k zabezpečení své hlavní provozní činnosti. Za provozně nepotřebná aktiva lze označit aktiva, které nesouvisí s hlavní provozní činností podniku. Mezi provozně nepotřebná aktiva můžeme také zařadit aktiva, které jsou v podniku drženy ve vyšší míře, než je nutné k zabezpečení provozní činnosti. Důvodem pro rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná je fakt, že provozně nepotřebná aktiva nejsou v podniku využívána k žádné činnosti, a tedy negenerují žádné příjmy, potažmo zisk. Důvodem pro vyčlenění je tedy zpřesnění tržního ocenění. Podle Maříka (2018, s. 141) je důležité ocenění

těchto aktiv vyčlenit a tím upozornit na jejich neefektivní využití. Ocenění těchto aktiv je možné stanovit hodnotou, za kterou by bylo možné k určitému datu tyto aktiva prodat. U majetku, které je možné pronajmout, je možné aplikovat výnosové metody.

**Nepotřebná aktiva** se mohou skládat hned z několika druhů aktiv, avšak Mařík (2018, s. 143) doporučuje detailně analyzovat zejména finanční majetek. Krátkodobý finanční majetek lze analyzovat zejména z pohledu jeho likvidnosti, která patří mezi jeho hlavní charakteristiky. Tento druh majetku v podniku může sloužit jako rezervní a může být zadržován ve větších hodnotách, než je nutné pro zabezpečení hlavní provozní činnosti podniku. Před samotným rozdělením krátkodobého finančního majetku na provozně potřebný a nepotřebný je nutné určit optimální hranici likvidity podniku. Veškerá aktiva pod touto hranicí jsou poté považována za provozně potřebná, naopak aktiva nad tuto hranici jsou považována za provozně nepotřebná. V podnikové praxi často dochází k aplikaci ukazatele okamžité likvidity. Marek (2006, s. 284) a Kislingerová (2010, s. 97) shodně doporučují, aby hranice okamžité likvidity byla přibližně 0,2. Na základě poznatků zmíněných autorů je možné stanovit maximální hodnotu okamžité likvidity v podniku na 0,3 a označit aktiva nad touto hranicí jako provozně nepotřebná. Dlouhodobý finanční majetek a jeho klasifikace je závislá na konkrétním podniku a také subjektivním názoru oceňovatele. Provozně nepotřebná aktiva tvoří pouze finanční majetek, do této kategorie může být zařazen také dlouhodobý hmotný majetek, pohledávky a další položky finančních výkazů. Mezi provozně nepotřebný majetek v kategorii dlouhodobého hmotného majetku patří zejména majetek, který není využíván k hlavním provozním činnostem podniku, jako příklad je možné uvést dle Maříka (2018, s. 145) nadbytečný majetek, nadbytečné výrobní kapacity, zaměstnanecké byty či nevyužité pozemky a budovy.

Na předešlý text je možné navázat **výpočtem provozně nutného investovaného kapitálu**. Základ provozně nutného investovaného kapitálu je upravená bilanční suma. Bilanční suma je upravena na straně aktiv o provozně nepotřebná aktiva a časové rozlišení. Na straně pasiv dochází k úpravě krátkodobých závazků a časového rozlišení. Z předešlých vět je zřejmé, že úpravy mají za cíl vyjádřit pracovní kapitál v jeho formě pro stanovení tržní hodnoty podniku.

Provozně nutný investovaný kapitál je možné označit za součet dlouhodobého majetku a zmíněného upraveného pracovního kapitálu, a to ve výši provozně potřebných aktiv. Stanovení provozně nutného investovaného kapitálu je základním podkladem pro stanovení volných peněžních toků.

Po výpočtu provozně nutného investovaného kapitálu je možné **získat hodnotu korigovaného provozního výsledku hospodaření**. Při výpočtu hodnoty korigovaného provozního zisku je nutné dodržet zásady, které zmiňuje Mařík (2018, s. 146), a sice, že by korigovaný provozní výsledek hospodaření měl:

- zahrnovat náklady na cizí kapitál;
- být očištěn o položky, které se pravidelně neopakují – hodnotu tvoří pouze permanentní výsledky;
- zahrnovat pouze výsledky související s provozně nutným investovaným kapitálem.

Pokud byl při oceňování v podniku nalezen provozně nepotřebný kapitál, je nutné spolu s ním vyloučit také náklady nebo výnosy s ním spojené. V praxi je pak vhodné o tyto položky upravit přímo provozní výsledek hospodaření. Za typické položky, o které je třeba upravit provozní výsledek hospodaření, se podle Maříka (2018, s. 146) považují:

- tržby a zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu;
- odpisy budov nebo zařízení, které neslouží k hlavní činnosti podniku;

- výnosy z cenných papírů, v případě, že zůstanou ponechány v provozně nutném majetku.

Tento výsledek pak můžeme podle Maříka (2018, s. 146) charakterizovat jako výsledek hospodaření generovaný provozně nutným investovaným kapitálem.

#### 2.3.4 Generátory hodnoty

Generátory hodnoty jsou veličiny, které vlastníkům podniku přinášejí hodnotu a tím určují hodnotu podniku. Generátory hodnoty jsou využívány pro ocenění podniku pomocí metody diskontovaných peněžních toků. Nejčastěji jsou za generátory hodnoty podle Maříka (2018, s. 149) a Rappaporta (2001, s. 129) používány tržby, marže korigovaného provozního zisku, investice do pracovního kapitálu, investice do dlouhodobého majetku, diskontní míra, způsob financování a doba existence podniku. Určení generátorů hodnoty je prvním krokem při samotném určení tržní hodnoty podniku.

Tržby a jejich vývoj vychází především ze závěrů strategické analýzy. Následně je analyzován soulad tohoto generátoru hodnoty a ostatních generátorů. Diskontní míře se věnuje samostatná kapitola, ve které je popsán taktéž způsob financování. Diskontní míra je použita ve formě vážených průměrných nákladů, a proto dává smysl detailně rozebrat způsob financování podniku právě v rámci této kapitoly. Doba existence podniku je vzhledem k aplikování principu ongoing concern irelevantním generátorem hodnoty.

Investice do provozně nutného pracovního kapitálu, a především jejich prognóza, jsou základem pro určení budoucích hodnot položek rozvahy. Pro většinu položek rozvahy, jako např. pohledávky, zásoby a závazky, platí, že vychází především z historického vývoje a jsou tedy podloženy reálnými daty. U zmíněných položek je možné aplikovat především obrat dané položky nebo dobu jejího obratu. Mařík (2018, s. 157) zmiňuje, že tyto položky jsou ovlivňovány celou řadou faktorů, které zmíněný historický vývoj zapříčinily, a které ho mohou ovlivňovat i v budoucnu. Tyto faktory je třeba reflektovat i v samotné prognóze.

Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku jsou taktéž základem pro určení budoucích hodnot majetkových položek rozvahy. I v tomto případě je nutné vycházet z historických hodnot. Vývoj investic do provozně nutného dlouhodobého majetku je taktéž ovlivněn mnoha faktory, ale v případě dlouhodobého majetku je nutné reflektovat i vliv odpisů a především využití těchto kapacit. Výrobní kapacity by neměly být přetěžovány, ani neefektivně využívány.

Mařík (2018, s. 162-163) zmiňuje tyto přístupy k plánování investic:

- **globální přístup** – Využívá koeficient náročnosti tržeb na investice, který je možné určit jako poměr hrubých investic do provozně nutného dlouhodobého majetku a tržeb. Je použitelný pro dlouhodobý majetek průběžného majetku.
- **prognóza dle hlavních položek** – Vychází z finančního plánu podniku, který umožňuje relativně přesné plánování pro nadcházející období.
- **prognóza založená na odpisech** – Tento princip poměřuje investice do dlouhodobého majetku a odpisů. Tento přístup říká, že je nutné sledovat vývoj těchto položek a udržovat investice do dlouhodobého majetku vyšší než odpisy.

Mařík (2018, s. 163) doporučuje využívat především kombinace těchto přístupů, aby byly eliminované nedostatky jednotlivých přístupů.



**Marže korigovaného provozního zisku** slouží jako základ pro predikci korigovaného provozního zisku. Mařík (2018, s. 151) uvádí následující výpočet:

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{KPVH}{T} \quad (27)$$

kde:

KPVH je korigovaný provozní výsledek hospodaření,  
T jsou tržby.

Mařík (2018, s. 151) označuje ziskovou marži za zcela zásadní a prioritní a dále uvádí, že je jí možné prognózovat dvěma způsoby, tedy shora a zdola. Při neshodě těchto způsobů je Maříkem (2018, s. 153) doporučováno považovat za výchozí způsob prognózování shora. Stejně jako ostatní ukazatele, i provozní zisková marže vychází z historických hodnot, které jsou analyzovány za účelem identifikace faktorů, které na ní měly vliv a mohou jí ovlivňovat i nadále.

První zmíněný přístup výpočtu ziskové marže shora začíná výpočtem korigovaného provozního výsledku hospodaření za minulé období, potažmo z něj odvozené procentuální provozní marže. Po výpočtu procentuální provozní marže můžeme navázat analýzou faktorů, které měly na její vliv, zejména poté konkurenční sílu podniku. Při analýze zmíněných faktorů je nutné predikovat jejich budoucí působení na provozní marži a periodicitu, se kterou se mohou opakovat. S ohledem na tyto faktory je možné prognózovat budoucí hodnotu provozní ziskové marže. Po stanovení procentuálních hodnot provozní ziskové marže je možné dopočítat korigovaný provozní výsledek hospodaření pro budoucí období. Korigovaný provozní výsledek hospodaření je podle Maříka (2018, s. 146) roven součinu predikovaných tržeb a marže.

Přístup výpočtu ziskové marže zdola vychází z prognózy nákladových složek v provozní části. Hlavními náklady v této části jsou především náklady na prodané zboží, výkonová spotřeba, osobní náklady a další. Tyto náklady jsou následně doplněny o nákladové a výnosové položky menšího významu. Korigovaný provozní výsledek je po určení těchto složek dopočítán jako rozdíl výnosů a nákladů. V posledním kroku je podle Maříka (2018, s. 151) dopočtena zisková marže.

### 2.3.5 Sestavení finančního plánu

Sestavení finančního plánu je založen na prognóze výše zmíněných ukazatelů a obecnému vývoji daného tržního odvětví. Stejně jako účetní závěrka, i finanční plán je složen z prognózy jednotlivých položek rozvahy, výkazu zisků a ztráty a výkazu peněžních toků. Sestavení finančního plánu je nezbytné především pro ocenění pomocí výnosových metod. Před samotným sestavením finančního plánu je nutné určit především délku prognózy. Finanční plán je soustavou několika plánů. Mařík (2011, s. 175) zmiňuje zejména tyto plány:

- Plány prodeje sestavené tak, aby umožňovaly odhad budoucích výnosů;
- Plány produkce a odhad budoucích nákladů;
- Plány kapacit, jež se promítají do plánů investic, pracovního kapitálu, odpisů, plánů údržby a obnovy;
- Plány pracovních sil s dopadem na výši budoucích osobních nákladů;
- Plán provozního výsledku hospodaření a z něj plynoucích daní a podílů na zisku;
- Plán provozních peněžních toků;
- Plán celkových peněžních toků jako indikátor celkové dlouhodobé finanční rovnováhy;

- Plánovaná rozvaha jako závěrečný dokument pro všechny prognózované roky.

Zmíněné generátory jsou ve finančním plánu taktéž reflektovány a tvoří jeho základ. Tyto generátory tvoří stěžejní položky finančního plánu, který je nutné doplnit o méně významné, doplňkové položky. Mezi tyto doplňkové položky poté podle Maříka (2011, s. 150-151) patří zejména:

- Plán financování, jako předpokládané splátky úvěrů, přijímání nových úvěrů, případné navýšení vlastního kapitálu. Tento plán je nutný k ověření reálnosti generátorů hodnoty.
- Plánované hodnoty některých méně významných položek. Tyto by neměly významně ovlivnit výsledek ocenění. Jde například o některé významné nákladové a výnosové položky, pohledávky a závazky, které se pravidelně opakují.
- Položky nesouvisející s hlavním provozem podniku. Například plánovaný odprodej nepotřebného majetku a z něj plynoucí zisky, investice do cenných papírů apod.
- Budoucí výplaty dividend nebo podílů na zisku.
- Formální dopočty všech položek, které jsou potřebné pro kompletní sestavení výkazů, které nebyly v předešlých fázích hodnocení podniku dosud vypočteny. Například celkové peněžní toky, výši dohodového majetku ke konci každého roku, nerozdělený zisk či ziskové fondy.

Stejně doplňkové položky uvádí Mařík (2018, s. 176-177) i ve své nové publikaci z roku 2018.

### 2.3.6 Volba oceňovací hodnoty

Obecně lze oceňovací metody rozdělit na výnosové, tržní a majetkové. Výnosové metody oceňují podnik na základě prognózovaného budoucího stavu podniku a jeho schopnosti efektivního využívání aktiv. Tržní ocenění porovnávají dostupná data z trhu a aktivům přidělují hodnotu, kterou měla stejná či podobná aktiva. Majetkové ocenění používají jako zdroj ocenění analýzu majetku. Tyto metody oceňují aktiva pomocí stejných či podobných aktiv, u kterých jsou dostupné informace o nákladech na jejich obnovu či znovuvybudování.

Mařík (2011, s. 37) zmiňuje následující metody oceňování podniku:

- **Výnosové ocenění**
  - Metoda diskontovaných peněžních toků
  - Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
  - Metoda ekonomické přidané hodnoty
  - Kombinované výnosové metody
- **Tržní ocenění**
  - Metoda tržní kapitalizace
  - Metoda srovnatelných podniků
  - Metoda srovnatelných transakcí
  - Metoda odvětvových násobitelů
  - Ocenění na základě burzovních informací
- **Majetkové ocenění**
  - Účetní hodnota vlastního kapitálu na bázi historických cen
  - Majetkové ocenění na principu tržní hodnoty
  - Likvidační hodnota
  - Substanční hodnota na principu nákladů znovupořízení

V následujících kapitolách jsou teoreticky popsány autorem zvolené metody pro oceňování zvoleného podniku.

### 2.3.7 Metoda diskontovaných peněžních toků

Metoda diskontovaných peněžních toků je zástupcem výnosového ocenění podniku a patří mezi základní metody. Je založena na volných peněžních tocích, které lze v podniku reálně využít, aniž by byla ohrožena jeho podstata. Peněžní toky jsou reálným měřitelným příjmem, který umožňuje reálně měřit užitek z držení statku. K tržní hodnotě lze podle Maříka (2011, s. 164–165) dojít pomocí tří variant metody diskontovaných peněžních toků, a sice pomocí metody:

- DCF entity – hodnocení podniku jako celku,
- DCF equity – hodnocení vlastního kapitálu,
- APV – hodnota podniku vypočtená úpravou současné hodnoty.

Výpočet hodnoty pomocí první zmíněné varianty probíhá podle Maříka (2011, s. 165) ve dvou krocích. První z těchto kroků vede ke zjištění hodnoty brutto za pomoci diskontování peněžních toků pro vlastníky a věřitele. Tímto krokem získáme brutto hodnotu podniku, které ve druhém kroku ponížíme o hodnotu cizího kapitálu. Ponížením o hodnotu cizího kapitálu získáme netto hodnotu podniku, tedy hodnotu vlastního kapitálu.

Varianta DCF equity je vypočtena na základě cash flow určeného pouze pro vlastníky podniku. Výsledkem této varianty je rovnou netto hodnota podniku.

Poslední varianta, varianta APV obsahuje stejně jako první varianta dva kroky výpočtu. Cílem prvního kroku je sečíst hodnotu podniku při nulovém zadlužení a současnou hodnotu daňových úspor z úroků. Výsledkem tohoto součtu je brutto hodnota podniku. Ponížením zmíněného součtu o hodnotu cizího kapitálu, což je druhý krok, získáme podle Maříka (2011 s. 165) netto hodnotu podniku.

Podle Maříka (2018, s. 193) je nejvíce využívána varianta DCF entity. Tato metoda využívá pro svůj výpočet volné peněžní toky, které lze podle tohoto autora vypočítat takto:

$$FCFF = KPVH + \text{odpisy} - \text{náklady, které nejsou výdaji} - \text{investice do PNK} \quad (28)$$

kde:

FCFF je free cash flow to firm (volné peněžní cash flow),  
PNK je provozně nutný kapitál.

Investice do provozně nutného kapitálu by měly obsahovat pouze takové investice, které generují a budou nadále generovat kladnou současnou hodnotu. Od investic ve vzorci č. 28 pro výpočet FCFF jsou uvedené brutto hodnoty investic do provozně nutného kapitálu. Tyto hodnoty je nutné očistit podle Maříka (2011, s. 175) o odpisy. Netto hodnotu investic můžeme definovat jako provozně nutný investovaný kapitál na konci roku, který lze vypočítat jako provozně nutný investovaný kapitál v roce 1 ponížený o provozně nutný investovaný kapitál v roce 2.

Volné cash flow je první hodnotou nutnou pro výpočet hodnoty podniku pomocí této metody. Druhou hodnotou je diskontní míra.

## Diskontní míra

Diskontní míra, kterou oceňovatel aplikuje pro výpočet tržní hodnoty podniku, by měla odpovídat výnosnosti investic, které svou povahou, likvidností, obdobím a rizikovostí přibližuje předmětu ocenění, tedy oceňovanému podniku. Zmíněnou očekávanou výnosnost investic lze prezentovat jako náklady kapitálu, a proto Mařík (2011, s. 206) říká, je možné jí vyjádřit na úrovni nákladů kapitálu.

Dle předchozího tvrzení je možné konstatovat, že je možné diskontní míru vyjádřit na úrovni nákladů cizího kapitálu, nákladů vlastního kapitálu nebo průměrných vážených nákladů kapitálu, které jsou více známé pod zkratkou WACC (z angl. Weighted Average Cost of Capital).

Průměrné vážené náklady kapitálu jsou v podnikové praxi používány nejčastěji, pokud je cílem ocenění stanovení hodnoty pro vlastníky a věřitele a matematicky je můžeme podle Maříka (2011, s. 207) vyjádřit takto:

$$WACC = \frac{D}{V} * r_d * (1 - t) + \frac{E}{V} * r_e \quad (29)$$

kde:

WACC jsou průměrné vážené náklady kapitálu,

D je cizí kapitál,

V je celkový kapitál,

E je vlastní kapitál,

$R_d$  jsou náklady cizího kapitálu,

$R_e$  jsou náklady vlastního kapitálu,

t je sazba daně z příjmu právnických osob.

Mařík (2011, s. 206) dále definuje jako náklady kapitálu odpovídající příjmům, které investoři očekávají ze svých investic do podniku a tomu odpovídající rizika.

Z uvedeného vzorce č. 29 je zřejmé, že pro stanovení WACC, potažmo diskontní míry, je nutné nejdříve identifikovat všechny uvedené parametry. Stěžejní je zejména určení nákladů na cizí a vlastní kapitál a rozložení zastoupení vlastního a cizího kapitálu v podniku. U jednotlivých částí vzorce je nutné se dále zabývat složkami, které je možné do výpočtu zahrnout.

### Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál je možné definovat jako náklady, které podnik musí podnik na tento kapitál vynaložit. Jedná se tedy zejména o úroky. Definování těchto nákladů je tedy možné provést jako součet bezrizikové míry a premií za riziko. Na základě předchozích tvrzení je možné definovat náklady na cizí kapitál jako vážené průměry úrokových měr relevantních pro zastoupení cizího majetku v podniku. Z předchozího tvrzení je zřejmé, že pro výpočet je relevantní pouze cizí majetek, který je úročný.

Podle Maříka (2018, s. 248) je možné vyjádřit výpočet efektivní úrokové míry jako:

$$D = \sum_{k=1}^n \frac{U_k(1-t) + S_k}{(1+i)^k} \quad (30)$$

kde:

D je hodnotu cizího kapitálu po dani,  
 $U_k$  jsou úrokové platby,  
t je sazba daně z příjmu právnických osob,  
 $S_k$  je splátka dluhu po dohodnutém časovém intervalu,  
n je počet období.

Vzorec č. 30 je možné aplikovat na jakýkoliv cizí úročený kapitál, který odpovídá tržní hodnotě s pevně stanovenými úroky.

V situacích, ve kterých není možné aplikovat tento vzorec, je výpočet nákladů cizího kapitálu proveden jako součet bezrizikové výnosové míry a rizikové přírážky. Při definování těchto hodnot je vhodné použít tržní data. Tento postup je vhodné aplikovat např. v situacích, kdy podniku hrozí riziko nesplacení. Pro stanovení těchto hodnot je možné vycházet z dat profesora Damodarana (2018), které jsou volně dostupné na jeho webových stránkách.

### Náklady na vlastní kapitál

Vlastní kapitál, stejně jako předchozí cizí, na sebe váže náklady. Určení a definice těchto nákladů je obecně nejsložitějším prvkem výpočtu WACC. Cenu vlastního kapitálu je možné definovat také jako výnosnost kapitálu, kterou očekávají investoři a majitelé podniku. Zmíněné očekávání investorů lze určit z alternativního využití vlastního kapitálu, nebo pomocí dostupných tržních dat. Výběr datového základu probíhá s přihlédnutím na účel ocenění podniku a také na povaze investorů.

Metody pro odhad nákladů vlastního kapitálu lze podle Maříka (2011, s. 216) rozdělit na základní a pomocné, přičemž základní metody lze dále rozdělit podle dat použitých k odhadu na tržní hodnoty a investiční hodnoty. Mezi základní metody patří především metoda CAPM a stavebnicová metoda. Mezi pomocné metody patří metody dividendové, průměrné a metody založené na odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů cizího kapitálu.

V praxi se podle Maříka (2011, s. 216) využívá nejvíce metoda CAPM. Model CAPM upravuje vztah mezi očekávaným výnosem investorů a riziky. Základním parametrem zmíněného modelu je přímka cenných papírů, kterou je možné podle Maříka (2011, s. 217) vyjádřit takto:

$$E(R_a) = r_f + [E(R_m) - r_f] * \beta_a \quad (31)$$

kde:

$E(R_a)$  je střední očekávaná výnosnost cenného papíru a (náklady vlastního kapitálu),  
 $r_f$  je bezriziková výnosnost,  
 $E(R_m)$  je střední očekávaná výnosnost kapitálového trhu,  
 $\beta_a$  je koeficient beta (relativní rizikovost vlastního kapitálu).

Závorka  $[E(R_m) - r_f]$  je podle Pratta et al (2014 s. 89) možné definovat jako prémii za tržní riziko. Koeficient beta cenného papíru je podle Maříka (2011, s. 216-217) z uvedeného matematického vyjádření jediný, který je přímo propojen s podnikem. Relativní rizikovost vlastního kapitálu, tedy koeficient beta, je riziko cenného papíru relativně vztažené k riziku

kapitálového trhu jakožto celku. V případě, kdy je koeficient beta roven jedné, je riziko na průměrné úrovni kapitálového trhu. Pokud je koeficient beta větší než jedna, tak se jedná o nadprůměrné prémie za riziko na kapitálovém trhu. V opačném případě, kdy je koeficient beta nižší než jedna, jedná se o nižší průměrné prémie za riziko než na kapitálovém trhu.

Aby bylo možné aplikovat model CAPM, je nutné dodržet zejména tyto podmínky:

- Portfolio je sestavováno na jedno předem známé období;
- Existuje konečný počet aktiv;
- Výnosy se rozumí normálně rozdělené náhodné veličiny;
- Investoři jsou rizikově averzní a chovají se racionálně;
- Investoři jsou stejně informováni a mají stejná očekávání do budoucnosti;
- Investoři svými rozhodnutími neovlivňují ceny na trhu;
- Nepředpokládají se daně, arbitráže a jiné transakční náklady;
- Investování a půjčování prostředků probíhá za totožnou bezrizikovou úrokovou míru.

Aplikace metody CAPM za účelem odhadu nákladů na vlatní kapitál má několik druhů. V případě, že pracujeme s tržními daty, lze aplikovat model dle historické prémie trhu nebo dle implikované prémie trhu. Jako samostatnou aplikaci modelu CAPM můžeme označit i různé přístupy k určení koeficientu beta. Koeficient beta lze určit na základě historického koeficientu beta nebo nezávislou prognózou bety na základě předem definovaných faktorů.

Aplikace modelu CAPM je v současné době dle Maříka (2018, s. 251) a také Kollera, Goedharta a Wesselse (2010, s. 468) považována za nejvíce využívanou metodu. Tito autoři ve svých publikacích zmiňují také nedostatky modelu, a to např. její aplikace na menších trzích. Dalším nedostatkem modelu je také jeden z předpokladů, který model má, a sice možnost diverzifikace rizik, která není u mnoha podniků reálná. Publikace těchto autorů zmiňují také prostředky, kterými lze tyto nedostatky mitigovat. Nedostatky modelu lze minimalizovat např. rizikovými přírážkami. Pokud je využito rizikových přírážek, je nutné při prezentaci výsledků ocenění reflektovat také subjektivní postoj oceňovatele. Využití přírážek dává oceňovateli poměrně velký prostor pro subjektivní postoj a tím ovlivnění celkového ocenění. Veškeré přírážky je proto nutné prakticky zdůvodnit.

### **Pokračující hodnota**

Počet let, po které bude podnikovat nadále existovat je složité prognózovat, a proto se v praxi aplikuje tzv. koncept ongoing concern. Pokud aplikujeme zmíněný koncept, potom je nutné rozdělit budoucnost podniku do dvou a více fází, přičemž první fáze vychází přímo z finančního plánu a prognózovaného volného cash flow, zatímco druhou fází tvoří cash flow, které není predikováno ve finančním plánu.

Výpočet hodnoty podniku po rozdělení budoucnosti podniku na jednotlivé fáze lze matematicky podle Maříka (2011, s. 178) vyjádřit takto:

$$H_b = \sum_{t=1}^T = \left( \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T} \right) \quad (32)$$

kde:

T je délka první fáze,

FCFF je volné cash flow,

$i_k$  je úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu,

PH je pokračující hodnota.

První fáze a její délka zásadním způsobem ovlivňuje výslednou hodnotu výpočtu. Na délku první fáze, která se odvíjí od finančního plánu, existuje hned několik názorů, přičemž mezi těmito názory neexistuje obecná shoda. U evropských autorů nalezneme nejčastěji období od 3 do 8 let, zatímco američtí autoři uvádí délku až 15 let. Konec první fáze by měl zároveň přinést stabilizaci podniku, a především jeho vývoje. Mařík (2011, s. 178) doporučuje ukončit první fázi v době, kdy je vývoj podniku stabilizovaný a existuje předpoklad, že podnik dlouhodobě udrží hodnoty, které dosahuje. Tento autor dále doporučuje stabilizaci hlavních generátorů hodnoty podniku. Za stabilizovaný stav se obecně považuje stav, kdy vývoj generátorů hodnoty podniku odpovídá průměrnému tržnímu vývoji.

Pokračující hodnotu lze určit několika způsoby, mezi které patří zejména Gordonův vzorec a parametrický model. Výsledky obou způsobů by se neměly významně lišit.

### **Gordonův vzorec**

Gordonův vzorec je možné aplikovat pro výpočet pokračující hodnoty ve druhé fázi, ale jeho aplikace je možná také za účelem ocenění akcií pomocí dividend.

Matematicky je podle Maříka (2011, s. 183) Gordonův vzorec vyjádřit takto:

$$T = \frac{FCFF_{T+1}}{ik-g} \quad (33)$$

kde:

T je poslední rok první fáze,

FCFF je volné cash flow v prvním roce druhé fáze,

Ik jsou průměrné náklady kapitálu („WACC“),

g je předpokládané tempo růstu volných peněžních toků ve druhé fázi.

Důležitou podmínkou pro využití tohoto vzorce je podmínka, že průměrné náklady kapitálu musí být nutně vyšší než předpokládané tempo růstu volných peněžních toků ve druhé fázi, tedy že musí být splněn princip ongoing concern, tedy musí být předpokládáno nekonečné trvání podniku. Pokud je tato podmínka splněna, můžeme uvažovat nekonečné čerpání dividend, a tedy aplikovat ocenění akcií pomocí dividend.

### **Parametrický model**

Parametrický model je oproti Gordonově vzorci ovlivněn dvěma faktory, a sice tempem růstu korigovaného provozního výsledku hospodaření, který je nutné upravit o daně, a očekávanou výnosností investic do provozně potřebného majetku (dlouhodobý majetek + pracovní kapitál). Očekávanou výnosností investic rozumíme čisté investice do provozně nutného kapitálu. Metodicky je tento model oproti Gordonovu vzorci považován Maříkem (2011, s. 186) za vhodnější. Metodicky je tento výhodnější, protože využívá generátory hodnoty.

Před samotným výpočtem pokračující hodnotu je však nutné spočítat výnosnost investovaného kapitálu, abychom mohli určit rentabilitu investic. Výnosnost investovaného kapitálu je možné podle Maříka (2011, s. 186) matematicky definovat takto:

$$r_K = \frac{\text{KPVH po daních}}{\text{PNK}} \quad (34)$$

kde:

*KPVH* je korigovaný provozní výsledek hospodaření,  
*PNK* je provozně nutný investovaný kapitál).

Výnosnost investovaného kapitálu by měla být vyšší než náklady s ním spojené, v opačném případě by podnik generoval zápornou nebo žádnou hodnotu. Rentabilitu investovaného kapitálu je poté možné podle Maříka (2011, s. 186) vypočítat jako:

$$r_i = \frac{\Delta \text{KPVH}}{I_n} \quad (35)$$

kde:

$\Delta \text{KPVH}$  je změna korigovaného provozního výsledku hospodaření,  
*I* jsou čisté investice (přírůstek investovaného kapitálu).

Pokračující hodnotu lze podle Maříka (2011, s. 186) matematicky vyjádřit takto:

$$\text{PH} = \frac{\text{KPVH}_{T+1} * \left(1 - \frac{g}{r_i}\right)}{i_K - g} \quad (36)$$

kde:

$\text{KPVH}_{T+1}$  je korigovaný provozní výsledek hospodaření upravený o daně v první roce druhé fáze,  
*g* je odhadované tempo růstu volných peněžních toků ve druhé fázi,  
*r<sub>i</sub>* je rentabilita čistých investic,  
*i<sub>K</sub>* jsou průměrné náklady kapitálu.

Při pohledu na předchozí vzorce se může zdát, že mezi nimi není rozdíl. Rozdíl v obou vzorcích spočívá v hodnotě, kterou udávají, tedy průměrné a přírůstkové hodnotě. Parametrický vzorec reflektuje faktory hodnoty, a tedy nepřímo obsahuje parametr míry investic, kterou je možné definovat jako podíl zisku na čistých investicích. Podle Maříka (2011, s. 187) je možné míru investic vyjádřit takto:

$$m_i = \frac{g}{r_i} = \frac{\text{čisté investice}}{\text{KPVH}} \quad (37)$$

kde:

*m<sub>i</sub>* je míra investic,  
*g* je tempo růstu volného cash flow ve druhé fázi,  
*r<sub>i</sub>* je rentabilita čistých investic,  
*KPVH* je korigovaný provozní výsledek hospodaření.



### 2.3.8 Metoda účetní hodnoty vlastního kapitálu

Před samotnou definicí této metody je třeba zmínit, že se jedná o doplňkovou metodu, která má z vybraných metod nejnižší vypovídající hodnotu. Tato metoda nijak nereflektuje budoucí stav podniku, zabývá se pouze současným stavem a nijak nereflektuje budoucí vývoj podniku. Zdrojem dat pro výpočet účetní hodnoty vlastního kapitálu jsou účetní výkazy podniku, které prezentují reálné historické ceny.

Tato metoda prezentuje substanční hodnotu podniku. K určitému datu pomocí této metody oceňovatel prezentuje hodnotu jednotlivých položek rozvahy. Výpočet spočívá v rozdílu sumy aktiv a sumy pasiv, tedy bilančních hodnot.

Tuto metodu je možné dále podle Maříka (2018, s. 368) dělit podle jejího odhadovaného budoucího vývoje. Pokud oceňovatel aplikuje princip ongoing concern, oceňuje na bázi reprodukčních cen. V případě, kdy oceňovatel nepředpokládá nekonečné fungování podniku, aplikuje oceňování likvidační hodnotou.

### 2.3.9 Metoda odvětvových násobitelů

Ocenění pomocí odvětvových násobitelů/multiplikátorů je jedna z metod tržního ocenění. Oproti jiným metodám tržního ocenění tato metoda nereflektuje pouze vybrané podniky a jejich aktiva, ale celé odvětví. Kvůli aplikaci na celé odvětví je zásadním způsobem rozšířen zkoumaný vzorek podniků, ale také odpadá povinnost vybírat konkrétní vzorek srovnatelných podniků. Tato metoda také mitiguje faktor subjektivního výběru srovnatelných podniků. Pro ocenění pomocí této metody je možné využít data, které dlouhodobě sbírá a veřejně publikuje profesor Damodaran na svých internetových stránkách. Mezi nevýhody této metody v českém prostředí je možné zařadit malý počet provedených obchodů, které jsou základem pro výpočet průměrné hodnoty. Výsledky v mnoha tržních segmentech mohou být pro tento nízký počet nerelevantní.

Odvětvový násobitel/multiplikátor je možné definovat jako průměr daného ukazatele za celé odvětví. Odvětvových násobitelé je velké množství a jejich výběr je závislý zejména na zkoumaném odvětví. Nejedná se pouze o finanční ukazatele, aplikovat lze také např. množstevní násobitele. U podniků, ve kterých tvoří hodnotu především vztah se zákazníky, lze pomocí odvětvových násobitelů určit také hodnotu goodwill.

Zcela zásadní u této metody je výběr správného odvětvového násobitele. Výběr odvětvového násobitele je závislý především na účelu ocenění, předmětem podnikání, produktovém portfoliu a daném tržním prostředí. Mimo výběr specifických ukazatelů je možné aplikovat také univerzální násobitele, které lze aplikovat na většinu podniku. Mezi univerzální násobitele je možné zařadit např. ukazatel EBITDA. Mezi další základní násobitele je možné zařadit tyto násobitele:

- Hodnota akcie / Příjmy na akcii
- Hodnota akcie / EBITDA na akcii
- Hodnota akcie / EBIT na akcii
- Hodnota akcie / Kapitál na akcii
- Hodnota akcie / (EBITDA – kapitálové výdaje na akcii)
- Hodnota akcie / Peněžní toky z operací a investování na akcii
- Cena akcie / Zisk na akcii
- Cena / Prodeje
- Cena / Vlastní kapitál
- Cena / (Celkový majetek – goodwill – nehmotná aktiva)

- Cena / Peněžní toky z operací
- (Tržní cena / EPS) / (% růst \* 100)

Mařík (2018, s. 359) zmiňuje násobitel, který nazývá jako dividendový výnos, jehož výpočet spočívá v podílu dividendy na akcii a ceny akcie.

### 3 Praktická část

Cílem analytické části je využít výše popsané metody finanční analýzy a ocenění podniku a alokovat tržní hodnotu podniku Iveco Czech Republic, a. s. (dále jen „Společnost“) k 1.1.2018 za účelem prodeje 100% podílu. Společnost ovládá jediný akcionář CNH Industrial N.V.

#### 3.1 Představení podniku a odvětví

Společnost byla do obchodního rejstříku zapsána jako akciová společnost dne 1. července 1993. Společnost vede účetnictví v souladu se zákonem č. 563/1991 Sb. o účetnictví. Následující tabulka č. 1 Základní informace o společnosti shrnuje základní informace o společnosti.

Tabulka 1 Základní informace o společnosti

|                         |  |
|-------------------------|--|
| Název společnosti       | Iveco Czech Republic, a. s.                                |
| Sídlo společnosti       | Dobrovského 74, Pražské Předměstí, 566 01 Vysoké Mýto      |
| Právní forma            | Akciová společnost   |
| Identifikační číslo     | 48171131   |
| Hlavní obor podnikání   | Výroba motorových a přípojných vozidel a karosérií         |
| Vlastnická struktura    | 100 % IVECO FRANCE S.A.                                    |
| Základní kapitál        | 1 065 559 000 CZK  |
| Předseda představenstva | Stéphane Espinasse   |
| Členové představenstva  | Maria Piatti; Marco Chiarolini; Jean-Pierre, André Poncety |

Zdroj: <https://or.justice.cz>, vlastní zpracování (2019)

Předmět podnikání Společnosti se skládá z následujících činností:

- Výroba motorových a přípojných vozidel a karosérií
- Velkoobchod a maloobchod
- Výroba plastových a pryžových výrobků
- Mimoškolní výchova a vzdělávání, pořádání kurzů, školení, lektorská činnost
- Pronájem a půjčování věcí movitých
- Ubytovací služby
- Poradenská a konzultační činnost
- Zpracování odborných studií a posudků
- Poskytování software
- Poradenství v oblasti informačních technologií
- Zpracování dat, hostingové a související činnosti
- Skladování, balení zboží, manipulace s nákladem
- Technické činnosti v dopravě

Společnost autor zařadil dle klasifikace ekonomických subjektů (CZ-NACE) do sekce C – zpracovatelský průmysl, skupiny 29 - Výroba motorových vozidel (kromě motocyklů), přívěsů a návěsů.

##### 3.1.1 Historie společnosti

Historie Společnosti v České republice se začala psát již v roce 1895 a podobně jako známější společnost ŠKODA i tato společnost začala s výrobou jízdních kol a kočárů. Začátky Společnosti jsou propojeny se jménem Josef Sodomka, jenž tento podnik založil. První autobus pro 14 pasažérů vyjel z výrobní haly již v roce 1928.

Zásadním momentem v rozvoji Společnosti byl nástup komunistické vlády v roce 1948 a znárodnění podniku. Společnost se stala národním podnikem pod jménem KAROSA a zaměřila se nově pouze na výrobu autobusů. Po uvolnění situace na českém trhu a obnovení soukromého podnikání Společnost několikrát změnila svého majitele, mezi které patřil např. Renault nebo Irisbus. Ke spojení se značkou Iveco došlo až v roce 2003, kdy tato společnost odkoupila 100% podíl Společnosti. V roce 2013 došlo na přejmenování Společnosti na IVECO BUS a díky technologické vyspělosti, mnohaletým zkušenostem a zázemí mateřské skupiny CNH Industrial můžeme dnes autobusy IVECO BUS potkat na celém světě.

### 3.1.2 Základní informace o společnosti

Společnost sídlí ve Vysokém Mýtě, kde taktéž probíhá veškerá výrobní činnost. Společnost je významným lokálním zaměstnavatelem, kdy v roce 2017 zaměstnávala 2276 zaměstnanců. Společnost se stala největším výrobním závodem značky Iveco Bus. Ve Vysokém Mýtě se vyrábí především městské a meziměstské autobusy. V České republice zůstává pouze přibližně 10 % vyrobených autobusů, zbylých 90 % vyrobených autobusů tvoří export. Společnost exportuje do přibližně 30 zemí po celém světě.

Společnost ve sledovaném období neustále zvyšovala počet zaměstnanců a tím objem výroby, což reflektuje tabulka č. 2 Počet zaměstnanců a hodnota osobních nákladů.

Tabulka 2 Počet zaměstnanců a hodnota osobních nákladů

| Ukazatel          | 2012    | 2013      | 2014      | 2015      | 2016      | 2017      |
|-------------------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Počet zaměstnanců | 1 882   | 1 879     | 1 944     | 2 029     | 2 204     | 2 276     |
| Osobní náklady    | 923 793 | 1 017 250 | 1 061 820 | 1 114 725 | 1 197 747 | 1 304 918 |

Zdroj: výroční zprávy podniku, vlastní zpracování (2019)

Počet zaměstnanců ve sledovaném období 2012-2017 průměrně narůstal o 3,91 %, zatímco osobní náklady průměrně stoupaly o 7,18 %. Z následující tabulky je zřetelný degresivní růst počtu zaměstnanců. Růst osobních nákladů je vůči růstu počtu zaměstnanců neproporční a svědčí o obecném nedostatku pracovní síly a jejím zdražování. Předchozí tvrzení je podpořeno daty v tabulce č. 3 Vývoj počtu zaměstnanců a osobních nákladů.

Tabulka 3 Vývoj počtu zaměstnanců a osobních nákladů

| Ukazatel          | 2012/2013 | 2013/2014 | 2014/2015 | 2015/2016 | 2016/2017 |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Počet zaměstnanců | -0,16 %   | 3,46 %    | 4,37 %    | 8,62 %    | 3,27 %    |
| Osobní náklady    | 10,12 %   | 4,38 %    | 4,98 %    | 7,45 %    | 8,95 %    |

Zdroj: výroční zprávy podniku, vlastní zpracování (2019)

Vlastnická struktura Společnosti není složitá, a to i přesto, že se jedná o akciovou společnost. Společnost vlastní jediný akcionář, kterým je francouzská společnost IVECO FRANCE S.A., která je taktéž součástí holdingu CNH Industrial N.V., který je ovládající osobou a mateřskou společností. Vlastníkům nebyla v průběhu analyzovaného období vyplacena žádná dividenda a veškeré prostředky jsou akumulovány ve Společnosti.

#### Představenstvo Společnosti tvořily k 31.12.2017 4 členové, jmenovitě:

- Sylvain, Christian Blaise (předseda),
- Kristof Breyne,
- Marco Chiarolini,
- Jean-Pierre, André Poncety.

Společnost zastupuje každý člen představenstva samostatně. Každý člen představenstva je oprávněn udělit plnou moc třetí osobě. Společnost zastupuje v plném rozsahu představenstvo.

**Dozorčí radu k 31.12.2017 tvořili:**

- Pierre Lahutte,
- Federico Baglivo,
- Veronica Quercia.

**Ovládající osoba dále ovládá společností:**

- CNH Industrial Finance Europe, S.A.,
- CNH Industrial Capital Solutions S.p.A.,
- CNH Industrial Finance S.p.A.,
- CNH Industrial France
- CNH Industrial Polska sp. z o.o.,
- CNHI International SA,
- FPT INDUSTRIAL S.p.A.,
- FPT-POWERTRAIN TECHNOLOGIES France SA,
- Heuliez Bus SA, „La Crenuere“,
- IRISBUS ITALIA, S.p.A.,
- IVECO Poland Sp. z o.o.,
- IVECO Nederland B. V.,
- IVECO S.p.A.,
- IVECO FRANCE S.A.,
- IVECO MAGIRUS AG,
- IVECO Limited,
- IVECO ESPAÑA, S.L.,
- IVECO Danmark A/S,
- Iveco Slovakia, s.r.o.,
- IVECO Belgium S.A.
- IVECO Austria GmbH,
- IVECO ROMANIA S.r.l.,
- IVECO RUSSIA LLC,
- Iveco Sweden, A.B.,
- Iveco Norge A.S.,
- Iveco (Schweiz) AG,
- Iveco Finland OY,
- Nederland BV,
- Iveco Portugal,
- Iveco Arac Sanayi VE Ticaret A.S.,
- Iveco Ukraine LLC,
- Komersia Auto s.r.o.,
- Komersia West s.r.o.,
- Afin Bohemia s.r.o.,
- Iveco Track Services s.r.l.

### 3.1.3 Podnikatelské záměry společnosti

Analyzovaný podnik vydal na konci analyzovaného období v rámci výroční zprávy podnikatelský záměr činnosti společnosti pro období 2018-2019, který navazuje na dosažené výsledky právě v roce 2017. Podnikatelské záměry podniku tvoří celkem tři oblasti, jmenovitě:

- plán výrobků;
- obchodní plán; a
- průmyslový potenciál a lidské zdroje.

#### Plán výrobků

Sekce plán výrobků je věnována především uspokojení požadavků a přání zákazníků společnosti a také souladu technických parametrů výrobků s mezinárodními předpisy. Mezi hlavní cíle a plány uvedených v této části je zařazeno:

- plnění emisních norem Euro 6;
- neustálé zvyšování kvality a spolehlivosti vozidel, zejména odstraňování nedostatků a nejčastějších závad s cílem trvalého zvyšování ukazatele provozuschopnosti;
- snižování garančních a celkových provozních nákladů;
- zvyšování životnosti vozidel;
- rozvíjení provedení výrobků pro specifické trhy a specifické požadavky zákazníků;
- zvládnutí rostoucích požadavků na personalizaci dle zvyklosti jednotlivých zemí.

Plán výrobků je dále dělen na současné výrobky a nové výrobky. Cílem společnosti pro nadcházející roky v **oblasti současných výrobků** je nadále zvyšovat úroveň kvality a zvyšovat rychlost reakce podniku na požadavky zákazníků. Oproti roku 2017, kdy podnik věnoval více úsilí do rozvoje autobusů Crossway, POP, HV, Low Entry a Evadys, a především poté splnění normy Euro 6, podnik v roce 2018 plánuje modernizovat především autobusy Crossway a Low Entry v emisním provedení Euro 6 a v nabídce nových opcí a zákaznických úprav. Podnik dále plánuje rozšířit své portfolio zejména v souvislosti s rostoucím počtem zákazníků a vstupem na nové trhy. Od zmíněných autobusů Crossway a Evadys si podnik slibuje především kvalitní a praktické autobusy, které naplní pro podnik šest základních kritérií, a sice:

- spolehlivost;
- ohleduplnost k životnímu prostředí;
- nízké celkové provozní náklady;
- snadný přístup;
- bezpečnost;
- komfort pro cestující i řidiče.

Podnik ve svých plánech komentuje i doplňkové služby, mezi které řadí především dostupnost náhradních dílů pro zmíněné autobusy, servisní služby apod. V plánech podniku i nadále figuruje nízkopodlažní autobus, čímž podnik cílí především na státní dopravce a podniky. Tyto nízkopodlažní autobusy nabízí ve formě pohonu na naftu a zemní plyn, či hybrid. Samostatnou kategorií jsou také turistické autobusy, kde podnik bude i nadále rozvíjet model Magelys v provedení Euro 6 a novým motorem Cursor 9.

Podnik exportuje až 90 % své celkové výroby v České republice do zahraničí, a proto mezi provozní cíle patří také customizace specifických požadavků jednotlivých zemí a zákazníků. Tyto požadavky jsou různorodé a přihlíží ke geografickým, ekonomickým a sociálním podmínkám v dané zemi.

**V oblasti nových výrobků** byla v roce 2017 věnována pozornost především novým typům všech vozidel v modifikaci Euro 6, zejména poté u linkových autobusů. Modifikace Euro 6 se týká všech modelových řad. Podnik si klade za cíl také sjednocení a standardizace komponentů motorového prostoru s komponenty, které budou použity pro výrobu kamionů. Cílem tohoto sjednocení je synergický efekt ve vývojových nákladech a samotné ceně komponentů. K inovacím došlo i u samotných vizdel, zejména poté jejich hodnoty a designu.

Podnik pro nadcházející roky plánuje i nadále rozšiřovat své portfolio o další autobusy ve variantě Euro 6 v různých modelových řadách. Od tohoto rozšíření si podnik slibuje především nové obchodní příležitosti. V oblasti nízkopodlahových vozidel bude firma nabízet zejména autobusy Urbanway a Gx ve variantách Diesel, CNG a Hybrid, všechny v provedení Euro 6. Podnik i nadále plánuje nabízet především řadu autobusů Evadys, který byl vyvinut v závodě ve Vysokém Mýtě na základě neúspěšnějšího modelu Crossway. Podnik vnímá pozitivní zpětnou vazbu na model Evadys a slibuje si od tohoto modelu především vhodné doplnění turistické skupiny autobusů. Nově v roce 2018 podnik spustil sériovou výrobu autobusů Crossway LE 14,5 metrů ve třínpravovém provedení z důvodu zvýšené poptávky po velkokapacitních autobusech. V tom samém roce byla spuštěna také sériová výroba modelu Crossway LE CNG pro uspokojení poptávky po alternativním zdroji pohonných hmot.

### **Obchodní plán**

Obchodní plán a cíle podniku lze pro následující roky shrnout v pěti bodech, a sice:

- generování zisku a udržení konkurenceschopnosti nákladů a samotných výrobků, zajištění kapitálu pro financování investic podniku z vlastních zdrojů;
- udržení pozice a tržního podílu na českém a slovenském trhu, zvyšování tržního podílu a vylepšování obchodní pozice v zemích střední a východní Evropy;
- nabízet diverzifikované portfolio v rámci celé skupiny Iveco Bus a přizpůsobit portfolio specifickým požadavkům zákazníků;
- nadále zvyšovat konkurenceschopnost podniku v oblasti kvality výrobků a jejich propagace;
- zvýšení kvality poprodejních služeb včetně dodávek náhradních dílů s cílem zabezpečit dlouhodobě provozuschopnost výrobků u zákazníků.

V České republice se za rok 2017 prodalo celkem 382 autobusů, což představuje tržní podíl 43 %. Podnik je lídrem na trhu i v oblasti městských autobusů s tržním podílem 44,16 % a v segmentu minibus, kde firma dosáhla tržního podílu 41,6 %.

Ve Slovenské Republice podnik zaznamenal celkové prodeje celkem 179 linkových autobusů, 58 městských autobusů a zaznamenala tak významný růst tržního podílu až na konečné číslo 48,4 %.

Na ostatních trzích střední a východní Evropy zaznamenal podnik taktéž růst tržního podílu a upevnil si tak svou pozici. Mimořádné výsledky podnik dosahuje především na trzích v Chorvatsku, Slovinsku a Rumunsku.

V západních zemích Evropy má podnik dlouhodobě nejvyšší prodeje. Jedná se především o Francii a Německo. Na tyto trhy podnik dodává především modely Crossway a Créco. Podnik očekává nárůst poptávky především po modelu Crossway Low Entry.

V neposlední řadě je firma významným dodavatelem autobusů v Kazachstánu, ve kterém dodává především modely Crossway Entry.

Na základě předchozího textu je možné označit modely Crossway a Crossway LE za velice populární a uznávané modely. Modely Crossway lze označit za absolutní špičku na evropském trhu a lídra ve své kategorii. Důležité je taktéž zmínit diverzifikovanost zákaznického portfolia podniku, které je tvořena jak soukromými dopravci, tak dopravními podniky jednotlivých státních celků a městských správ.

Samostatnou divizí jsou nákladní automobily, kde podnik plánuje především:

- udržovat a rozvíjet pozici na českém trhu a zvyšovat tržní podíl napříč všemi řadami;
- v rámci produktové řady se zaměřit na vozidla Daily Blue Power, Stralis X-Way a vozidla poháněná na CNG;
- rozvíjet síť Truck Stations, která představuje dealerství a autorizované servisy IVECO.

### **Průmyslový potenciál a lidské zdroje**

I průmyslové potenciál lze shrnout do základních bodů, které podnik považuje za důležité. Mezi tyto body podnik řadí:

- zvyšování flexibility závodu, kapacit a současné produktivity práce;
- rozšíření portfolia o nové výrobky (coach, CNG, třínápravová vozidla);
- pokračování v aplikaci principů štihlé a efektivní výroby prostřednictvím projektu World Class Manufacturing a zlepšování funkčnosti aplikovaných metod a nástrojů s cílem rozšířit World Class Manufacturing do každodenních procesů ve všech pracovištích závodu;
- udržení funkčnosti systémů řízení bezpečnosti práce (OHSAS 18001), ochrany životního prostředí (ISO 14001) a energetiky (ISO 50001);
- obnovu technologií a stabilizaci výrobních procesů;
- eliminaci jakýchkoliv rizik s ohledem na ergonomii, bezpečnost práce a ekologii.

**V oblasti lidských zdrojů** podnik plánuje následující činnosti:

- správné stanovení potřebného počtu zaměstnanců a jeho struktury a přizpůsobení vývoje stavu zaměstnanců výrobním potřebám;
- zdokonalení procesů výběru nových zaměstnanců a náborových aktivit s přihlédnutím k velmi nízké míře nezaměstnanosti v České republice (toho času 3,8 %), tak v Pardubickém kraji (toho času 2,8 %), ve které podnik vyvíjí svou podnikatelskou činnost;
- stabilizace a optimalizace počtu kmenových zaměstnanců splňujících požadované kvalifikační a výkonnostní požadavky, pokračování převodů zkušených a kvalifikovaných zaměstnanců agentur práce do kmenových stavů výrobního zývodu a udržení zdravého poměru mezi oběma skupinami;
- udržení optimálního počtu zaměstnanců agentur práce k zajištění požadované flexibility, k pokrytí absence kmenových zaměstnanců a dočasných strukturálních nedostatků odborně technicky vzdělaných pracovních sil na trhu práce;
- sledování funkčnosti a efektivity principů nastavených dle World Class Manufacturing parametrů, zjištěné nedostatky zapracovávat do tréninkových plánů a programů zlepšování pracovního výkonu manažerů výrobního závodu, mistrů, tým leadrů, interních školitelů a zvyšování jejich motivace;
- v celém výrobním procesu přijímat opatření a nastavovat programy směřující k neustálému zvyšování kvality, efektivity a produktivity výroby;
- cíleným působením na výrobní i nevýrobní procesy eliminovat jejich ztráty;



- systematicky snižovat míry rizik na pracovištích a počtu pracovních úrazů a trvale zlepšovat pracovní podmínky na pracovištích podniku;
- snižovat zátěž životního prostředí pomocí zlepšování parametrů procesů, které jej ovlivňují;
- zvyšovat zapojení zaměstnanců firmy na programech trvalého zlepšování.

Podnik neustále zvyšuje požadavky na zvyšování odborné úrovně všech činností, a to především v oblastech:

- technologie výrobního procesu;
- kvality;
- logistiky;
- ochrany životního prostředí;
- bezpečnosti práce;
- řízení rizik.

V těchto oblastech podnik bude i nadále zajišťovat permanentní vzdělávání a rozvoj napříč všemi skupinami zaměstnanců dle předem nastavených požadavků a cílů pro jednotlivé skupiny. Ve vybraných zaměstnaneckých skupinách podnik hodlá zvyšovat manažerské dovednosti klíčových zaměstnanců, zejména liniových manažerů, mistrů, týmových expertů a interních školitelů. Veškeré vzdělávací aktivity vychází z ročního hodnocení zaměstnanců a manažerů v rámci programu Performance and Leadership.

Ve výrobních závodech podnik hodlá klást důraz především na snižování nákladů a eliminaci plýtvání a ztrát.

Podnik si je vědom svého vlivu na jeho okolí, město Vysoké Mýto a celý region, a proto tyto skutečnosti odráží v nastavené politice udržitelnosti pracovních míst, zvyšování zaměstnanosti a naplňování závazků sjednaných s odborovou organizací ve všech částech kolektivní smlouvy. Projevem společensky odpovědného podniku budou i v dalších letech akce zaměřené na inkluzi a diverzitu v pracovním procesu, na ochranu životního prostředí a zvyšování osobního zapojení zaměstnanců do bezpečné práce a trvale udržitelného etického podnikání v souladu se strategií vlastníka, očekáváním zákazníků a veřejnosti.

### **3.2 Finanční analýza**

Před zpracováním strategické analýzy a samotným oceněním podniku je důležité analyzovat finanční stav oceňovaného podniku. Po ověření finančního stavu podniku je možné detailně analyzovat tržní, lidský a technický potenciál podniku a provést kvalitní ocenění. Finanční analýza je vypracována za účelem ocenění podniku, a proto zejména prověřit finanční zdraví podniku a vytvořit základ pro finanční plán. Finanční analýza nezkoumá pouze ekonomické rozhodování, ale také hodnotí řízení finanční situace podniku a jeho finanční pozici a výkonnost.

Finanční analýza je zpracována pro roky 2012-2017 na základě účetních závěrek jednotlivých let. Následující kapitoly zahrnují horizontální a vertikální analýzu účetních výkazů, výpočet poměrových ukazatelů, analýzu bilančních pravidel a výpočet vybraných syntetických ukazatelů, které podnik hodnotí agregovaně jako celek.

### 3.2.1 Horizontální analýza účetní závěrky

Horizontální analýza spočívá v identifikování pohybů jednotlivých položek účetní závěrky mezi účetními obdobími. Horizontální analýze byly podrobeny vybrané položky rozvahy a výkazu zisku a ztráty.

V následující tabulce č. 4 Horizontální analýza dlouhodobého majetku je provedena horizontální analýza dlouhodobého majetku Společnosti. Dlouhodobý majetek tvoří významnou část aktiv Společnosti. Horizontální analýza reflektuje vývoj dlouhodobých aktiv ve sledovaném období. Dlouhodobá aktiva a jejich účetní hodnota v průběhu sledovaného období rostla. Poklesy mezi jednotlivými obdobími jsou způsobeny především reklasifikacemi majetku na jiné účty Společnosti.

Tabulka 4 Horizontální analýza dlouhodobého majetku

| Položky rozvahy k 31.12.                | 2012/2013 | 2013/2014 | 2014/2015 | 2015/2016 | 2016/2017 |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Dlouhodobý nehmotný majetek             | 24 %      | 6 %       | 1 %       | -15 %     | -1 %      |
| Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje      | -21 %     | 367 %     | -18 %     | -42 %     | -17 %     |
| Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek | 46 %      | -88 %     | 201 %     | 60 %      | 14 %      |
| Dlouhodobý hmotný majetek               | 2 %       | -4 %      | 4 %       | 23 %      | 21 %      |
| Pozemky a stavby                        | -4 %      | -6 %      | -5 %      | 8 %       | 14 %      |
| Hmotné movité věci a jejich soubory     | 12 %      | -2 %      | 0 %       | 19 %      | 43 %      |
| Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek   | -26 %     | -4 %      | 173 %     | 180 %     | 14 %      |

Zdroj: účetní výkazy podniku, vlastní zpracování (2019)

Dlouhodobý nehmotný majetek Společnosti se skládá především z výsledků výzkumu a vývoje a nedokončeného majetku. Dlouhodobý nehmotný nedokončený majetek představuje zejména výdaje na vývoj a výzkum. V průběhu jednotlivých let se tedy hodnoty z účtů nedokončeného majetku postupně přesouvaly na účet výsledků výzkumu a vývoje. Položka výsledků výzkumu a vývoje v roce 2017 tvoří především výdaje na vývoj a výzkum týkající se projektu Crossway Traxon. V roce 2016, 2015, 2014 a 2013 tuto položku tvořily zejména výdaje spojené s výzkumem a vývojem projektu EURO 6, jehož sériová výroba začala v roce 2014. Dlouhodobý hmotný majetek tvoří zejména položky staveb a movitých věcí. Přírůstky movitých věcí tvoří zejména nákupy strojních zařízení, svařovacích zařízení a jiných zařízení pro zajištění výroby. Pohyby na účtu pozemků a staveb se i přes poměrně velké procentuální změny nominálně nijak významně nezměnilo. Většinu změn tvoří technické zhodnocení nemovitostí.

Horizontální analýza materiálních položek oběžných aktiv je uvedena v tabulce č. 5 Horizontální analýza oběžných aktiv.

Tabulka 5 Horizontální analýza oběžných aktiv

| Položky rozvahy k 31.12. | 2012/2013 | 2013/2014 | 2014/2015 | 2015/2016 | 2016/2017 |
|--------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Zásoby                   | 58 %      | 2 %       | -10 %     | -2 %      | 3 %       |
| Materiál                 | 147 %     | -21 %     | -9 %      | 5 %       | 8 %       |
| Výrobky a zboží          | 7 %       | 10 %      | -12 %     | 8 %       | 1 %       |
| Dlouhodobé pohledávky    | 0,00 %    | 0,00 %    | -100 %    | 0,00 %    | 0,00 %    |
| Krátkodobé pohledávky    | 73 %      | 5 %       | 23 %      | 6 %       | 26 %      |
| Peněžní prostředky       | -51 %     | 442 %     | -71 %     | 326 %     | -81 %     |

Zdroj: účetní výkazy podniku, vlastní zpracování (2019)

Na základě horizontální analýzy můžeme konstatovat, že Společnost v roce 2013 významným způsobem navýšila hladinu skladovaného materiálu. V následujících letech u této položky nedošlo k významným nominálním změnám. Společnost ve sledovaném období držela konstantní hladinu výrobků a zboží na skladě. Tato položka nezaznamenala ve sledovaném období významější výkyv. Položku zásob tvoří pouze položky materiálu, výrobků a zboží.

Pohledávky společnosti tvoří ve sledovaném období pouze pohledávky krátkodobé. Krátkodobé pohledávky tvoří pohledávky z obchodních vztahů a pohledávky za ovládací osobou. Celková hladina krátkodobých pohledávek degresivně rostla v průběhu celého sledovaného období a jejich hladina byla vyšší než hladina krátkodobých závazků.

Peněžní prostředky a jejich změny mezi jednotlivými účetními obdobími jsou způsobeny nastaveným treasury managementem Společnosti. Významný vliv má také využívání holdingového cash-poolingového účtu.

Na straně pasiv, které reflektují kapitálovou strukturu podniku, nedošlo ve sledovaném období k významným změnám. Firma je spíše konzervativní a nevyužívá nijak významné množství cizích zdrojů k financování svých projektů a aktivit. Vlastní kapitál z velké části tvoří zejména kumulovaný zisk. Horizontální analýza je zobrazena v tabulce č. 6 Horizontální analýza pasiv.

Tabulka 6 Horizontální analýza pasiv

| Položky rozvahy                                    | 2012/2013 | 2013/2014 | 2014/2015 | 2015/2016 | 2016/2017 |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Vlastní kapitál                                    | 28 %      | 26 %      | 28 %      | 0 %       | 22 %      |
| Výsledek hospodaření minulých let (+/-)            | 71 %      | 45 %      | 37 %      | 0 %       | 26 %      |
| Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-) | 9 %       | 19 %      | 34 %      | 1 %       | 30 %      |
| Cizí zdroje  | 87 %      | -15 %     | -4 %      | 10 %      | 20 %      |
| Dlouhodobé závazky                                 | -53 %     | -100 %    | 0,00 %    | 187 %     | -95 %     |
| Krátkodobé závazky                                 | 98 %      | -16 %     | -5 %      | 11 %      | 19 %      |

Zdroj: účetní výkazy podniku, vlastní zpracování (2019)

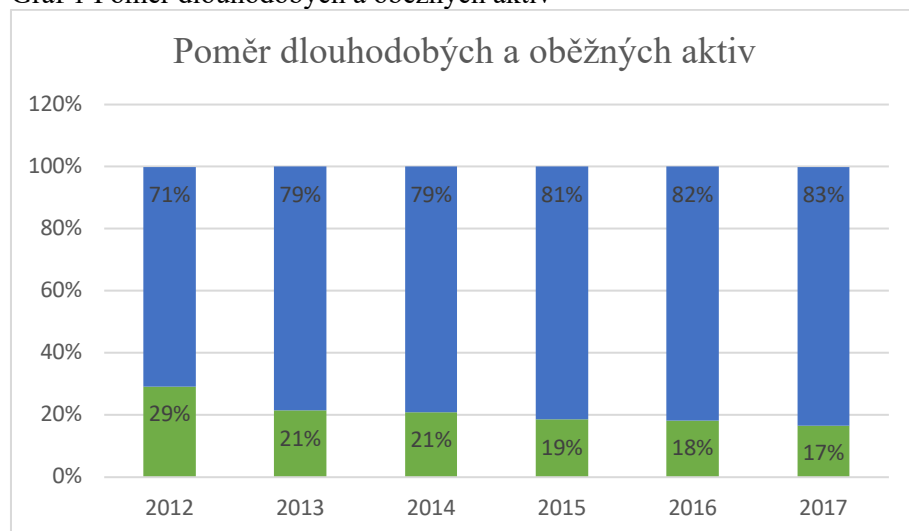
V případě výkazu zisku a ztráty můžeme konstatovat, že v průběhu celého sledovaného období lineárně rostly tržby. S růstem tržeb proporcčně rostla i výkonová spotřeba. Veškeré provozní položky výkazu zisku a ztráty zaznamenaly růst, včetně provozního zisku.

### 3.2.2 Vertikální analýza účetní závěrky

Na základě výsledků této analýzy je možné určit položky účetních výkazů, kterými je nutné se zabývat detailněji.

Na základě vertikální analýzy majetkové části aktiv můžeme konstatovat, že největší část strany aktiv tvoří krátkodobé pohledávky a dlouhodobá aktiva, která jsou zastoupená především položkami pozemků, staveb, movitých věcí a výsledky výzkumu a vývoje. Je důležité zdůraznit, že zastoupení dlouhodobého majetku ve Společnosti v průběhu sledovaného období lineárně klesalo. Tento majetek byl do jisté míry nahrazován majetkem oběžným. Tento jev je graficky znázorněn v grafu č. 1 Poměr dlouhodobých a oběžných aktiv. Společnost významně navýšila zadržovanou hladinu oběžných aktiv, především zásob.

Graf 1 Poměr dlouhodobých a oběžných aktiv

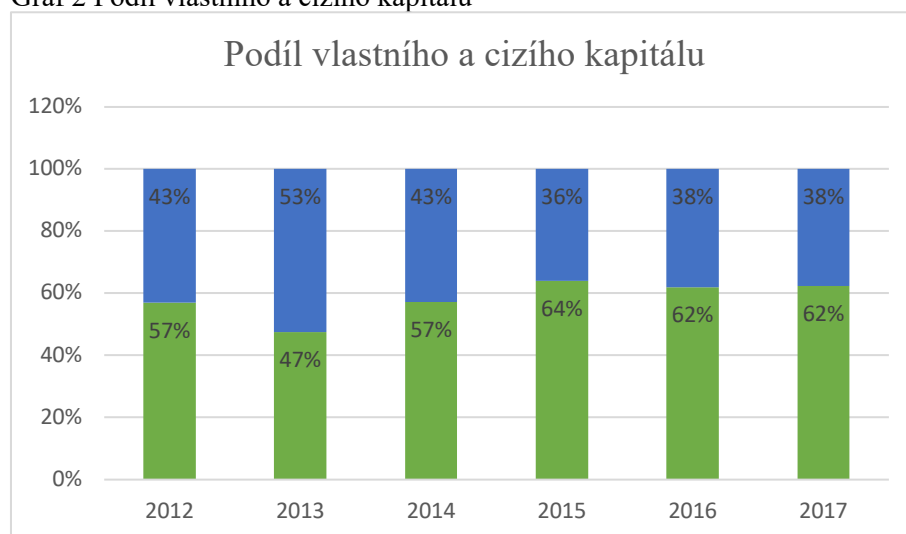


Zdroj: účetní výkazy podniku, vlastní zpracování (2019)

Analýza kapitálové části rozvahy reflektuje, jak podnik financuje své podnikatelské činnosti. Základní poměr mezi vlastním a cizím kapitálem je graficky znázorněn v grafu č. 2 Podíl vlastního a cizího kapitálu. Vlastní kapitál tvořil v roce 2012 57 % z celkových pasiv, 43 % pasiv tvořily cizí zdroje, které tvořily především krátkodobé závazky z obchodních vztahů. Vlastní kapitál tvořil ze 17 % základní kapitál. Zbytek vlastního kapitálu tvořily fondy ze zisku a kumulovaný zisk z minulých období. V průběhu období se tyto poměry různě pohybovaly.

V současné době Společnost využívá více cizích zdrojů, než tomu bylo v minulosti. Kapitál podniku v roce 2017 tvořily z 62 % cizí zdroje. Z rozvahy je zřejmé, že Společnost kumuluje generovaný zisk. Cizí zdroje tvoří zejména krátkodobé závazky z obchodních vztahů.

Graf 2 Podíl vlastního a cizího kapitálu



Zdroj: účetní výkazy podniku, vlastní zpracování (2019)

Jednotlivé provozní položky výkazu zisku a ztráty ve sledovaném období lineárně rostly. I přes nominální růst jednotlivých položek tvořil provozní zisk Společnosti ve sledovaném období 11 % - 13 % celkových tržeb. Můžeme tedy konstatovat, že firma ve sledovaném období zvyšovala objem výroby, nedošlo však k úspoře nákladů spojených s touto výrobou. Nárůst zaznamenala především položka jiné náklady. Náklady účtované na tuto položku nejsou blíže specifikované.

### 3.2.3 Poměrové ukazatele

V této kapitole budou analyzovány ukazatele rentability, likvidity, zadluženosti a aktivity. Tyto poměrové ukazatele a jejich výsledky jsou důležité pro další fungování Společnosti. Fungování Společnosti je totiž podmíněno především generováním zisku a přiměřenou likviditou a zadlužeností. Tyto podmínky jsou základním předpokladem pro tzv. ongoing concern, tedy jakési nekonečné fungování podniku v daném segmentu.

#### Ukazatele rentability

Pro analýzu Společnosti byly vybrány ukazatele rentability aktiv, rentability vlastního kapitálu a rentability tržeb. Ukazatele rentability a jejich vývoj ve sledovaném období zobrazuje tabulka č. 7 Vývoj poměrových ukazatelů rentability.

Tabulka 7 Vývoj poměrových ukazatelů rentability

| Ukazatel | 2012    | 2013    | 2014    | 2015    | 2016    | 2017    |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| ROA      | 17,96 % | 12,92 % | 14,91 % | 16,58 % | 16,90 % | 18,14 % |
| ROE      | 25,86 % | 22,15 % | 20,87 % | 21,95 % | 22,15 % | 23,57 % |
| ROS      | 8,57 %  | 7,80 %  | 8,48 %  | 9,66 %  | 9,74 %  | 10,07 % |

Zdroj: účetní výkazy podniku, vlastní zpracování (2019)

Oslabení světové hospodářské ekonomiky mělo v roce 2013 vliv i na Iveco Czech Republic, a. s. Rentabilita aktiv byla před zmíněným poklesem v roce 2013 na úrovni 17,96 %. Na tuto hranici se opět dostala až v letech 2016 a 2017. Obecně je možné označit rentabilitu aktiv za

lineárně rostoucí. Z pohledu ukazatele rentability aktiv můžeme říci, že společnost nevykazovala ve sledovaném období náznaky finančních problémů a nestability.

Rentabilita vlastního kapitálu, stejně jako rentabilita aktiv, zaznamenala pokles pouze v roce 2013 s tím rozdílem, že na původní hodnotu z roku 2012 ve sledovaném období znovu nedosáhla. V roce 2012 vykazoval ukazatel rentability vlastního kapitálu 25,86 %. V roce 2013 se tento ukazatel propadl na hodnotu 22,15 % a zároveň nastartoval lineární růst tohoto ukazatele. V roce 2017 ukazatel ROE dosáhl hodnoty 23,57 %. Z pohledu finančního řízení lze ocenit především lineární růst bez jakýchkoliv výkyvů. Tento růst ocení především akcionáři Společnosti a investoři, protože ukazatel ROE můžeme také vyjádřit jako procentuální čistý zisk z investovaného kapitálu přepočteného na 1 korunu.

Rentabilita tržeb reflektuje čistý zisk z jedné koruny celkových tržeb. Rentabilitu můžeme chápat také jako ziskovou marži. V roce 2012 byl ukazatel ROS na hodnotě 8,57 %, zatímco na konci sledovaného období byla hodnota tohoto ukazatele v hodnotě 10,07 %. Hodnota tohoto ukazatele poklesla pouze v roce 2013, v ostatních letech lineárně rostla.

Soubor těchto ukazatelů je možné doplnit o ukazatel finanční páky. Vývoj vlivu finanční páky zobrazuje tabulka č. 8 Vývoj vlivu finanční páky.

Tabulka 8 Vývoj vlivu finanční páky

| Ukazatel      | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---------------|------|------|------|------|------|------|
| Finanční páka | 1,76 | 2,11 | 1,75 | 1,56 | 1,61 | 1,60 |

Zdroj: účetní výkazy podniku, vlastní zpracování (2019)

Finanční páka reflektuje především změny v poměru vlastních a cizích zdrojů ve Společnosti. Poměrně nízký vliv finanční páky je způsoben poměrně nízkým využitím cizích zdrojů. I přes turbulentní změny jednotlivé výsledky nenaznačují hrozící finanční problémy.

### Ukazatele likvidita

Přiměřená likvidita je jednou z podmínek principu ongoing concern, tedy dlouhodobě prosperujícího podniku. Likvidita představuje schopnost podniku dostát svým závazkům a financování provozních procesů podniku.

Likvidní aktiva v podniku tvoří zejména tzv. pracovní kapitál podniku. Hodnoty pracovního kapitálu jsou uvedeny v následující tabulce č. 9 Vývoj pracovního kapitálu. Pracovní kapitál tvoří všechna oběžná aktiva. Hodnota čistého pracovního kapitálu tvoří taktéž oběžná aktiva, avšak jejich hodnota je ponížena o hodnotu krátkodobých závazků, které tvoří zejména závazky z obchodního styku.

Tabulka 9 Vývoj pracovního kapitálu

| Ukazatel<br>(v tis. CZK) | 2012      | 2013      | 2014      | 2015      | 2016      | 2017       |
|--------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| Pracovní kapitál         | 4 564 662 | 7 771 417 | 8 182 439 | 9 595 494 | 9 981 229 | 12 366 713 |
| Čistý pracovní kapitál   | 2 087 431 | 2 871 492 | 4 082 723 | 5 717 991 | 5 666 302 | 7 233 812  |

Zdroj: účetní výkazy podniku, vlastní zpracování (2019)

Výsledky analýzy pracovního kapitálu můžeme podpořit závěry jednotlivých ukazatelů likvidity. Z tabulky č. 9 Vývoj pracovního kapitálu je zřejmé, že se hodnota čistého pracovního

kapitálu ve sledovaném období vždy nacházela v kladných hodnotách. Ve sledovaném období byl podnik schopný splatit své krátkodobé závazky, aniž by muselo vedení podniku přistoupit k prodeji jiného druhu majetku, např. dlouhodobého, který by mohl do jisté míry znemožnit zajištění výrobních procesů. Ve sledovaných letech byl ukazatel čistého pracovního kapitálu kladný a poměrně vysoký, což naopak vypovídá o neefektivním řízení oběžného majetku. Firma tento majetek neřídila a nevyužívala zcela efektivně. Rostoucí trend hodnot čistého pracovního kapitálu svědčí o dlouhodobé neschopnosti podniku efektivně řídit jeho oběžný majetek.

Tabulka č. 10 Vývoj ukazatelů likvidity uvádí výsledky jednotlivých ukazatelů likvidity.

Tabulka 10 Vývoj ukazatelů likvidity

| Ukazatel           | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--------------------|------|------|------|------|------|------|
| Běžná likvidita    | 1,84 | 1,59 | 2,00 | 2,47 | 2,31 | 2,41 |
| Pohotová likvidita | 1,54 | 1,34 | 1,70 | 2,19 | 2,06 | 2,19 |
| Okamžitá likvidita | 0,06 | 0,04 | 0,07 | 0,07 | 0,04 | 0,05 |

Zdroj: účetní výkazy podniku, vlastní zpracování (2019)

Na základě výsledků ukazatele běžné likvidity ve všech sledovaných účetních obdobích je zřejmé, že podnik byl v celém sledovaném období schopen ohradit své krátkodobé závazky. Při určení optimální hodnoty bychom měli brát v potaz nastavenou strategii řízení pracovního kapitálu. Na základě výsledků jsme schopni říci, že podnik zvolil spíše umírněnou strategii řízení pracovního kapitálu a drží dostatečnou hladinu oběžného majetku. O umírněnosti zvolené strategie svědčí i rostoucí trend tohoto ukazatele.

Pohotová likvidita a její hodnoty vychází ze stejných čísel, avšak hodnota oběžného majetku je ponížena o položky zásob. Je zřejmé, že likvidita po odečtení zásob nijak výrazně nepoklesla. K výraznějšímu poklesu nedošlo, protože mnohem významější složkou oběžného majetku jsou krátkodobé pohledávky, které jsou při výpočtu pohotové likvidity zahrnuty v rámci oběžného majetku. Na jednotlivých hodnotách je třeba ocenit v období 2015 až 2017 jejich konstantnost. Co v případě tohoto podniku ocenit nelze je výše oběžných aktiv, která není optimálně využívána. Tato oběžná aktiva negenerují v této podobě žádný zisk. Společnost tedy za cenu vyšší likvidity negeneruje potenciaální zisk a tím do jisté míry snižuje rentabilitu Společnosti. Hodnoty pohotové likvidity můžeme považovat za nadprůměrné a neoptimální.

Okamžitá likvidita reflektuje pouze nejvíce likvidní složky oběžných aktiv, kterými jsou peníze a jejich ekvivalenty. I v případě okamžité likvidity podnik zadržuje více oběžných aktiv, než je potřeba pro jeho provozní činnosti. Můžeme ocenit zejména konstantní hladinu okamžité likvidity. Optimální hladina okamžité likvidity by se dle metodického zadání měla pohybovat okolo 0,2 – 0,3.

### Ukazatele zadluženosti

Před samotnou analýzou poměrových ukazatelů zadluženosti je důležité provést analýzu rozvahy podniku, zejména poté hodnotu a složení vlastních a cizích zdrojů. Ve sledovaném období podnik vždy využíval k financování provozních činností více vlastních zdrojů. Jinak tomu bylo pouze v roce 2013, kdy podnik využíval 53 % cizích zdrojů a 47 % zdrojů vlastních. Zadlužení podniku by na základě těchto poznatků nemělo být vysoké a pro podnik nebezpečné.

Pro analýzu zadluženosti podniku byly zvoleny ukazatele věřitelského rizika, zadlužení vlastního kapitálu a Equity ratio.

Následující tabulka č. 11 Vývoj ukazatelů zadluženosti vyobrazuje výsledky jednotlivých ukazatelů.

Tabulka 11 Vývoj ukazatelů zadluženosti

| Ukazatel          | 2012    | 2013     | 2014    | 2015    | 2016    | 2017    |
|-------------------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|
| Debt ratio        | 43,03 % | 52,52 %  | 42,75 % | 35,95 % | 38,02 % | 37,55 % |
| Debt Equity ratio | 75,52 % | 110,62 % | 74,68 % | 56,14 % | 61,34 % | 60,13 % |
| Equity ratio      | 56,97 % | 47,48 %  | 57,25 % | 64,04 % | 61,98 % | 62,45 % |

Zdroj: účetní výkazy podniku, vlastní zpracování (2019)

Debt ratio udává poměr mezi cizími zdroji a součtem aktiv společnosti. Celková aktiva ve sledovaném období lineárně rostly. Cizí zdroje narostly především v roce 2013 a 2017. V letech 2014 až 2016 můžeme konstatovat, že Společnost vykazovala konstantní hladinu cizích zdrojů. Důvodem dlouhodobě klesajícího trendu ukazatele Debt ratio můžeme považovat především nárůst hodnoty celkových aktiv, které ve sledovaném období narostly z původní hodnoty 6 453 980 tis. CZK na 14 845 201 tis. CZK.

Ukazatel Debt Equity ratio udává poměr cizího a vlastního kapitálu, tedy míru zadluženosti vlastního kapitálu. Na výsledcích jednotlivých let můžeme ocenit především stabilní hodnoty. Zadluženost vlastního kapitálu dosahuje i přesto poměrně vysokých čísel. Alarmující je především rok 2013, kdy došlo k velkému nárůstu cizího kapitálu.

Equity ratio udává poměr vlastního kapitálu a aktiv. Součet Debt ratio a Equity ratio je roven 100 %. Je zřejmé, že provozní aktiva jsou financována z větší míry především vlastním kapitálem.

### Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity reflektují především efektivitu využívání aktiv společnosti. Následující tabulka č. 12 Vývoj ukazatelů aktivity zobrazuje výsledky zvolených ukazatelů aktivity a jejich vývoj ve sledovaném období.

Tabulka 12 Vývoj ukazatelů aktivity

| Ukazatel               | 2012  | 2013   | 2014   | 2015  | 2016  | 2017  |
|------------------------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|
| Obrat aktiv            | 1,72  | 1,35   | 1,41   | 1,46  | 1,41  | 1,46  |
| Obrat zásob            | 14,59 | 11,11  | 11,93  | 15,71 | 16,03 | 19,52 |
| Doba obratu zásob      | 25,03 | 32,84  | 30,58  | 23,23 | 22,76 | 18,70 |
| Doba obratu pohledávek | 52,17 | 79,06  | 71,13  | 57,55 | 77,74 | 70,84 |
| Doba obratu závazků    | 81,50 | 133,99 | 102,77 | 82,38 | 91,41 | 86,35 |
| Obratový cyklus peněz  | -4,30 | -22,09 | -1,06  | -1,60 | 9,09  | 3,19  |

Zdroj: účetní výkazy podniku, vlastní zpracování (2019)

Výsledky obratu aktiv můžeme zhodnotit pozitivně. Tento ukazatel dokazuje, že i přes rozsáhlé investice do aktiv dokáže Společnost generovat větší tržby. Můžeme tedy konstatovat, že jsou aktiva a s nimi spojené investice dobře zhodnocovány. Výsledky obratu zásob, a především rostoucí trend tohoto ukazatele reflektuje rostoucí potřebu vyšší hladiny zásob ke generování tržeb.

Doba obratu zásob lineárně klesá, z čehož můžeme usuzovat, že se dlouhodobě daří optimalizovat živelné řízení zásob. Z pohledu tohoto ukazatele je zřejmé, že Společnost zadržuje optimální hadinu zásob potřebných k zajištění stabilní výroby. Klesající trend tohoto



ukazatele je optimistickým scénářem. V živelném řízení zásob je nutné zahrnout i řízení vztahů s dodavateli zásob nutných k zajištění výroby. Dodavatelský faktor není ve výsledcích nijak reflektován.

Podobné výsledky ukazatele doby obratu pohledávek potvrzuje ustálenost a stabilitu odběratelské základny. Výsledky tohoto ukazatele je dobré doplnit o výsledky ukazatele doby obratu závazků, jehož výsledky dlouhodobě klesají. Klesající trend tohoto ukazatele může reflektovat zvyšující se tlak ze strany věřitelů Společnosti. Kratší doba obratu závazků může také znamenat pozvolnou ztrátu atraktivnosti Společnosti pro věřitele. Na obou ukazatelích je možné ocenit vyšší dobu obratu závazků nad dobou obratu pohledávek především ve vztahu k hotovostním tokům. Protože je doba obratu pohledávek kratší, může Společnost své závazky hradit právě ze zdrojů získaných uhrazením těchto pohledávek.

Obratový cyklus peněz reflektuje dobu, která uběhne od spotřeby jednotlivých vstupů do výroby až po obdržení plateb za výstupy.

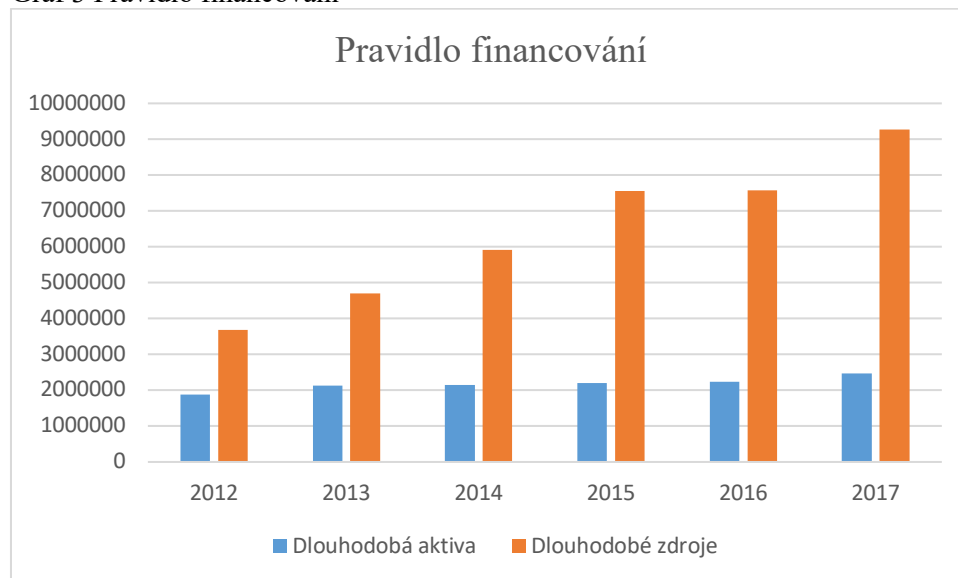
Celkově můžeme na ukazatele aktivity pohlížet optimisticky.

### 3.2.4 Bilanční pravidla

Cílem prvního bilančního pravidla, tedy pravidla financování, je zjistit, zda jsou dlouhodobá aktiva financována dlouhodobými zdroji. Dlouhodobé zdroje by tedy měla převyšovat hladinu dlouhodobých aktiv. Jak vidno z následujícího grafu, toto pravidlo bylo v celém analyzovaném období dodržováno.

Následující graf č. 3 Pravidlo financování zobrazuje hladinu dlouhodobých aktiv a zdrojů.

Graf 3 Pravidlo financování

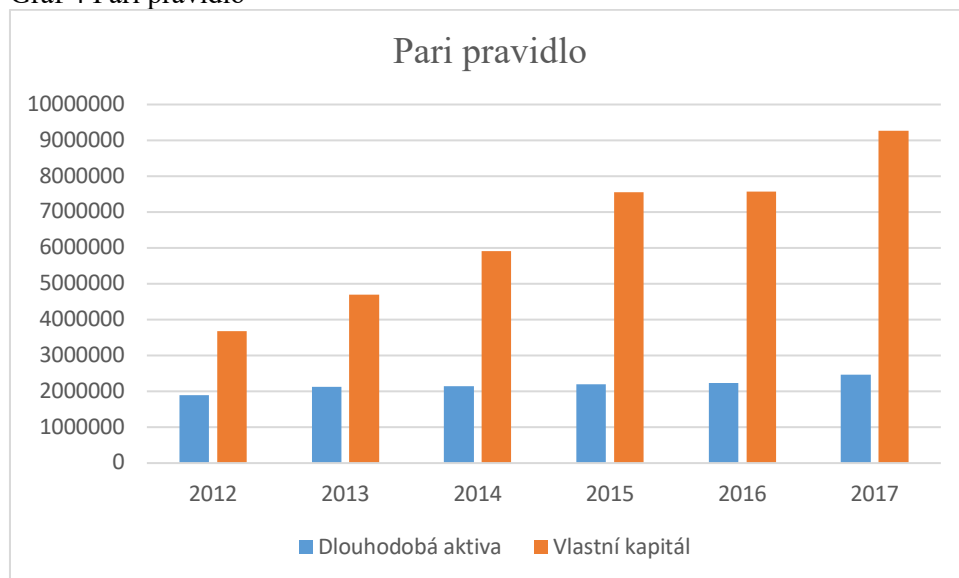


Zdroj: účetní výkazy podniku, vlastní zpracování (2019)

Pari pravidlo říká, že by podnik měl financovat dlouhodobá aktiva především vlastním kapitálem. Toto pravidlo ignoruje využití cizích zdrojů, které jsou zpravidla levnější než vlastní kapitál. Toto pravidlo bylo, i přes jeho nedostatky, dodržováno v celém sledovaném období.

Následující graf č. 4 Pari pravidlo zobrazuje hladinu dlouhodobých aktiv a vlastního kapitálu ve sledovaném období.

Graf 4 Pari pravidlo

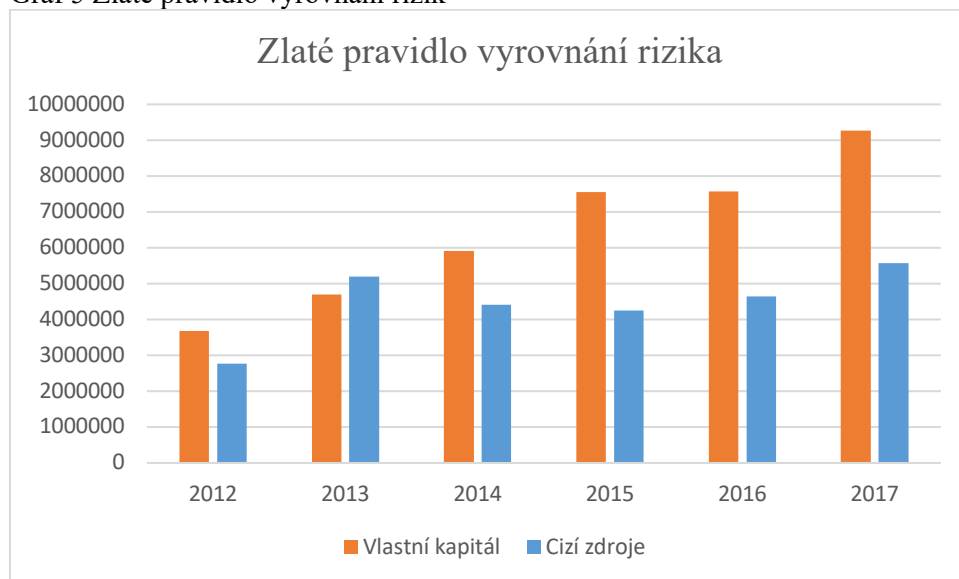


Zdroj: účetní výkazy podniku, vlastní zpracování (2019)

Zlaté pravidlo vyrovnání rizika poměruje zastoupení vlastních a cizích zdrojů ve Společnosti, a tedy způsoby financování podnikových procesů. Toto pravidlo říká, že by hladina vlastních zdrojů měla být vyšší nebo rovna hladině cizích zdrojů. Zlaté pravidlo vyrovnání rizika bylo dodržováno v celém sledovaném období. Výjimkou byl rok 2013, kdy došlo k výraznému navýšení cizích zdrojů.

Následující graf č. 5 Zlaté pravidlo vyrovnání rizik zobrazuje zastoupení vlastních a cizích zdrojů ve Společnosti.

Graf 5 Zlaté pravidlo vyrovnání rizik



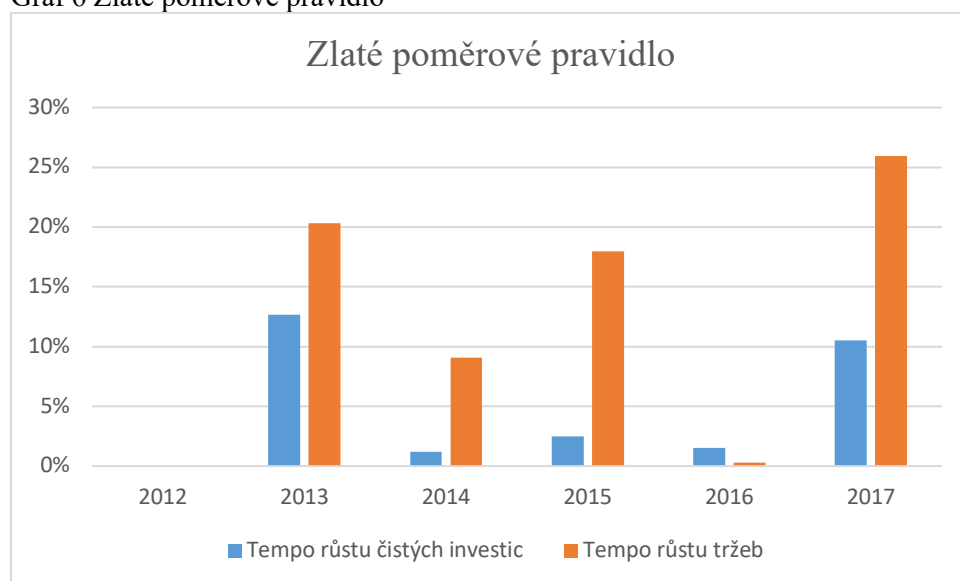
Zdroj: účetní výkazy podniku, vlastní zpracování (2019)

V posledním bilančním pravidle porovnáváme tempo růstu investic a tržeb. Tempo růstu investic reflektuje růst dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku. Tempo růstu tržeb reflektuje rostoucí schopnost podniku generovat zisk.

Vstupními informace jsou tedy údaje z bilance i výkazu zisku a ztráty. Poměrové pravidlo spočívá v tom, že by tempo růstu investic nemělo převýšit tempo růstu tržeb, a tedy hodnotí efektivitu investovaných zdrojů a jejich vliv na generování zisku. Společnost toto pravidlo dodržovala v průběhu celého sledovaného období.

Následující graf č. 6 Zlaté poměrové pravidlo zobrazuje tempo růstu investic a tržeb, a tedy poměrové pravidlo.

Graf 6 Zlaté poměrové pravidlo

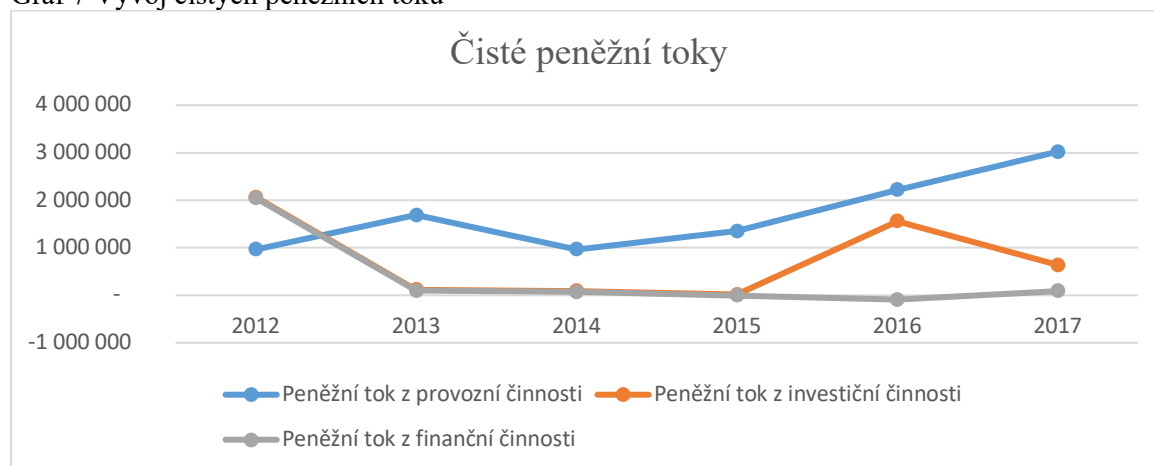


Zdroj: účetní výkazy podniku, vlastní zpracování (2019)

### 3.2.5 Analýza výkazu peněžních toků

V následujícím grafu č. 7 Vývoj čistých peněžních toků je zobrazen vývoj čistých peněžních toků ve Společnosti.

Graf 7 Vývoj čistých peněžních toků



Zdroj: účetní výkazy podniku, vlastní zpracování (2019)

Je zřejmé, že největší část peněžních toků pochází z provozní činnosti. Tento fakt je logický vzhledem k podnikatelské činnosti Společnosti. Finanční činnost Společnosti je vzhledem k nominálním hodnotám v jednotlivých letech zcela bezvýznamná a skládá se z nemateriálních vyplacených podílů na zisku a blíže nespecifikovaných změn vlastního kapitálu. Investiční činnost se skládá zejména z výdajů spojených s pořízením stálých aktiv a poskytnutých půjček. Méně významné jsou potom peněžní toky z přijatých úroků.

### 3.2.6 Syntetické ukazatele

V předchozích kapitolách bylo vyhodnoceno několik ukazatelů finančního zdraví Společnosti. Obecně můžeme konstatovat, že ani jeden z ukazatelů neodhalil zásadní nedostatky ve finančním řízení a finanční stabilitě Společnosti. Syntetické ukazatele by toto tvrzení měly potvrdit a uzavřít tak komplexnost celé finanční analýzy.

Jako vhodný syntetickým ukazatelem se jeví Index IN05, jehož podoba byla navržena na základě analýzy dat více než 1 000 firem z České republiky.

V následující tabulce č. 13 Vývoj syntetického ukazatele Index IN05 jsou uvedeny jednotlivé položky Indexu IN05 a také jeho konečná hodnota.

Tabulka 13 Vývoj syntetického ukazatele Index IN05

| Index IN05                            | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016  | 2017 |
|---------------------------------------|------|------|------|------|-------|------|
| Aktiva/Cizí zdroje                    | 2,32 | 1,90 | 2,34 | 2,78 | 2,63  | 2,66 |
| EBIT/Nákladové úroky                  | 4,96 | 3,99 | 6,83 | 9,95 | 16,07 | 6,73 |
| EBIT/Aktiva                           | 0,22 | 0,17 | 0,17 | 0,18 | 0,18  | 0,21 |
| Výnosy/Aktiva                         | 1,72 | 1,35 | 1,41 | 1,46 | 1,41  | 1,46 |
| Oběžná aktiva/Krátkodobý cizí kapitál | 1,84 | 1,59 | 2,00 | 2,47 | 2,31  | 2,41 |
| Index IN05                            | 1,92 | 1,52 | 1,75 | 2,02 | 2,20  | 1,98 |

Zdroj: účetní výkazy podniku, vlastní zpracování (2019)

Aplikace Indexu IN05 na historická data se může jevit jako nelogická, ale z předchozí tabulky můžeme na základě jeho vývoje v čase usoudit, že firmě dlouhodobě nehrozí finanční obtíže. Hodnota Indexu IN05 se v celém sledovaném období nacházela nad hodnotou 1,6. Tato hodnota a hodnoty vyšší se považují za hodnoty podniků se stabilní finanční situací. Této hodnoty podnik nedosáhl pouze v roce 2013. Tato výjimka není směrodatná a byla způsobena zejména poklesem zisku a obecně výnosů. Vliv jednotlivých ukazatelů na celkovou hodnotu indexu je zřejmý z tabulky.

Předchozí ukazatel Index IN05 potvrdil tvrzení, že finanční stabilita firmy nebyla ve sledovaném období ohrožena. Podobné tvrzení můžeme vyvodit i z modelu AGR, jehož výsledky vyobrazuje tabulka č. 14 Vývoj syntetického ukazatele AGR.

Tabulka 14 Vývoj syntetického ukazatele AGR

| Model AGR                | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016 | 2017  |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|------|-------|
| Provozní marže           | 0,13  | 0,13  | 0,13  | 0,14  | 0,16 | 0,13  |
| ROE                      | 0,26  | 0,22  | 0,21  | 0,22  | 0,22 | 0,24  |
| Krytí odpisů             | 6,25  | 8,32  | 6,85  | 6,14  | 4,82 | 8,91  |
| Pohotová likvidita       | 1,54  | 1,34  | 1,70  | 2,19  | 2,06 | 2,19  |
| Ukazatel samofinancování | 0,57  | 0,47  | 0,57  | 0,64  | 0,62 | 0,62  |
| ROA                      | 0,18  | 0,13  | 0,15  | 0,17  | 0,17 | 0,18  |
| Obrat aktiv              | 1,72  | 1,35  | 1,41  | 1,46  | 1,41 | 1,46  |
| AGR                      | 10,64 | 11,96 | 11,02 | 10,96 | 9,46 | 13,74 |
| AGR Rating               | AAA   | AAA   | AAA   | AAA   | AAA  | AAA   |

Zdroj: účetní výkazy podniku, vlastní zpracování (2019)

Z ukazatelů, které model AGR využívá pro vyhodnocení finanční stability Společnosti, je zřetelné, že se model zaměřuje především na provozní činnosti. Podnik dosáhl v celém sledovaném období hodnoty modelu AGR vyšší než 8,5, a tedy byl vyhodnocen ratingem AAA, který značí, že se jedná o optimálně hospodařící subjekt blížící se "ideálnímu podniku".

### 3.3 Ocenění podniku

Kapitola ocenění podniku věnuje pozornost především strategické analýze podniku, vytvoření komplexního finančního plánu a samotnému ocenění podniku.

Cílem strategické analýzy je především identifikovat vnější a vnitřní faktory, které ovlivňují podnik a analyzovat tak celkový výnosový potenciál podniku. Na základě výsledku strategické analýzy a finanční analýzy je možné následně vytvořit komplexní finanční plán, který je nutné vytvořit, pokud je podnik oceňován výnosovou metodou. Finanční plán je základním podkladem a skládá se z jednotlivých účetních výkazů podniku. V samostatných kapitolách je v samém závěru této kapitoly stanovena tržní hodnoty podniku a tím naplněn cíl této diplomové práce.

#### 3.3.1 Strategická analýza

Před samotnou prognózou generátorů hodnoty je nutné provést základní strategickou analýzu a identifikovat a následně reflektovat faktory, které by mohly ovlivnit hodnoty generátorů hodnoty v budoucích letech. Cílem strategické analýzy je určit především výnosový potenciál zvoleného podniku. Veškeré získané informace v této kapitole budou dále využity pro stanovení budoucí hodnoty tržeb podniku. Tyto hodnoty budou podloženy informacemi o situaci na trhu, vývojem trhu, konkurenceschopností podniku, tržním prostředím a jeho vývojem a analýzou tržního podílu.

Následující kapitoly analyzují vnější faktory, které by mohly ovlivnit výnosovou schopnost podniku a vnitřní faktory. Tyto data budou tedy podloženy především vývojem a situací na daném trhu. Mařík (2018, s. 75) zmiňuje, že „strategická analýza není nějakou vatou, která má doplnit závěrečné výpočty, nýbrž velmi důležitým předpokladem věrohodnosti výsledného ocenění.

### **Analýza vnějšího potenciálu**

Analýza vnějšího potenciálu by podle Maříka (2018, s. 77) měla obsahovat analýzu relevantního trhu a jeho definici z hlediska věcného (tj. z hlediska produktu), územního, zákazníků a konkurentů.

### **Relevantní trh**

Relevantní trh je třeba zkoumat z již zmíněných hledisek. **Z věcného hlediska** je třeba zkoumat produkt, jeho zařazení a využití. Zařazení produktu je možné např. na základě přílohy č. 2 vyhlášky 341/2014 Sb., o schvalování technické způsobilosti a o technických podmínkách provozu vozidel na pozemních komunikacích. Tato příloha dělí vozidla do pěti základních kategorií, a sice:

- L: motorová vozidla obvykle méně než s čtyřmi koly;
- M: motorová vozidla s nejméně čtyřmi koly a využitím pro dopravu osob;
- N: motorová vozidla s nejméně čtyřmi koly a využitím pro dopravu nákladu;
- O: přípojná vozidla pro dopravu nákladu či osob;
- T, C, R, S: zemědělská a lesnická vozidla;
- Z: ostatní.

Některé kategorie je možné dále dělit na podkategorie. Analyzovaný podnik spadá do několika kategorií, protože nevyrábí pouze autobusy, ale i nákladní vozy. Autobusy jsou zařazeny do kategorie **M a jeho podkategorií**. Nákladní vozy jsou zařazeny do **kategorie N**. Největší tržní podíl a objem prodeje vytváří divize autobusů, a proto je možné stanovit kategorii M a příslušné podkategorie jako hlavní.

**Na územní hledisko** je nutné pohlížet jako na odbytiště výrobků podniku. Největší objem produktů vyrobených analyzovaným podnikem končí v Německu, Francii, Česku, Slovensku, Rumunsku a některých dalších zemích východní Evropy. Na českém a slovenském trhu analyzovaný podnik vlastní skoro 45% tržní podíl, a proto je možné tyto země považovat za hlavní. Vývoje prodeje autobusů v kusech je přílohou č. 2 této diplomové práce.

Pro doplnění údajů o prodaných autobusech je vhodné doplnit data za celkové prodeje na vybraných trzích. Tyto údaje jsou dostupné prostřednictvím Evropské asociace výrobců automobilů (dále jen „ACEA“ z angl. „European Automobile Manufacturers Association“) v jejich ročních reportech „The Automobile Industry: Pocket Guide“. Tato zpráva obsahuje informace o nově registrovaných autobusech v jednotlivých zemích. Nově registrovaná vozidla v tomto případě je možné definovat také jako prodané kusy, protože při prodeji dochází k převodu vlastnického práva a tím k nové registraci vozidla.

Následující tabulka č. 15 Prodané autobusy na vybraných trzích zobrazuje počet prodaných autobusů v průběhu sledovaného období na vybraných trzích.

Tabulka 15 Prodané autobusy na vybraných trzích

| Relevantní trh      | 2012          | 2013          | 2014          | 2015          | 2016          | 2017          |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Česká republika     | 731           | 891           | 765           | 1350          | 1013          | 804           |
| Slovenská republika | 307           | 3 856         | 2 392         | 379           | 364           | 403           |
| Francie             | 6 062         | 6 963         | 7 123         | 7 345         | 6 593         | 6 329         |
| Německo             | 5 139         | 5 824         | 5 905         | 6 137         | 6 683         | 6 697         |
| Rumunsko            | 1 463         | 3 192         | 3 142         | 2 309         | 1 102         | 1 011         |
| <b>Celkem</b>       | <b>13 702</b> | <b>20 726</b> | <b>19 327</b> | <b>17 520</b> | <b>15 755</b> | <b>15 244</b> |

Zdroj: ACEA report: Pocket Guide, vlastní zpracování (2019)

Tyto data jsou dále využita při samotném ocenění výnosovou metodou.

**Z konkurenčního a zákaznického hlediska** lze pozici podniku vyjádřit pomocí výpočtu tržního podílu. Následující tabulka č. 16 Tržní podíl ve vybraných zemích zobrazuje tržní podíl analyzovaného podniku ve vybraných zemích.

Tabulka 16 Tržní podíl ve vybraných zemích

| Tržní podíl         | 2012          | 2013          | 2014          | 2015          | 2016          | 2017          |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Česká republika     | 26,0 %        | 28,5 %        | 31,8 %        | 24,8 %        | 26,6 %        | 47,5 %        |
| Slovenská republika | 98,4 %        | 7,0 %         | 18,7 %        | 58,3 %        | 68,7 %        | 69,5 %        |
| Francie             | 22,6 %        | 20,5 %        | 22,9 %        | 23,4 %        | 23,6 %        | 24,5 %        |
| Německo             | 4,0 %         | 7,8 %         | 9,2 %         | 6,7 %         | 9,3 %         | 8,1 %         |
| Rumunsko            | 7,5 %         | 2,8 %         | 1,0 %         | 5,3 %         | 12,8 %        | 10,2 %        |
| <b>Celkem</b>       | <b>15,9 %</b> | <b>12,0 %</b> | <b>15,0 %</b> | <b>16,1 %</b> | <b>18,0 %</b> | <b>18,7 %</b> |

Zdroj: vlastní zpracování (2019)

Tržní podíl nelze zhodnotit obecně, protože výsledky dosažené v jednotlivých zemích jsou odlišné, avšak na základě tabulky č. 16 je možné konstatovat, že podnik dlouhodobě zvyšuje tržní podíl na analyzovaných trzích. Z tohoto pohledu je možné usoudit, že zákaznická zkušenost s podnikem je vynikající a podnik udržuje stávající vztahy se svými zákazníky, ale zároveň také vytváří nové obchodní příležitosti a dlouhodobě navyšuje poptávku po svých výrobcích.

Konkurence podniku na českém trhu je zastoupena především podniky SOR Libchavy spol. s r.o., Volvo Car Czech Republic s.r.o. a EvoBus Česká republika s.r.o. Konkurenční schopnost podniku na českém trhu je možné porovnat pomocí dosažených tržeb v jednotlivých letech.

Následující tabulka č. 17 Porovnání tržeb s konkurenčními podniky obsahuje právě zmíněné tržby jednotlivých podniků.

Tabulka 17 Porovnání tržeb s konkurenčními podniky

| Porovnání tržeb                 | 2013       | 2014       | 2015       | 2016       | 2017       |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| SOR Libchavy spol. s r.o.       | 2 069 376  | 2 752 601  | 3 935 919  | 2 451 911  | 2 168 531  |
| Volvo Car Czech Republic s.r.o. | 4 647 331  | 6 062 723  | 6 399 309  | 7 106 705  | 6 012 089  |
| EvoBus Česká republika s.r.o.   | 1 923 813  | 2 993 502  | 2 991 206  | 2 832 311  | 2 343 669  |
| Iveco Czech Republic, a. s.     | 11 094 389 | 13 348 036 | 14 561 117 | 17 180 573 | 17 229 371 |

Zdroj: účetní závěrky vybraných podniků, vlastní zpracování (2019)

Z tabulky č. 17 Porovnání tržeb s konkurenčními podniky je zřejmé, že podnik v českém tržním prostředí zastává největší tržní podíl. Z pohledu finančních ukazatelů a stále stoupajících prodejů uvedených v tabulce č. 15 Prodané autobusy na vybraných trzích je možné konstatovat, že konkurenceschopnost podniku je vysoká.

### Analýza atraktivity trhu

Po vymezení relevantního trhu je možné provést analýzu atraktivity, jejímž cílem je analyzovat příležitosti, které trh přináší, ale také hrozby a rizika, které bude možné později reflektovat pomocí rizikových přírážek při výpočtu diskontní míry. Závěry analýz trhu a jeho atraktivity budou reflektovány při výpočtu budoucích tržeb.

Následující tabulka č. 18 Vyhodnocení kritérií relevantních pro zvolený trh reflektuje zvolená tržní kritéria, váhy k nim přidělené a celkové vyhodnocení atraktivity zvoleného trhu.

Tabulka 18 Vyhodnocení kritérií relevantních pro zvolený trh

| Kritérium                | Váha | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | Vyhodnocení |
|--------------------------|------|---|---|---|---|---|---|-------------|
| Růst trhu                | 3    |   |   |   |   | X |   | 15          |
| Velikost trhu            | 2    |   |   |   |   | X |   | 10          |
| Intenzita konkurence     | 3    |   |   | X |   |   |   | 9           |
| Průměrná rentabilita     | 2    |   |   | X |   |   |   | 9           |
| Bariéry vstupu           | 1    |   |   |   |   | X |   | 5           |
| Možnosti substituce      | 1    |   | X |   |   |   |   | 2           |
| Citlivost na konjunkturu | 1    |   |   |   | X |   |   | 4           |
| Struktura zákazníků      | 2    |   | X |   |   |   |   | 4           |
| Vliv prostředí           | 1    |   |   | X |   |   |   | 3           |
| Celkem                   | 16   |   |   |   |   |   |   | 61          |

Zdroj: Mařík (2018, s. 84), vlastní zpracování (2019)

Vyhodnocené proběhlo na stupnici 1–6, přičemž 6 je nejvyšší možné pozitivní vyhodnocení. V použitém modelu vyobrazeném v tabulce č. 18 Vyhodnocení kritérií relevantních pro zvolený trh mohl podnik získat max. 96 bodů. Po subjektivním vyhodnocení jednotlivých kritérií podnik dosáhl 61 bodů. **Atraktivita relevantního trhu byla vyhodnocena 63,5 %.** Na základě provedeného výpočtu a jeho výsledků je možné trh z pohledu atraktivity definovat jako



nadprůměrný. V samotném ocenění je možné uvažovat, že růst bude i nadále nadprůměrný a bude nadále docházet k jeho růstu.

Kritéria byla zvolena dle vzoru od Maříka (2018, s. 84) a poté subjektivně vyhodnocena. Růst trhu byl vyhodnocen hodnocením 5. Toto hodnocení lze podpořit předchozí analýzou tržeb podniku a jeho konkurence, a také stoupajícím počtem prodaných autobusů. Velikost trhu byla také vyhodnocena hodnocením 5. Podnik rozvíjí své obchodní příležitosti na několika světových trzích, přičemž většina z nich lze považovat za stabilní.

Intenzita konkurence dosáhla hodnocení 3. Intenzita konkurence má na atraktivitu trhu spíše negativní vliv. Negativní vliv spočívá v poměrně velkém množství konkurenčních podniků, které zároveň představují jednu z bariér pro vstup na relevantní trh. Průměrná rentabilita byla vyhodnocena v samostatné kapitole v rámci finanční analýzy a lze jí hodnotit průměrně.

Mezi hlavní bariéry pro vstup na tento trh můžeme označit regulatorní požadavky, specifické požadavky zákazníků a poměrně velkou míru konkurenčních podniků, které neumožňují vstup dalších podniků.

Možností substituce na daném trhu je vyhodnocena jednoznačně negativně. Substitut silniční dopravy představuje především vlaková a letecká doprava. Možnosti substituce byly vyhodnoceny hodnocením 2. Mezi další substitut je možné zařadit ojeté vozy nabízené třetími osobami. Hodnocení 2 bylo vybráno s přihlédnutím na existující substituty, ale také na opatření, které podnik přijal pro mitigaci rizik s nimi spojených. Mezi tato opatření můžeme zařadit např. prodej ojetých vozů a také pronájem vozů.

Mírně negativně bylo vyhodnoceno také kritérium struktura zákazníků, a to především pro zastoupení státních podniků a organizací. Veškeré prodeje B2G probíhají na základě výběrových řízení, kde podnik může čelit vyšší konkurenci a je potřeba reflektovat možný neúspěch ve výběrových řízeních a tendrech.

Společně s vyhodnocením atraktivity trhu je vhodné vyhodnotit i hlavní příležitosti a hrozby, které daný trh přináší. Toto vyhodnocení je provedeno v tabulce č. 19 Příležitosti a hrozby relevantního trhu.

Tabulka 19 Příležitosti a hrozby relevantního trhu

| Příležitosti                   | Hrozby                                |
|--------------------------------|---------------------------------------|
| Poměrně stabilní trh           | Vstup zahraniční konkurence           |
| Dlouhodobý růst                | Významné odlišnosti jednotlivých trhů |
| Výborná výchozí pozice podniku | Stoupající regulatorní požadavky      |
| Mnoho možností expanze         | Politické změny                       |

Zdroj: Mařík (2018, s. 84), vlastní zpracování (2019)

Na základě identifikovaných příležitostí a hrozeb není nutné reflektovat hrozby pomocí rizikových přírážek ve výpočtu diskontní míry. Míra pravděpodobnosti výskytu těchto hrozeb je minimální.

## Faktory ovlivňující vývoj trhu

Mezi hlavní faktory, které zásadním způsobem ovlivňují vývoj trhu, je možné označit faktory:

- politické;
- ekonomické;
- sociální;
- technologické;
- legislativní;
- ekologické.

Tyto faktory v sobě agreguje tzv. PESTLE analýza, jejíž název je odvozen z počátečních písmen jednotlivých faktorů.

**Politické faktory** je třeba zkoumat zvlášť pro každý relevantní trh reprezentovaný samostatným státem. Jednotlivé státy jsou často sloučeny do větších celků, a proto je možné zkoumat tyto větší celky. Drtivá většina evropských států je členem Evropské Unie. Evropské trhy jsou hlavním místem odběru výrobků analyzovaného podniku. Mezi hlavní výhody Evropské unie patří především volný pohyb zboží a vysoká míra stability členských trhů. Evropská unie taktéž zásadním způsobem zjednodušila obchodní vztahy a styky mezi jednotlivými členskými zeměmi. Mezi negativní politické faktory je možné zařadit především rostoucí regulaci. Tato regulace bude dále analyzována v rámci legislativních a ekologických faktorů.

**Ekonomické faktory** je potřeba chápat jako podmínky jednotlivých ekonomik a hospodářský stav jednotlivých trhů. Nejedná se pouze o země, kde podnik vyrábí, ale také o země, kde dochází pouze k obchodním aktivitám. Za hlavní ekonomické faktory je možné označit veřejné zadlužení, HDP, nezaměstnanost a další. Pro účely této strategické analýzy byl jako hlavní ekonomický faktor zvolen HDP a jeho vývoj, především pro jeho výhody a jednoduchou kvantifikaci.

Následující tabulka č. 20 Nominální HDP na relevantních trzích v průběhu sledovaného období zobrazuje vývoj HDP v nominálních cenách (v mil. CZK) v celém sledovaném období ve vybraných zemích, které jsou z pohledu strategické analýzy pro podnik nejrelevantnější. Data pro zpracování této tabulky byly převzaty od EOCED.

Tabulka 20 Nominální HDP na relevantních trzích v průběhu sledovaného období

| Země           | 2012       | 2013       | 2014       | 2015       | 2016       | 2017       |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Česká rep.     | 5 733 981  | 5 700 928  | 6 209 174  | 7 759 332  | 7 898 279  | 7 906 647  |
| Francie        | 46 962 991 | 47 203 126 | 50 548 417 | 60 525 840 | 60 778 802 | 59 515 795 |
| Německo        | 65 461 132 | 65 793 162 | 71 108 782 | 85 587 115 | 86 579 703 | 84 941 872 |
| Slovenská rep. | 2 757 286  | 2 795 819  | 3 046 114  | 3 751 057  | 3 849 310  | 3 809 138  |
| Rumunsko       | 3 592 364  | 3 349 450  | 3 961 428  | 4 910 800  | 4 346 282  | 4 407 367  |

Zdroj: EOCED, vlastní zpracování (2019)

Mezi ekonomické faktory lze zařadit mnoho dalších ukazatelů, které mohou ovlivňovat vývoj podniku, avšak pro nedostupnost dat pro sestavení těchto ukazatelů a jejich menší vypovídající hodnotu nebudou v této práci použity.

**Sociální faktory** lze rozdělit pro potřeby ocenění podniku do dvou základních kategorií. Sociologie vychází ze latinského slova „socius“ které znamená společnost či společník. Společnost v okolí podniku tvoří především zaměstnanci a zákazníci. V případě zaměstnanců

Lze použít ukazatel počtu zaměstnanců v daném odvětví, celkový počet ekonomicky aktivních obyvatel v daném regionu, ukazatel průměrné mzdy v daném odvětví a další. Využit lze data z Českého statistického úřadu. V případě zákazníků lze využít především počet obyvatel na jednotlivých relevantních trzích, protože lze předpokládat, že zákazník odvozuje svou poptávku po autobusech od celkového počtu jeho potencionálních zákazníků.

První zmíněné ukazatele je potřeba analyzovat pouze v daném ekonomickém odvětví, které lze stanovit pomocí CZ-NACE. Jako vhodná kategorie se jeví kategorie automobilový průmysl, která nese označení NACE 2910.

V následující tabulce č. 21 Vývoj obyvatelstva v České republice je vyobrazeno pracující obyvatelstvo v automobilovém průmyslu a celkový počet ekonomicky aktivních obyvatel.

Tabulka 21 Vývoj obyvatelstva v České republice

| Vývoj obyvatelstva                   | 2012      | 2013      | 2014      | 2015      | 2016      | 2017      |
|--------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Obyvatelé pracující v automotive     | 141 337   | 140 861   | 146 577   | 157 038   | 165 721   | 173 349   |
| Celkový počet pracujících osob v ČR  | 4 890 100 | 4 937 100 | 4 974 300 | 5 041 900 | 5 138 600 | 5 221 600 |
| Podíl zaměstnaných osob v automotive | 2,89 %    | 2,85 %    | 2,95 %    | 3,11 %    | 3,23 %    | 3,32 %    |

Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování (2019)

Z tabulky č. 21 Vývoj obyvatelstva v České republice je zřejmý rostoucí trend v celkovém počtu zaměstnaných osob v automobilovém průmyslu a také dlouhodobý lineární růst ekonomicky aktivního obyvatelstva. Automobilový průmysl v České republice ve sledovaném období zaměstnával vždy přibližně 3 % z celkového počtu pracujících osob. Celkový počet osob pracujících v automobilovém průmyslu narostl ve sledovaném období o 32 tisíc. Na základě tohoto nárůstu je možné konstatovat, že automobilový průmysl ve sledovaném období nabíral na své atraktivitě pro potencionální zaměstnance.

V návaznosti na rostoucí počet pracujících v automobilovém průmyslu je vhodné analyzovat také mzdy v tomto odvětví a porovnat je s průměrnou mzdou v České republice. Následující tabulka č. 22 Vývoj průměrných mezd zobrazuje průměrné mzdy v automobilovém průmyslu ve sledovaném období a průměrné mzdy v České republice.

Tabulka 22 Vývoj průměrných mezd

| Vývoj průměrných mezd     | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Prům. mzda v autom. prům. | 28 565 | 29 511 | 30 470 | 31 450 | 32 718 | 34 878 |
| Průměrná mzda v ČR        | 25 109 | 25 128 | 25 686 | 26 467 | 27 589 | 29 504 |
| Rozdíl                    | 3 456  | 4 383  | 4 784  | 4 983  | 5 129  | 5 374  |

Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování (2019)

Z tabulky č. 22 Vývoj průměrných mezd je možné vyčíst možné vysvětlení rostoucí atraktivity automobilového průmyslu. Za jeden z důvodů vysoké atraktivity automobilového průmyslu je možné označit rostoucí mzdy, které byly v průběhu celého sledovaného období vyšší než mzdy průměrné. Rozdíl mezi průměrnými mzdami v České republice a průměrnými mzdami v automobilovém průmyslu na území České republiky se ve sledovaném období pohyboval mezi 3 456 až 5 374 CZK.

Obecně lze vyhodnotit sociální faktory, které na podnik působí, velice pozitivně. Tyto faktory ve sledovaném období přispívaly k pozitivnímu vývoji analyzovaného podniku.

Vyhodnocení **technologických faktorů** je složitá, neefektivní a časově náročná záležitost. Mnoho technických požadavků na výrobky vyplývá z technických norem, norem bezpečnosti, a ekologických nařízení. Příkladem takovýchto předpisů norem a nařízení jsou například normy na snížení emisí Euro 6. Mezi další technologické faktory patří zejména specifické požadavky zákazníků, tlak na snižování emisí, tlak na snižování spotřeby pohonných hmot, úplné nahrazení pohonných hmot, elektromobilita a další. Žádný z těchto faktorů není možné na základě dostupných dat kvantifikovat, a proto tyto faktory nebudou detailněji analyzovány.

**Legislativní faktory** lze hodnotit současně s **ekologickými faktory**. Tyto faktory reflektují mnohá nařízení jednotlivých členských států, Evropské unie a mnohá další mezinárodní ustanovení a normy. V oblasti ekologických faktorů se jedná především o ekologickou zátěž výroby, recyklaci odpadů a vadných kusů, samotnou ekologičnost výrobků a šetrnou likvidaci nebezpečných látek. Vyhodnocení těchto faktorů je složité a s dostupnými materiály nemožné.

### Budoucí vývoj trhu a jeho prognóza

Z předchozích odstavců, které se zabývaly analýzou PESTLE a zahrnutých faktorů, je možné pro odhad budoucího vývoje trhu převzít především faktory ekonomické a sociální, které jsou z pohledu důležitosti na prvních místech.

Pro stanovení budoucího vývoje tržeb byla aplikována vícenásobná regresní analýza, jak jí popisuje Mařík (2018, s. 86). Jako konstanty byly použity HDP a počet obyvatel. Výsledný růst trhu byl vypočítán jako vážený průměr meziročního růstu tržeb dle spočítané korelace.

Prognóza tržeb je zobrazena v tabulce č. 23 Prognóza tržeb.

Tabulka 23 Prognóza tržeb

| Roky                          | Tržby (v mld. CZK) | Meziroční růst tržeb |
|-------------------------------|--------------------|----------------------|
| Minulé období                 |                    |                      |
| 2012                          | 222 277 980        | N/A                  |
| 2013                          | 231 166 760        | 4,00 %               |
| 2014                          | 242 068 650        | 4,72 %               |
| 2015                          | 256 138 314        | 5,81 %               |
| 2016                          | 267 938 405        | 4,61 %               |
| 2017                          | 277 166 776        | 3,44 %               |
| Budoucí období                |                    |                      |
| 2018                          | 287 733 269        | 3,81 %               |
| 2019                          | 300 456 326        | 4,42 %               |
| 2020                          | 313 547 159        | 4,36 %               |
| 2021                          | 325 975 481        | 3,96 %               |
| 2022                          | 339 103 062        | 4,03 %               |
| 2023                          | 354 199 833        | 4,45 %               |
| Průměrný meziroční růst tržeb |                    | 3,97 %               |

Zdroj: vlastní zpracování (2019)

Ve sledovaném období tržby průměrně meziročně rostly průměrným tempem 3,97 %. **Průměrné tempo růstu v prognózovaném období dosáhlo úrovně 4,17 %.** Vzhledem

k nadprůměrným výsledkům, kterých daný trh dosahuje, je možné předpokládat toto tempo růstu i nadále. Tempo růstu v prognózovaném období stabilně lineárně roste.

### **Analýza vnitřního potenciálu**

Analýza vnitřního potenciálu byla zpracována za účelem prognózy vývoje tržního podílu analyzovaného podniku. Samotný tržní podíl byl stanoven v tabulce č. 16 Tržní podíl ve vybraných zemích, avšak výsledky uvedené v této tabulce nijak nereflektovaly faktory, které by mohly mít vliv na jeho vývoj.

Před samotnou analýzou jednotlivých faktorů je nutné připomenout výsledky z tabulky č. 16 Tržní podíl ve vybraných zemích. Tržní podíl podniku na trzích, kde podnik dlouhodobě rozvíjí své obchodní aktivity, dlouhodobě lineárně roste a podnik dlouhodobě navyšuje svůj tržní podíl. Spolu s růstem tržního podílu rostou lineárně i tržby podniku. Tržní podíl byl vypočítán jako poměr prodaných autobusů podniku a celkového počtu prodaných autobusů na analyzovaných trzích. Nejvyšší tržní podíl podnik dlouhodobě dosahuje především v České republice, Slovenské republice a Francii. Za progresivně rostoucí trh lze označit Rumunsko, kde firma v roce 2012 dosáhla tržního podílu 7,5 %. V průběhu analyzovaného období navýšil podnik v Rumunsku svůj tržní podíl na 12,8 % v roce 2016. V posledním analyzovaném období, tedy v roce 2017, dosahoval tržní podíl podniku v Rumunsku 10,2 %.

Závislost tržeb na prodaných kusech je znázorněna v grafu č. 8 Vývoj tržeb v závislosti na prodaných kusech.

Graf 8 Vývoj tržeb v závislosti na prodaných kusech



Zdroj: účetní výkazy podniku, výroční zprávy podniku, vlastní zpracování (2019)

V roce 2014 podnik dosáhl rekordního prodeje autobusů. Od roku 2014 se růst počtu prodaných autobusů zastavil a zůstává na podobné hranici. I přes zpomalení růstu počtu prodaných autobusů stále rostou celkové tržby podniku. Tento jev je možné vysvětlit neustálým technologickým pokrokem, zdokonalováním výrobků, a především udržením cen výrobků.

## **Identifikace hlavních konkurentů**

Mezi hlavní konkurenty byli již dříve zařazeny podniky:

- SOR Libchavy spol. s r.o.;
- Volvo Car Czech Republic s.r.o.;
- EvoBus Česká republika s.r.o.

Hlavní konkurence byla stanovena dle prodejních výsledků v oblasti prodeje všech modelů autobusů.

Mezi nepřímé konkurenty podniku lze zařadit veškeré substituty podnikových výrobků, tedy především vlakovou a leteckou dopravu, která působí na analyzovaných trzích.

Na základě identifikace hlavních konkurentů lze také zhodnotit nasycení daného trhu. Za účelem analýzy nasycenosti trhu byl použit český trh. Tržní podíl zmíněných podniků v oblasti prodeje autobusů dosahoval v průběhu sledovaného období až 75 %. Z tohoto úhlu pohledu je možné předpokládat, že výše tržního podílu identifikované konkurence a analyzovaného podniku na trhu funguje jako podstatná bariéra pro vstup nových konkurentů. Vstup nové konkurence na tento trh lze pokládat za nepravděpodobný.

## **Konkurenční síla podniku**

Před samotným zahájením analýzy konkurenční síly podniku je podle Maříka (2018, s. 97) důležité vyhodnotit **životní cyklus podniku**, který je podle téhož autora (2018, s. 99) možné rozdělit na fáze:

- zrodu;
- rozvoje;
- zralosti;
- dalšího vývoje/úpadku.

Analyzovaný podnik je dlouhodobě stabilním účastníkem automobilového trhu. Pro své vlastníky a věřitele dlouhodobě generuje podstatný zisk. Podnik je taktéž významným zaměstnavatelem v regionu a významným vlivem ovlivňuje dění ve svém okolí. Na základě zmíněných skutečností lze podnik zařadit do životní fáze zralosti.

V následujících odstavcích byly vyhodnoceny zvolené faktory, které ovlivňují vývoj podniku. Pro vyhodnocení jednotlivých faktorů byly vyhodnoceny Maříkovy modely.

Prvním krokem je podle Maříka (2018, s. 102) vyhodnocení **kvality managementu podniku**.

V následující tabulce č. 24 Vyhodnocení kvality managementu byla vyhodnocena zmíněná kvalita managementu. Výsledky této analýzy byly stanoveny na základě informací z výroční zprávy 2017, výroky auditora a osobních rozhovorech s vedoucími zaměstnanci podniku.

Tabulka 24 Vyhodnocení kvality managementu

| Kritérium                                      | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5  | 6 |
|--|---|---|---|---|---|----|---|
| Schopnost tvořit vize                          |   |   |   | X |   |    |   |
| Schopnost tvořit strategie                     |   |   |   |   |   | X  |   |
| Schopnost prognózovat                          |   |   |   |   |   | X  |   |
| Schopnost ocenit šance a rizika                |   |   |   |   | X |    |   |
| Plánování běžné činnosti                       |   |   |   |   |   |    | X |
| Styl vedení, hodnoty                           |   |   |   | X |   |    |   |
| Osobní kvalifikace                             |   |   |   |   | X |    |   |
| Schopnost učit se                              |   |   | X |   |   |    |   |
| Schopnost rozhodovat                           |   |   |   |   |   | X  |   |
| Vyváženost technických a ekonomických hledisek |   |   |   |   |   | X  |   |
| Součet   | 0 | 0 | 2 | 6 | 8 | 20 | 6 |

Zdroj: Mařík (2018, s. 102), vlastní zpracování (2019)

Vyhodnocení probíhá jako součin subjektivního hodnocení a bodové škály, přičemž hodnocení 4-6 znamená, že má podnik v dané oblasti převahu. Hodnocení 0 znamená, že podnik v dané oblasti nevyvíjí žádnou aktivitu a není možné toto kritérium hodnotit. Nižší bodový příjem, konkrétně hodnocení 1-3 znamená podprůměrné hodnocení. Analyzovaný podnik v analýze kvality managementu pomocí Maříkova modelu (2018, s. 102) získal celkem 42 bodů, což představuje 4,2 průměrný počet bodů pro každé kritérium. Vzhledem k získání nadprůměrného počtu bodů je možné management označit za jednu z hlavních konkurenčních výhod. Je důležité zmínit, že pro účely této analýzy je nutné předpokládat dlouhodobé setrvání managementu v podniku.

Podle Maříka (2018, s. 104) je v návaznosti na kvalitu managementu důležité vyhodnotit **situaci v personální oblasti**. Vyhodnocení této oblasti byla vyhodnoceno pomocí kritérií uvedených v tabulce č. 25 Vyhodnocení situace v personální oblasti. Výsledky této analýzy byly stanoveny na základě informací z výroční zprávy 2017, výroky auditora a osobních rozhovorech s vedoucími zaměstnanci podniku.

Tabulka 25 Vyhodnocení situace v personální oblasti

| Kritérium                           | 0 | 1 | 2 | 3 | 4  | 5  | 6 |
|-------------------------------------|---|---|---|---|----|----|---|
| Závislost na klíčových odbornostech |   |   |   |   | X  |    |   |
| Kvalifikace personálu               |   |   |   |   |    | X  |   |
| Nebezpečí fluktuace klíčových osob  |   |   |   |   | X  |    |   |
| Obecné hodnocení klimatu            |   |   |   |   |    |    | X |
| Ochota k výkonům pro podnik         |   |   |   | X |    |    |   |
| Relativní vývoj osobních nákladů    |   |   |   |   |    | X  |   |
| Náklady na školení                  |   |   |   |   | X  |    |   |
| Součet                              | 0 | 0 | 0 | 3 | 12 | 10 | 6 |

Zdroj: Mařík (2018, s. 104), vlastní zpracování (2019)

Podnik v personální oblasti získal celkem 31 bodů, což představuje průměr 4,4. I v této oblasti podnik získal nadprůměrný počet bodů, a proto lze personál podniku považovat za konkurenční výhodu. Stejně jako při hodnocení kvality managementu, i v tomto případě je důležitý předpoklad minimální personální fluktuace. I pro analýzu situace v personální oblasti byla použita stejná hodnotící stupnice. Personál podniku lze označit za loajální a nadprůměrně výkonný.

V další části je nutné vyhodnotit **inovační sílu podniku**. I v tomto případě bylo využito Maříkova modelu (2018, s. 105). V následující tabulce č. 26 Vyhodnocení inovační síly podniku byly vyhodnoceny zvolená kritéria. Výsledky této analýzy byly stanoveny na základě informací z výroční zprávy 2017, výroky auditora a osobních rozhovorech s vedoucími zaměstnanci podniku.

Tabulka 26 Vyhodnocení inovační síly podniku

| Kritérium   | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Množství registrovaných práv průmyslového vlastnictví |   |   |   |   |   | X |   |
| Podíl na nových produktech na trhu                    |   |   |   |   | X |   |   |
| Podíl nových produktů na tržbách                      |   |   |   |   | X |   |   |
| Využití informací z reklamací                         | X |   |   |   |   |   |   |
| Motivace pracovníků na inovacích                      |   |   |   | X |   |   |   |
| Podíl úspěšných výzkumných projektů                   |   |   |   | X |   |   |   |
| Strategie výzkumných prací                            |   |   | X |   |   |   |   |
| Podíl nákladů na výzkum a vývoj na tržbách            |   |   |   | X |   |   |   |
| Součet  | 0 | 0 | 2 | 6 | 8 | 5 | 0 |

Zdroj: Mařík (2018, s. 105-106), vlastní zpracování (2019)

Při hodnocení inovační síly podniku je třeba uvažovat nejenom samotnou sílu analyzovaného podniku, ale také celé organizace, která podnik zastřešuje. Náklady vynakládané na výzkum, registrovaná práva v průmyslovém vlastnictví a další kvantitativní ukazatele je nutné hodnotit na holdingové úrovni. Ukazatel využití informací z reklamací byl ohodnocen známkou 0, protože toto kritérium nebylo možné subjektivně vyhodnotit. Podnik v oblasti inovací získal celkem 21 bodů. Podnik průměrně získal pouze 2,6 bodu, a to zejména pro nízké hodnocení v oblasti strategie výzkumných prací a nebodování kritéria využití informací z reklamací. Strategie výzkumných prací byla vyhodnocena nižším počtem bodů, protože výzkum probíhá zejména v zahraničí. Z pohledu strategie by bylo vhodné větší část výzkumných prací přesunout do českého závodu.

V další části byl vyhodnocen stav **dlouhodobého majetku a investic**. Vybrané ukazatele patří k základním předpokladům podnikání ve automobilovém odvětví.



V následující tabulce č. 27 Vyhodnocení dlouhodobého majetku a investic byly vyhodnoceny zvolená kritéria. Výsledky této analýzy byly stanoveny na základě informací z výroční zprávy 2017, výroky auditora a osobních rozhovorech s vedoucími zaměstnanci podniku.

Tabulka 27 Vyhodnocení dlouhodobého majetku a investic

| Kritérium                             | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5  | 6  |
|---------------------------------------|---|---|---|---|---|----|----|
| Přiměřenost kapacit k datu ocenění    |   |   |   |   |   | X  |    |
| Technická úroveň dlouhodobého majetku |   |   |   |   | X |    |    |
| Stav údržby (podle celkového dojmu)   |   |   |   |   |   |    | X  |
| Fundovanost posuzování investic       |   |   |   |   | X |    |    |
| Investiční controlling                |   |   |   |   |   | X  |    |
| Přiměřenost investic                  |   |   |   |   |   |    | X  |
| Součet                                | 0 | 0 | 0 | 0 | 8 | 10 | 12 |

Zdroj: Mařík (2018, s. 107), vlastní zpracování (2019)

Podnik v oblasti dlouhodobého majetku a investic získal celkem 30 bodů. Průměrně na každé ze zvolených kritérií tedy připadá 5 bodů. Toto nadprůměrné hodnocení bylo zvoleno vzhledem k nadprůměrnému stavu výrobní techniky a jejího efektivního využití za účelem výroby produktů. V oblasti investic podnik taktéž dosáhl výborného hodnocení, a to především pro koordinaci investičních aktiv s ostatními podniky v holdingu.

### Vyhodnocení konkurenční síly

Obecně lze konkurenční sílu podniku vyhodnotit pomocí modelu, který ve své publikaci uvádí Mařík (2018, s. 109). V tomto modelu autor shrnul veškerá kritéria a následně je rozděluje na přímé a nepřímé.

V následující tabulce č. 28 Analýza přímých kritérií konkurenční síly jsou shrnuty **analyzovaná přímá kritéria**. Výsledky této analýzy byly stanoveny na základě informací z výroční zprávy 2017, výroky auditora a osobních rozhovorech s vedoucími zaměstnanci podniku.

Tabulka 28 Analýza přímých kritérií konkurenční síly

| Přímé faktory            | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5  | 6  |
|--------------------------|---|---|---|---|---|----|----|
| Kvalita výrobků          |   |   |   |   |   |    | X  |
| Technická úroveň výrobků |   |   |   |   |   | X  |    |
| Cenová úroveň            |   |   |   |   | X |    |    |
| Intenzita reklamy        |   |   |   | X |   |    |    |
| Výhoda místa             |   |   |   |   |   | X  |    |
| Výhoda distribuce        |   |   |   |   |   | X  |    |
| Image podniku            |   |   |   |   |   | X  |    |
| Servis a služby          |   |   |   |   |   |    | X  |
| Součet                   | 0 | 0 | 0 | 3 | 4 | 20 | 12 |

Zdroj: Mařík (2018, s. 109), vlastní zpracování (2019)

Výsledkem celkové analýzy přímých kritérií konkurenční síly podniku je značná převaha podniku. Podnik ve zvolených oblastech získal ve většině oblastí nadprůměrné hodnocení.

Výsledky této analýzy byly stanoveny na základě informací z výroční zprávy 2017, výroky auditora a osobních rozhovorech s vedoucími zaměstnanci podniku.

Následující tabulka č. 29 Analýza nepřímých kritérií konkurenční síly shrnuje **vyhodnocení nepřímých kritérií a jejich vyhodnocení**.

Tabulka 29 Analýza nepřímých kritérií konkurenční síly

| Nepřímé faktory     | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5  | 6 |
|---------------------|---|---|---|---|---|----|---|
| Kvalita managementu |   |   |   |   |   | X  |   |
| Výkonný personál    |   |   |   |   | X |    |   |
| Výzkum a vývoj      |   |   |   | X |   |    |   |
| Majetek a investice |   |   |   |   |   | X  |   |
| Finanční situace    |   |   |   |   |   | X  |   |
| Součet              | 0 | 0 | 0 | 3 | 4 | 15 | 0 |

Zdroj: Mařík (2018, s. 109), vlastní zpracování (2019)

V oblasti nepřímých kritérií, které byly detailně vyhodnoceny již v předchozí části této diplomové práce, získal podnik taktéž nadprůměrný počet bodů, a proto lze pozici podniku vůči jeho konkurenci označit za nadprůměrnou.

### Prognóza vývoje tržního podílu

Vnitřní faktory byly analyzovány především za účelem prognózování budoucího tržního podílu podniku a jeho dalšího vývoje. Prognóza vývoje tržního podílu je zároveň jednou z časových řad, které jsou nutné pro finální určení prognózy tržeb podniku.

Odhad vývoje tržního podílu podniku byl vypočítán za pomoci extrapolace. Ve výpočtu byly zohledněny pozitivní výsledky analýzy vnitřních a vnějších faktorů ovlivňujících podnik.

V tabulce č. 30 Skutečné hodnoty tržního podílu jsou zmíněny skutečné hodnoty tržního podílu.

Tabulka 30 Skutečné hodnoty tržního podílu

| Analyzované období  | 2012    | 2013     | 2014    | 2015    | 2016    | 2017    |
|---------------------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|
| Reálný tržní podíl  | 15,87 % | 12,01 %  | 14,96 % | 16,05 % | 18,00 % | 18,75 % |
| Růst tržního podílu | N/A     | -24,32 % | 24,55 % | 7,26 %  | 12,15 % | 4,15 %  |

Zdroj: vlastní zpracování (2019)

V následující tabulce č. 31 Prognózované hodnoty tržního podílu jsou shrnuty hodnoty prognózovaného tržního podílu podniku v období let 2018-2023.

Tabulka 31 Prognózované hodnoty tržního podílu

| Analyzované období       | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    | 2023    |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Prognózovaný tržní podíl | 18,71 % | 19,01 % | 19,23 % | 19,58 % | 20,21 % | 21,05 % |
| Růst tržního podílu      | -0,20 % | 1,60 %  | 1,16 %  | 1,82 %  | 3,22 %  | 4,16 %  |

Zdroj: vlastní zpracování (2019)

Na reálném vývoji tržního podílu je zřejmý vliv státních zakázek, které významným způsobem ovlivňují celkový prodej. I přes kolísání tržního podílu je v dalším vývoji podniku předpokládán

lineární mírný růst a určitá stabilizace celkového prodeje podniku. Pomalejší růst je předpokládán i z důvodu poměrně vysoké nasycenosti celého analyzovaného trhu. Ve druhé fázi vývoje podniku je předpokládán růst pro rok 2023, tedy 4,16 %. Budoucí lineární vývoj tržního podílu reflektuje také graf č. 9 Vývoj tržního podílu v prognózovaném období.

Graf 9 Vývoj tržního podílu v prognózovaném období



Zdroj: vlastní zpracování (2019)

Prognóza nereflektuje žádné nepředvídatelné události, které by mohly mít vliv na vývoj podniku. Předpoklad nastání nepředpokládaných událostí nebyl k datu ocenění významný. Budoucí vývoj tedy předpokládá pozitivní a lineární růst.

## SWOT analýza

V následující tabulce č. 32 SWOT analýza podniku je zobrazena vypracovaná SWOT analýza, která efektivně shrnuje silné stránky podniku, slabé stránky podniku, příležitosti a hrozby. SWOT analýza obecně prezentuje výsledky provedené strategické analýzy. Závěry provedené SWOT analýzy se opírají o informace získané z výroční zprávy z roku 2017 a rozhovory s vedoucími zaměstnanci podniku.

Tabulka 32 SWOT analýza podniku

| Silné stránky   | Slabé stránky                                  |
|---|--|
| Stabilní finanční zdraví podniku                      | Žádný export do USA a Asie                     |
| Vedoucí podnik na několika evropských trzích          | Nedostupnost asijských trhů                    |
| Dobrá zákaznická zkušenost                            | Neloajalita zaměstnanců                        |
| Zázemí mezinárodního holdingu                         | Nízká diverzifikace zákaznického portfolia     |
| Vysoká úroveň vedení podniku a vzdělávání zaměstnanců | Spolupráce s ostatními podniky uvnitř holdingu |
| Příležitosti  | Hrozby   |
| Nové technologie                                      | Růst cen materiálů                             |
| Standardizace produktových komponentů                 | Vstup zahraniční konkurence                    |
| Elektromobilita a alternativní pohonné hmoty          | Regulace, požadavky a nařízení regulátora trhu |
| Rozšíření produktového portfolia                      | Růst cen pohonných hmot                        |
| Zefektivnění produktivity práce                       | Nasycení trhu                                  |

Zdroj: vlastní zpracování (2019)

Pro každou ze zmíněných kategorií bylo identifikováno a vybráno 5 zásadních položek. Z tabulky č. 32 SWOT analýza podniku je zřejmé, že podnik z pohledu SWOT analýzy bude při dalším vývoji čelit hned několika zásadním otázkám. V průběhu dalšího vývoje se bude muset potýkat se zmíněnými příležitostmi i hrozbami.

Mezi nejsilnější stránky podniku patří jeho stávající finanční zdraví, které je podloženo provedenou finanční analýzou a dobrou zákaznickou zkušeností, která se projevuje především v dlouholetých obchodních vztazích se stávajícími zákazníky, ale i otevírání nových světových trhů. Mezi nejslabší stránky podniku patří neefektivní diverzifikace zákaznického portfolia a nízká míra spolupráce s ostatními podniky uvnitř holdingu. Za slabou stránku podniku lze také označit export do USA a Asie.

Největší příležitosti podniku spočívají obecně v nových technologiích a elektromobilitě, případně vývoje jiných pohonných hmot. V této oblasti se zároveň jedná i o hrozbu, protože bude nesmírně důležitá včasná a rychlá reakce podniku na vývoj konkurence v této oblasti, a především požadavky zákazníků. Velikou příležitostí, která může vést ke snížení provozních nákladů, je standardizace produktových komponentů, kterou podnik dlouhodobě zamýšlí.

V kategorii hrozby jsou nejvíce zásadní položky růstu cen pohonných hmot a materiálů, které podnik využívá pro výrobu svých produktů. Mezi další zcela zásadní hrozby je možné zařadit restriktivní politiku Evropské unie a stoupající požadavky regulátora trhu v oblasti ekologie, kvality a výroby.

### 3.3.2 Prognóza tržeb analyzovaného podniku

V předchozí kapitole 3.3.1 Strategická analýza, která se věnuje tématu strategické analýzy byla stanovena prognóza vývoje vnitřního a vnějšího potenciálu podniku v podobě tržního podílu a extrapolace časových řad. Na tomto základě je možné stanovit prognózu tržeb pro budoucí období. V následující tabulce č. 33 Atributy prognózy tržeb ve druhé fázi jsou shrnuty atributy, jež ovlivnily prognózu tržeb budoucího období a jež budou využity v ocenění druhé fáze existence podniku.

Tabulka 33 Atributy prognózy tržeb ve druhé fázi

| Ukazatel   | Hodnota |
|--|---------|
| Průměrný růst tržeb podniku v prognózovaném období | 4,26 %  |
| Růst tržeb v odvětví                               | 4,45 %  |
| Růst tržního potenciálu                            | 4,16 %  |

Zdroj: vlastní zpracování (2019)

Atributy prognózy tržeb ve druhé fázi jsou poněkud nižší oproti dosaženým výsledkům v prvním období. Průměrný vývoj tržeb v analyzovaném období dosáhl 14,72 %. V další fázi prognózy tržeb byl zvolen spíše konzervativní přístup. Další prognóza reflektuje mírný lineární vývoj. Následující tabulka č. 34 Reálné tržby podniku vyobrazuje reálné tržby podniku v letech 2012-2017.

Tabulka 34 Reálné tržby podniku

| Ukazatel              | 2012       | 2013       | 2014       | 2015       | 2016       | 2017       |
|-----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Tržby<br>(v tis. CZK) | 11 094 389 | 13 348 036 | 14 561 117 | 17 180 573 | 17 229 371 | 21 695 788 |
| Růst tržeb            | N/A        | 20,31 %    | 9,09 %     | 17,99 %    | 0,28 %     | 25,92 %    |

Zdroj: vlastní zpracování (2019)

Následující tabulka č. 35 Prognózované tržby podniku obsahuje prognózované hodnoty tržeb pro období 2018-2023.

Tabulka 35 Prognózované tržby podniku

| Ukazatel              | 2018       | 2019       | 2020       | 2021       | 2022       | 2023       |
|-----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Tržby<br>(v tis. CZK) | 22 521 209 | 23 533 025 | 24 570 221 | 25 561 857 | 26 624 398 | 27 858 974 |
| Růst tržeb            | 3,80 %     | 4,49 %     | 4,41 %     | 4,04 %     | 4,16 %     | 4,64 %     |

Zdroj: vlastní zpracování (2019)

Tabulka č. 35 Prognózované tržby podniku je hlavním výstupem celé strategické analýzy. Tato tabulka obsahuje podloženou prognózu tržeb pro období let 2018-2023. Tato tabulka nijak nereflakuje vliv inflace, která se podle České národní banky dlouhodobě pohybuje okolo hranice 2 %. Z tohoto úhlu pohledu je vhodné konstatovat, že růst tržeb analyzovaného podniku se pohybuje nad zmíněnou hranicí inflace, a proto není nutné předpokládat zhoršení stavu podniku.

### 3.3.3 Komplexní finanční plán

Po provedení finanční a strategické analýzy a před samotným výpočtem hodnoty podniku, tedy oceněním, je nutné vytvořit komplexní finanční plán na základě kterého budeme schopni predikovat hodnoty z rozvahy, výkazu zisků a ztrát a výkazu peněžních toků.

Finanční plán tvoří období minulé, tedy roky 2012 až 2017 a období budoucí, tedy predikované. Predikované období autor stanovil v celkové délce od roku 2018 do roku 2023.

#### Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Zjištění hodnot provozně potřebných a nepotřebných aktiv patří mezi stěžejní kroky při stanovování hodnoty podniku. Toto rozdělení je nutné, protože oceňujeme hlavní podnikatelskou činnost podniku. Společnost je součástí nadnárodního holdingu a mezi podnikatelské činnosti patří i servis atp. Do hlavní činnosti je tedy nutné zahrnout i tyto vedlejší činnosti, které souvisí s hlavní pracovní náplní podniku.

Autor rozdělil provozní činnosti podniku na hlavní a vedlejší. K tomuto rozdělení rozdělil taktéž dlouhodobý a oběžný majetek a určil jeho provozně nutnou hladinu s předpokladem, že podnik nemusí nutně využívat celou hodnotu svého majetku ke generování zisku. Mezi provozně nepotřebné prostředky/majetky autor zařadil především krátkodobý cizí majetek, dlouhodobý finanční majetek, procentuální část budov a pozemků a pohledávky, které nesouvisely s vyjmenovanými podnikatelskými činnostmi. V následující tabulce č. 36 Provozně potřebný a nepotřebný dlouhodobý majetek je zobrazen provozně potřebný a nepotřebný dlouhodobý majetek.

Tabulka 36 Provozně potřebný a nepotřebný dlouhodobý majetek

| Ukazatel            | 2012      | 2013      | 2014      | 2015      | 2016      | 2017      |
|---------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Dlouhodobý majetek  | 1 886 265 | 2 125 574 | 2 150 575 | 2 203 592 | 2 237 745 | 2 472 838 |
| Provozně nepotřebný | 29 610    | 21 456    | 22 115    | 53 585    | 141 775   | 160 784   |
| Provozně potřebný   | 1 856 655 | 2 104 118 | 2 128 460 | 2 150 007 | 2 095 970 | 2 312 054 |

Zdroj: vlastní zpracování (2019)

V následující tabulce č. 37 Provozně potřebný a nepotřebný pracovní kapitál je zobrazen provozně potřebný a nepotřebný pracovní kapitál.

Tabulka 37 Provozně potřebný a nepotřebný pracovní kapitál

| Ukazatel            | 2012      | 2013      | 2014      | 2015      | 2016      | 2017      |
|---------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Pracovní kapitál    | 2 492 812 | 3 524 769 | 4 826 120 | 6 299 094 | 6 503 304 | 8 327 544 |
| Provozně nepotřebný | 87 527    | 187 881   | 145 441   | 240 637   | 18 923    | 305 365   |
| Provozně potřebný   | 2 405 285 | 3 336 888 | 4 680 679 | 6 058 457 | 6 484 381 | 8 022 179 |

Zdroj: vlastní zpracování (2019)

### Korigovaný provozní výsledek hospodaření podniku

Korigovaný provozní výsledek hospodaření podniku vychází z výkazu zisků a trát a skládá se z provozního zisku, zisku z prodeje dlouhodobého majetku a odpisů. V následující tabulce č. 38 Korigovaný provozní výsledek hospodaření jsou zobrazeny hodnoty zmíněných položek v jednotlivých letech.

Tabulka 38 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

| Ukazatel   | 2012      | 2013      | 2014      | 2015      | 2016      | 2017      |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Provozní výsledek hospodaření                                  | 1 169 685 | 1 493 044 | 1 634 282 | 1 989 075 | 2 168 243 | 2 551 540 |
| Výsledek z prodeje majetku                                     | 2 011     | 2 545     | 612       | 257       | 739       | 343       |
| Odpisy   | 222 670   | 203 950   | 279 436   | 386 623   | 567 490   | 322 498   |
| Korigovaný provozní výsledek hospodaření před zdaněním a úroky | 1 394 366 | 1 699 539 | 1 914 330 | 2 375 955 | 2 736 472 | 2 874 381 |

Zdroj: vlastní zpracování (2019)

### Prognóza generátorů hodnoty

Za generátory hodnoty zvoleného podniku autor zvolil tržby, provozní ziskovou marži, investice do pracovního kapitálu a investice do dlouhodobého majetku po vzoru Maříka (2018, s. 149). Tyto podnikohospodářské veličiny tvoří soubor hodnot, díky kterým je možné vytvořit finanční plán, který je základem výnosového ocenění, jak se o kompletním finančním plánu zmiňuje Mařík (2018, s. 175).

Díky analýze generátorů tržeb a provozní marže je možné vytvořit jednu z částí finančního plánu, a sice výkaz zisků a ztrát. V případě ostatních položek výkazu zisků a ztrát lze vycházet z hodnot minulých s předpokladem, že je velká pravděpodobnost, že se tyto hodnoty zásadním způsobem v prognózovaném období nezmění.

V případě rozvahy lze vycházet z generátorů pracovního a dlouhodobého majetku, včetně investic v podobě meziročního růstu zmíněného majetku. Lze předpokládat, že méně významné položky rozvahy, které nijak neovlivní výnosové ocenění, zůstanou na podobné hodnotě, jako v předchozím roce prognózy 2017. Následující odstavce analyzují vyjmenované generátory hodnoty.

## Tržby

Analýze tržeb byla věnována věnována podstatná část strategické analýzy, a proto není nutné tento generátor opět detailně popisovat, je však nutné vzít do úvahy možné omezení v podobě kapacitních možností výroby v podobě např. potřebných investic, aneb je nutné potvrdit, že prognózovaný růst tržeb bude odpovídat výrobní kapacitě podniku či jeho schopnosti výrobní kapacitu navyšovat. Z tohoto pohledu je možné analyzovat růst investic do dlouhodobého a oběžného majetku v průběhu analyzovaného období a ověřit, že podnik bude schopný financovat další potřebné investice. Tabulka č. 39 Vývoj investic do dlouhodobého majetku a oběžného majetku zobrazuje vývoj dlouhodobého majetku a oběžných aktiv ve sledovaném období.

Tabulka 39 Vývoj investic do dlouhodobého majetku a oběžného majetku

| Ukazatel                   | 2012 | 2013    | 2014   | 2015    | 2016   | 2017    |
|----------------------------|------|---------|--------|---------|--------|---------|
| Vývoj dlouhodobého majetku | N/A  | 12,69 % | 1,18 % | 2,47 %  | 1,55 % | 10,51 % |
| Vývoj oběžných aktiv       | N/A  | 70,25 % | 5,29 % | 17,27 % | 4,02 % | 23,90 % |

Zdroj: účetní výkazy podniku, vlastní zpracování (2019)

Z předchozí tabulky č. 39 Vývoj investic do dlouhodobého majetku a oběžného majetku je zřejmé, že podnik ve sledovaném období několikrát navýšil jak výrobní kapacity, které v tomto případě uvažujeme jako dlouhodobý majetek, tak položky potřebné k výrobě, jako např. materiál a další položky oběžných aktiv.

Vzhledem k již dříve analyzovanému finančnímu zdraví podniku je možné konstatovat, že existuje opodstatněný předpoklad, že podnik bude schopný investovat do navýšení výrobních kapacit a tím udržet rostoucí vývoj tržeb. Tento jev byl mimo jiné zkoumán také v kapitole 3.2.4 Bilanční pravidla, která se věnovala bilančním pravidlům. Zlaté pravidlo financování potvrdilo, že podnik efektivně investuje do navyšování svých výrobních kapacit.

## Provozní zisková marže

Mařík (2018, s. 151) ve své knize jako druhý generátor hodnoty zmiňuje provozní ziskovou marži. V této publikaci zmiňuje také jeho matematickou definici.

$$PZM = \frac{KPVH}{T} \quad (38)$$

kde:

PZM je provozní zisková marže,  
KPVH je korigovaný provozní výsledek hospodaření,  
T jsou tržby.



Mařík (2018, s. 151-153) také zmiňuje dva způsoby výpočtu, a sice shora a zdola. V následující tabulce č. 40 Výpočet prognózy ziskové marže variantou shora reflektuje použité hodnoty k výpočtu a také samotný výpočet provozní ziskovou marže pomocí způsobu výpočtu shora.

Tabulka 40 Výpočet prognózy ziskové marže variantou shora

| Ukazatel<br>(v tis. CZK)   | 2018       | 2019       | 2020       | 2021       | 2022       | 2023       |
|----------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Tržby                      | 22 521 209 | 23 533 025 | 24 570 221 | 25 561 857 | 26 624 398 | 27 858 974 |
| KPVH před<br>odpisy a daní | 3 024 443  | 3 193 431  | 3 410 347  | 3 583 772  | 3 783 327  | 4 061 838  |
| Zisková<br>marže           | 13,43 %    | 13,57 %    | 13,88 %    | 14,02 %    | 14,21 %    | 14,58 %    |

Zdroj: účetní výkazy podniku, vlastní zpracování (2019)

Výpočet prognózy ziskové marže pomocí varianty shora využívá extrapolace hodnot z minulého období.

Následující tabulka č. 41 Výpočet prognózy ziskové marže variantou zdola shrnuje výpočet prognózy provozní marže pomocí způsobu výpočtu zdola.

Tabulka 41 Výpočet prognózy ziskové marže variantou zdola

| Ukazatel<br>(v tis. CZK) | 2018       | 2019       | 2020       | 2021       | 2022       | 2023       |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Tržby                    | 22 521 209 | 23 533 025 | 24 570 221 | 25 561 857 | 26 624 398 | 27 858 974 |
| VS                       | 17 688 158 | 18 405 179 | 19 167 229 | 19 848 782 | 20 562 022 | 21 484 841 |
| % VS                     | 78,54 %    | 78,21 %    | 78,01 %    | 77,65 %    | 77,23 %    | 77,12 %    |
| ON                       | 1 376 046  | 1 440 221  | 1 491 412  | 1 546 492  | 1 610 776  | 1 682 682  |
| % ON                     | 6,11 %     | 6,12 %     | 6,07 %     | 6,05 %     | 6,05 %     | 6,04 %     |
| OPN                      | 8 758 498  | 8 337 751  | 8 248 223  | 8 489 093  | 7 840 885  | 7 872 946  |
| % OPN                    | 38,89 %    | 35,43 %    | 33,57 %    | 33,21 %    | 29,45 %    | 28,26 %    |
| OPV                      | 8 321 496  | 8 358 971  | 8 411 213  | 8 398 456  | 8 413 543  | 8 438 769  |
| KPVH                     | 3 020 003  | 3 708 845  | 4 074 569  | 4 075 946  | 5 024 257  | 5 257 274  |
| Zisková marže            | 13,41 %    | 15,76 %    | 16,58 %    | 15,95 %    | 18,87 %    | 18,87 %    |

Zdroj: účetní výkazy podniku, vlastní zpracování (2019)

V tabulce č. 41 Výpočet prognózy ziskové marže variantou zdola VS je výkonová spotřeba, ON jsou osobní náklady, OPN jsou ostatní provozní náklady, OPV jsou ostatní provozní výnosy a KPVH je korigovaný provozní výsledek hospodaření. Podíl jednotlivých ukazatelů je vztažen k tržbám.

Jak je zřejmé z tabulky výše, výpočet zdola vychází z extrapolace jednotlivých nákladových položek. Vzhledem k poměrně velkému rozdílu mezi výsledky obou variant se autor diplomové práce rozhodl přiklonit k výsledkům získaných variantou shora. Autor své rozhodnutí o přiklonění se k výsledkům pomocí varianty shora vysvětluje také kvůli možnému rozdílu při úpravě jednotlivých nákladových složek o faktory, kterými byly především vývoj počtu zaměstnanců podniku, vývoj osobních nákladů na zaměstnance.

## Pracovní kapitál

Jak je zřejmé z předchozích odstavců, kapitola generátorů hodnoty je zpracována po vzoru Maříka. Jako další generátor hodnot uvádí Mařík (2018, s. 157-161) pracovní kapitál. Pracovní kapitál použitý za účelem analýzy generátoru hodnoty se od klasické hodnoty pracovního kapitálu liší v jeho hodnotě. Pracovní kapitál v této kapitole neobsahuje provozně nepotřebný pracovní kapitál a zohledňuje pouze krátkodobé úročené závazky. Nadbytečná likvidita nemusela být zohledněna v hodnotě peněžních prostředků, protože podnik v žádném ze sledovaných období nedosáhl hodnoty okamžité likvidity 0,3. V následující tabulce č. 42 Výpočet prognózy pracovního kapitálu je zobrazen výpočet prognózy pracovního kapitálu.

Tabulka 42 Výpočet prognózy pracovního kapitálu

| Ukazatel<br>(v tis. CZK) | 2018       | 2019       | 2020       | 2021       | 2022       | 2023       |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Z                        | 2 272 483  | 2 287 908  | 2 319 993  | 2 342 206  | 2 365 652  | 2 408 227  |
| KP                       | 15 163 869 | 15 166 955 | 15 176 827 | 15 179 912 | 15 191 635 | 15 195 955 |
| KZ                       | 10 426 394 | 10 446 756 | 10 457 245 | 10 475 139 | 10 494 883 | 10 515 862 |
| P                        | 52 132     | 62 681     | 73 201     | 83 801     | 94 454     | 105 159    |
| PNPK                     | 7 062 090  | 7 070 787  | 7 112 775  | 7 130 780  | 7 156 858  | 7 193 478  |

Zdroj: účetní výkazy podniku, vlastní zpracování (2019)

V tabulce č. 42 Výpočet prognózy pracovního kapitálu Z jsou zásoby, KP jsou krátkodobé pohledávky, KZ jsou krátkodobé závazky, P jsou peníze a PNPK je provozně nutný pracovní kapitál. Budoucí hodnoty jednotlivých položek byly určeny pomocí extrapolace a s ohledem na relevantní faktory, které mohly ovlivnit jejich vývoj v čase. Tato prognóza nereflkuje žádné hypotetické změny ve vztazích mezi podnikem, jeho zákazníky a jeho dodavateli.

## Investice do dlouhodobého majetku

Jedním z posledních generátorů hodnoty, které Mařík (2018, s. 161-164) zmiňuje ve své publikaci, jsou investice do dlouhodobého majetku. Pro výpočet prognózy vývoje tohoto generátoru bude použit globální přístup, který je, mimo jiné, zmíněn v kapitole 2.4.4 Generátory hodnoty. Postup výpočtu pomocí globálního přístupu zmiňuje také Mařík (2018, s. 162-163), kde uvádí také postup výpočtu. Výpočet budoucích hodnot dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku je zobrazen v tabulce č. 43 Výpočet prognózy dlouhodobého majetku.

Tabulka 43 Výpočet prognózy dlouhodobého majetku

| Ukazatel (v tis. CZK) | 2018      | 2019      | 2020      | 2021      | 2022      | 2023      |
|-----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| DNM                   | 1 632 838 | 1 706 197 | 1 781 396 | 1 853 292 | 1 930 328 | 2 019 838 |
| DHM                   | 1 553 840 | 1 623 650 | 1 695 211 | 1 763 628 | 1 836 938 | 1 922 117 |
| Odpisy                | 342 789   | 358 190   | 373 976   | 389 070   | 405 243   | 424 034   |
| Investice Netto       | 714 074   | 143 169   | 146 760   | 140 313   | 150 346   | 174 689   |
| Investice Brutto      | 1 056 863 | 501 358   | 520 736   | 529 383   | 555 589   | 598 722   |

Zdroj: účetní výkazy podniku, vlastní zpracování (2019)

Základem pro výpočet prognózy uvedené v tabulce č. 43 Výpočet prognózy dlouhodobého majetku byly hodnoty minulých let na základě kterých byly vypočteny koeficienty, které autor aplikoval za účelem získání budoucích hodnot, tedy prognózy. V této tabulce DNM je dlouhodobý nehmotný majetek a DHM je dlouhodobý hmotný majetek. Koeficienty byly definovány jako vážené průměry let hodnot ve sledovaném období 2012-2017. Tento přístup

nijak nezohledňuje budoucí potřeby podniku v podobě rozšiřování provozní částí podniku. Potřeba rozšíření je vzhledem ke stávajícímu a prognózovanému růstu prodaných kusů výrobků a samotných tržeb velice pravděpodobná. Dalším faktorem, který není zohledněn, jsou investice do dlouhodobého majetku v podobě modernizace jednotlivých částí výroby. Modernizace, stejně jako navýšení výrobních kapacit, je nevyhnutelná a taktéž pravděpodobná vzhledem k vysokému tempu technologického vývoje.

### 3.3.4 Metoda diskontovaných peněžních toků

Metoda diskontovaných peněžních toků ve variantě entity je základní výnosovou oceňovací metodou, která je založena na volných peněžních tocích. Diskontováním volných peněžních toků je možné vyjádřit hodnotu podniku. Volný peněžní tok představuje takový peněžní tok, který lze v daný moment z podniku čerpat, aniž by čerpání ohrozilo samotnou podstatu podniku.

Výpočet hodnoty podniku pomocí metody diskontovaných peněžních toků ve variantě entity je rozdělen do dvou fází. V první fázi ocenění pomocí této metody je použito závěrů z finančního plánu a prognózovaných hodnot účetních výkazů. Finanční plán byl definován pro období 2018-2023. Ve druhé fázi ocenění je použito ukazatele předpokládaného tempa růstu podniku, které bylo stanoveno v odstavcích věnovaných strategické analýze. Tempo růstu podniku bylo určeno jako tempo růstu tržeb v hodnotě 4,26 %. Tempo růstu tržeb je použito pro období po roce 2023, protože pro toto období nebylo možné vytvořit relevantní finanční plán.

V následující tabulce č. 44 Volné peněžní toky jsou uvedeny volné peněžní toky pro výpočet hodnoty podniku v první fázi.

Tabulka 44 Volné peněžní toky

| Ukazatel<br>(v tis. CZK)  | 2018             | 2019             | 2020             | 2021             | 2022             | 2023             |
|---------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Zdaněný KPVH              | 2 168 544        | 3 056 638        | 3 345 450        | 3 336 101        | 4 075 955        | 4 220 914        |
| Odpisy                    | 342 789          | 358 190          | 373 976          | 389 070          | 405 243          | 424 034          |
| Brutto investice do DM    | 714 074          | 143 169          | 146 760          | 140 313          | 150 346          | 174 689          |
| Změna PK                  | 75 962           | 8 698            | 41 988           | 18 005           | 26 078           | 36 619           |
| <b>Volné peněžní toky</b> | <b>1 721 297</b> | <b>3 262 961</b> | <b>3 530 678</b> | <b>3 566 853</b> | <b>4 304 773</b> | <b>4 433 639</b> |

Zdroj: vlastní zpracování (2019)

V tabulce č. 44 Volné peněžní toky KPVH je koridovaný provozní výsledek hospodaření, DM je dlouhodobý majetek a PK je pracovní kapitál. Brutto investice do dlouhodobého majetku reflektují pouze provozně nutný majetek. Meziroční růst pracovního kapitálu taktéž prezentuje pouze provozně nutný pracovní kapitál. Korigovaný provozní výsledek hospodaření je upraven o daně.

Volné peněžní toky jsou prvním faktorem výpočtu hodnoty podniku. Následující odstavec je věnován druhému faktoru, a sice diskontní míře.

#### Diskontní míra

Druhým faktorem, který ovlivní výsledné ocenění pomocí metody diskontovaných peněžních toků, je diskontní míra. Diskontní míra byla zvolena v hodnotě vážených průměrných nákladů kapitálu, tedy WACC (z angl. „Weighted Average Cost of Capital“). Výhodou WACC je skutečnost, že obsahuje požadovanou výnosnost pro své majitele v podobě nákladů vlastního

kapitálu, ale také pro své věřitele v podobě nákladů cizího kapitálu. Detailní postup určení WACC je popsán v kapitole 2.4.7 Metoda diskontovaných peněžních toků.

WACC lze určit i pomocí placené publikace „Valuation Handbook 2017 (International Industry Cost of Capital – data through March 31, 2017)“. V této publikaci byly WACC určeny v hodnotě 6,1 %.

**Náklady na cizí kapitál** lze určit několika způsoby. Prvním způsobem může být výpočet založený na odvození nákladů cizího kapitálu z hodnot účetních položek podniku. Pro tento výpočet je nutné znát hodnoty nákladových úroků a celkovou výši cizího kapitálu v podniku. Výpočet pomocí této metody je zobrazen v tabulce č. 45 Náklady na cizí kapitál 1.

Tabulka 45 Náklady na cizí kapitál 1

| Ukazatel (v tis. CZK)  | Hodnoty   |
|------------------------|-----------|
| Nákladové úroky        | 469 601   |
| Dlouhodobé úvěry       | 269       |
| Krátkodobé úvěry       | 5 132 901 |
| Průměrná úroková sazba | 9,15 %    |

Zdroj: účetní výkazy podniku, vlastní zpracování (2019)

Výpočet v tabulce č. 45 Náklady na cizí kapitál 1 vychází z hodnot dosažených v roce 2017. Průměrnou úrokovou míru lze poté prezentovat jako náklady cizího kapitálu, které byly určeny v hodnotě 9,15 %.

V následující tabulce č. 46 jsou náklady cizího kapitálu určeny druhou metodou založenou na poznatcích profesora Damodarana (2018, s. 88-90). Ten náklady cizího kapitálu určuje jako součet bezrizikové úrokové míry a přírážky za velikost podniku (či jiné). Určení bezrizikové úrokové míry může být provedeno po vzoru Maříka (2018, s. 251) jako výnosnost státních dluhopisů. Riziková přírážka je stanovena z publikace p. Maříka (2018, s. 250), která vychází z analýzy profesora Damodarana. Obě hodnoty jsou uvedeny v tabulce č. 46 Náklady na cizí kapitál 2.

Tabulka 46 Náklady na cizí kapitál 2

| Ukazatel                                 | Hodnoty |
|--|---------|
| Bezriziková výnosnost státních dluhopisů | 1,50 %  |
| Přírážka dle úrokového krytí             | 0,60 %  |
| Náklady na cizí kapitál                  | 2,10 %  |

Zdroj: vlastní zpracování (2019)

Pro významný rozdíl mezi výsledky výpočtů nákladů cizího kapitálu uvedených v tabulkách č. 45 a 46 je nutné rozhodnout, jakou hodnotu bude vhodné využít pro ocenění. Pro rozhodnutí byla využita publikace „Valuation Handbook 2017 – International Industry Cost of Capital“, ve které je pro dané tržní odvětví uvedena hodnota nákladů cizího kapitálu 3,9 %. Po srovnání všech dostupných informací se autor rozhodl využít hodnotu nákladů cizího kapitálu z tabulky č. 46 pro její bližší shodu s hodnotou uvedenou ve zmíněné publikaci.

Po stanovení nákladů cizího kapitálu je možné přikročit k **výpočtu nákladů vlastního kapitálu**, který byl proveden pomocí aplikace modelu CAPM. Tento model stanovuje náklady

vlastního kapitálu pomocí informací o výnosnosti kapitálového trhu. Pro výpočet je nutné stanovit hodnoty bezrizikové výnosnosti, rizikové prémie trhu a koeficient beta.

Bezriziková výnosnost byla stanovena v hodnotě výnosnosti dlouhodobých vkladních dluhopisů USA, konkrétně aktuální hodnota desetiletých dluhopisů USA. Tato hodnota byla stanovena na základě informací z internetových stránek Amerického ministerstva financí, <https://home.treasury.gov>. **Hodnota výnosnosti desetiletých dluhopisů USA byla stanovena jako 2,46 %.**

Riziková prémie trhu byla stanovena pomocí dat profesora Damodarana (2018) a následně upravena pomocí rizikových přírážek tak, aby reflektovala podmínky na českém trhu. Hodnota rizikové prémie byla upravena o inflační cíle, které na svých stránkách publikuje Česká národní banka, a které byly stanoveny v hodnotě 2 %. Výsledné hodnoty Rizikové prémie trhu byly stanoveny pomocí hodnot „Country Risk Premium ČR“ v hodnotě 0,84 a „Equity Risk Premium USA“ v hodnotě 5,13.

Posledním faktorem, který je třeba stanovit, je koeficient beta. I v tomto případě byly použity data profesora Damodarana (2018), který na svých webových stránkách publikuje hodnoty nezadlužené bety. Nezadluženou betu je poté možné pomocí vzorce č. 39 převést na zadluženou betu. Smyslem koeficientu beta je určení nákladů vlastního kapitálu jako vyjádření konkrétní míry rizika spojené s analyzovaným podnikem. Nezadluženou betu je nutné upravit a převést jí na betu zadluženou, protože podnik využívá ke svému financování cizí zdroje, což navyšuje riziko rizika. Hodnoty zadlužené bety tudíž musí být nutně vyšší než hodnoty bety nezadlužené. Převod na zadluženou betu je možné podle Maříka (2018, s. 263) provést pomocí následující rovnice:

$$\beta_Z = \beta_N \left(1 + (1 - d) \frac{CK}{VK}\right) \quad (39)$$

kde:

$\beta_Z$  je beta zadlužená,  
 $\beta_N$  je beta nezadlužená,  
 $d$  je sazba daně z příjmů,  
 $CK$  je cizí kapitál,  
 $VK$  je vlastní kapitál.

Výpočet zadlužené bety je zobrazen v tabulce č. 47 Výpočet zadlužené bety.

Tabulka 47 Výpočet zadlužené bety

| Ukazatel                          | Hodnota |
|-----------------------------------|---------|
| Nezadlužená beta (Automotive)     | 0,899   |
| Nezadlužená beta (Auto Parts)     | 1,335   |
| Nezadlužená beta (Vážený průměr)  | 1,117   |
| Sazba daně z příjmu               | 19 %    |
| Poměr cizího a vlastního kapitálu | 60,12 % |
| Zadlužená beta                    | 1,660   |

Zdroj: Damodaran (2019), vlastní zpracování (2019)

Následující tabulka č. 48 Výpočet nákladů vlastního kapitálu obsahuje jednotlivé hodnoty použité pro výpočet nákladů vlastního kapitálu a samotný výpočet.

Tabulka 48 Výpočet nákladů vlastního kapitálu

| Ukazatel                     | Hodnota |
|------------------------------|---------|
| Výnosnost vládních dluhopisů | 0,0246  |
| Country risk premium CZE     | 0,84    |
| Equity Risk Premium US       | 5,13    |
| Zadlužená beta               | 1,660   |
| Náklady vlastního kapitálu   | 9,94 %  |

Zdroj: vlastní zpracování (2019)

V posledním kroku výpočtu diskontní míry v podobě WACC je nutné stanovit hodnotu tržní hodnoty kapitálu podniku. Pro výpočet tržní hodnoty byly využity hodnoty kapitálu z konce roku 2017 a koeficient „Market/Book“ z publikace „2017 Valuation Handbook“ v hodnotě 1,3. Propočet tržní hodnoty je zobrazen v následující tabulce č. 49 Tržní hodnota kapitálu podniku.

Tabulka 49 Tržní hodnota kapitálu podniku

| Ukazatel (v tis. CZK) | Účetní hodnota | Tržní hodnota |
|-----------------------|----------------|---------------|
| Vlastní kapitál       | 9 270 588      | 12 051 764    |
| Cizí kapitál          | 5 574 093      | 7 246 321     |

Zdroj: účetní výkazy podniku, vlastní zpracování (2019)

Po dopočetí faktoru je možné stanovit hodnotu WACC pomocí vzorce, který zmiňuje Mařík (2018, s. 243). Jeho podoba je zmíněna v kapitole 2.4.7 Metoda diskontovaných peněžních toků.

V následující tabulce č. 50 Výpočet WACC je zobrazen výpočet WACC.

Tabulka 50 Výpočet WACC

| Ukazatel (v tis. CZK)      | Hodnota    |
|----------------------------|------------|
| Celkový kapitál            | 19 298 085 |
| Vlastní kapitál            | 12 051 764 |
| Cizí kapitál               | 7 246 321  |
| Náklady na cizí kapitál    | 2,10 %     |
| Náklady vlastního kapitálu | 9,94 %     |
| Sazba daně z příjmu        | 19,00 %    |
| WACC                       | 6,84 %     |

Zdroj: vlastní zpracování (2019)

Finální hodnota vážených průměrných nákladů kapitálu byla určena jako 6,84 %. Jak již bylo řečeno, správnost výsledku je možné ověřit pomocí hodnoty uvedené v publikaci „2017 Valuation Handbook (International Industry Cost of Capital – data through March 31, 2017)“. Hodnota WACC pro automotive odvětví dosáhla hodnoty 6,1 %. Podobnost výsledků je možné považovat za důkaz správného postupu při výpočtu WACC.

### Stanovení tržní hodnoty podniku pomocí dvoufázové metody DCF entity

Stanovení tržní hodnoty podniku je rozděleno do dvou fází. V první fázi se metoda zabývá oceněním podniku na základě vytvořeného finančního plánu, tedy období let 2018-2023. Pro dosažení hodnoty podniku v první fázi je nutné diskontovat prognózované volné peněžní toky. Součet diskontovaných peněžních toků poté tvoří hodnotu podniku. Výpočet zobrazuje tabulka č. 51 Stanovení tržní hodnoty podniku metodou DCF entity v první fázi.

Tabulka 51 Stanovení tržní hodnoty podniku metodou DCF entity v první fázi

| Ukazatel (v tis. CZK)           | 2018      | 2019      | 2020      | 2021      | 2022      | 2023      |
|---------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Volné peněžní toky              | 1 721 297 | 3 262 961 | 3 530 678 | 3 566 853 | 4 304 773 | 4 433 639 |
| Kalkulovaná úroková míra        | 0,936     | 0,876     | 0,820     | 0,767     | 0,718     | 0,672     |
| Diskontované volné peněžní toky | 1 611 028 | 2 858 293 | 2 894 679 | 2 737 001 | 3 091 629 | 2 980 197 |

Zdroj: vlastní zpracování (2019)

Pro stanovení druhé fáze je třeba vycházet z předpokladu, že podnik bude existovat nekonečně, tedy aplikujeme princip „ongoing concern“. Pro stanovení tržní hodnoty podniku ve druhé fázi byla zvolena metoda pomocí parametrického vzorce, který byl již dříve vyhodnocen jako vhodnější. Parametrický vzorec zařazuje do výpočtu parametry, kterými jsou tempo růstu podniku, rentabilita investic a míra investic. Výpočet je založen na korigovaném provozním výsledku hospodaření.

Výpočet parametrického vzorce je uveden v tabulce č. 52 Výpočet parametrického vzorce.

Tabulka 52 Výpočet parametrického vzorce

| Ukazatel (v tis. CZK)              | Hodnota     |
|------------------------------------|-------------|
| Tempo růstu ve druhé fázi          | 4,26 %      |
| Rentabilita investic ve druhé fázi | 16,21 %     |
| Míra investic ve druhé fázi        | 26,28 %     |
| KPVH v 1. roce druhé fáze          | 4 220 914   |
| Pokračující hodnota                | 120 392 159 |
| KPVH v prvním roce druhé fáze      | 4 220 914   |
| Pokračující hodnota                | 120 392 159 |
| Současná hodnota druhé fáze        | 80 925 010  |

Zdroj: vlastní zpracování (2019)

Pokračující hodnota podniku byla převedena na současnou hodnotu a upravena o cizí kapitál a neprovozní majetek podniku.

Pokračující hodnota může být určena i pomocí stálé renty, která ovšem nezahrnuje budoucí vývoj podniku a tím ve velké míře zkresluje výsledek. Výsledek pokračující hodnoty určené touto metodou je 64 775 735 tis. CZK. Tato hodnota nebude využita pro určení celkové hodnoty podniku.

V následující tabulce č. 53 Určení hodnoty podniku je dopočítána celková hodnota podniku.

Tabulka 53 Určení hodnoty podniku

| Ukazatel (v tis. CZK)               | Hodnota    |
|-------------------------------------|------------|
| Ocenění podniku brutto              | 97 097 838 |
| Úročený cizí kapitál k datu ocenění | 5 574 093  |
| Ocenění podniku netto               | 91 523 745 |
| Neprovozní aktiva k datu ocenění    | 496 523    |
| Hodnota podniku                     | 92 020 268 |

Zdroj: vlastní zpracování (2019)

Pomocí metody diskontovaných peněžních toků ve variantě DCF entity byl podnik k 1. 1. 2018 oceněn částkou 92 020 268 tis. CZK.

### 3.3.5 Metoda účetní hodnoty vlastního kapitálu

Metoda určení účetní hodnoty vlastního kapitálu je pouze doplňkovou metodou ocenění podniku a její výsledky můžeme prezentovat jako spodní hranici ocenění funkčního podniku. Zásadním problémem této metody je, že pro výpočet využívá data dostupná v účetní závěrce, kde je většina položek uvedena na bázi historických cen. Data v účetní závěrce mohou být dále zkreslena např. specifickými účetními a oceňovacími politikami Společnosti.

Výpočet účetní hodnoty vlastního kapitálu spočívá ve snížení hodnoty bilanční sumy o cizí zdroje. Následující tabulka č. 54 Výpočet účetní hodnoty vlastního kapitálu na bázi historických cen k 1.1.2018 shrnuje ocenění pomocí této metody.

Tabulka 54 Výpočet účetní hodnoty vlastního kapitálu na bázi historických cen k 1. 1. 2018

| Ukazatel                                    | Hodnota    |
|---|------------|
| Účetní hodnota aktiv k 31. 12. 2017         | 14 845 201 |
| Účetní hodnota cizích zdrojů k 31. 12. 2017 | 5 133 170  |
| Hodnota VK v historických cenách            | 9 712 031  |

Zdroj: vlastní zpracování (2019)

Autor pomocí výše popsané metody určil účetní hodnotu vlastního kapitálu podniku Iveco Czech Republic, a. s. k 1. 1. 2018 na 9 712 031 tis. CZK.

### 3.3.6 Metoda odvětvových multiplikátorů

Metoda odvětvových multiplikátorů oceňuje společnost, na rozdíl od předešlé metody účetní hodnoty vlastního kapitálu, na tržním základě. Určení hodnoty vlastního kapitálu pomocí této metody výrazně usnadňuje využití dat profesora Damodarana. Pro výpočet hodnoty vlastního kapitálu autor využil jako vztahovou veličinu hodnota EBITDA. Tato hodnota umožňuje výpočet hodnoty pro majitele Společnosti, což autor považuje za největší výhodu jejího využití.

Jak autor již popsal v metodické části této práce, výpočet probíhá pomocí násobení zvolené vztahové veličiny, v tomto případě EBITDA, a odvětvového multiplikátoru. Pro zpřesnění hodnoty vlastního kapitálu můžeme dále odečíst hodnotu cizího úročeného kapitálu.



Pro výpočet odvětvového multiplikátoru autor využil data profesora Damodarana, zejména ukazatel EV/EBITDA, jehož výpočet je příbuzný výpočtu nezadluženého koeficientu beta. Tento zdroj obsahuje data mnoha tržních odvětví a firem. Data použitá pro tento výpočet byla aktualizována 5. 1. 2018. Pro výpočet byla zvolena odvětví:

- Auto & Truck,
- Auto Parts,
- Electrical Equipment,
- Retail (Automotive).

Tržní odvětví byla zvolena v souladu s předmětem podnikání Společnosti, které se skládá z více činností a každé odvětví bylo poté ohodnoceno tržní váhou, která dle autora odpovídá poměru činností ve Společnosti. Po výpočtu jednotlivých tržních multiplikátorů s přihlednutím na tržní váhu, tedy vážený průměr, vyšel finální tržní multiplikátor, který lze aplikovat na procesy Společnosti, v hodnotě 11,25.

Výpočet tržního multiplikátoru je znázorněn v následující tabulce č. 55 Výpočet odvětvového multiplikátoru. Data jsou relevantní pro region Evropy, ve kterém dochází k největšímu odbytu. Vzorek pro jednotlivá odvětví se skládá vždy z 22 až 126 firem.

Tabulka 55 Výpočet odvětvového multiplikátoru

| Odvětví                 | Váha odvětví | EV/EBITDA |
|-------------------------|--------------|-----------|
| Auto & Truck            | 0,6          | 12,25     |
| Auto Parts              | 0,1          | 7,54      |
| Electrical Equipment    | 0,2          | 11,88     |
| Retail (Automotive)     | 0,1          | 7,69      |
| Odvětvový multiplikátor |              | 11,25     |

Zdroj: Damodaran (2018), vlastní zpracování (2019)

Po získání odvětvového multiplikátoru je nutné tuto hodnotu pronásobit s hodnotou EBITDA a následně odečíst hodnotu provozně nepotřebných aktiv. Výpočet hodnoty vlastního kapitálu je znázorněn v tabulce č. 56 Výpočet hodnoty vlastního kapitálu metodou odvětvových multiplikátorů k 1.1.2018.

Tabulka 56 Výpočet hodnoty vlastního kapitálu metodou odvětvových multiplikátorů k 1. 1. 2018

| Ukazatel                   | Hodnota    |
|----------------------------|------------|
| EBITDA                     | 7 914 201  |
| Odvětvový multiplikátor    | 11,25      |
| Hodnota společnosti        | 89 029 290 |
| Cizí úročený kapitál       | 269        |
| Hodnota vlastního kapitálu | 89 029 021 |

Zdroj: Damodaran (2018), vlastní zpracování (2019)

Pomocí metody odvětvových multiplikátorů autor stanovil hodnotu vlastního kapitálu podniku Iveco Czech Republic, a. s. v hodnotě 89 029 021 tis. CZK.

### 3.3.7 Výsledná hodnota podniku

Společnost Iveco Czech Republic, a. s. autor práce ocenil za využití tří různých oceňovacích metod, z nichž každá byla založena na jiném základu, a sice výnosovém, tržním a majetkovém. Již v metodické části bylo zřejmé, že výnosové a tržní ocenění tohoto podniku budou jediné vhodné, zatímco majetkové ocenění bude sloužit jako doplňkové určení minimální hodnoty podniku. Majetkové ocenění nijak nereflektuje budoucí generovaný zisk a tržní podmínky, a proto jeho aplikace na prosperující podnik není vhodná, očemž vypovídá i vysoký rozptyl mezi výsledky tohoto ocenění a dvou ostatních.

Tabulka č. 57 Shrnutí výsledků aplikovaných metod ocenění zachycuje jednotlivé výsledky aplikovaných modelů.

Tabulka 57 Shrnutí výsledků aplikovaných metod ocenění

| Ocenění (v tis. CZK)                 | Hodnota    |
|--------------------------------------|------------|
| Metoda účetní hodnoty                | 9 712 031  |
| Metoda odvětvových multiplikátorů    | 89 029 021 |
| Metoda diskontovaných peněžních toků | 92 020 268 |

Zdroj: vlastní zpracování (2019)

**Podloženo výše uvedenými výsledky, hodnota Společnosti Iveco Czech Republic, a.s. k 1. 1. 2018 byla stanovena v intervalu:**

**89 029 021 – 92 020 268 tis. CZK.**

Přesnou hodnotu podniku není možné určit, protože není možné stanovit přesnou výši vypovídající schopnosti jednotlivých metod ocenění. Interval ocenění podniku tvoří výsledky ocenění metodou odvětvových multiplikátorů a metodou diskontovaných peněžních toků.

## 4 Závěr

Cílem práce je ocenění podniku Iveco Czech Republic, a. s. k 1. 1. 2018. Samotnému ocenění předcházela strategická analýza, finanční analýza a vytvoření finančního plánu. Praktická část byla vypracována v souladu s teoretickými poznatky, které jsou podloženy dlouholetým zkoumáním několika autorů. Zásadní vliv na vypracování této diplomové práce měl především vážený odborník a autor mnoha publikací o oceňování podniků, pan Miloš Mařík. Veškeré oceňovací metody, kterých bylo v této práci využito, vychází právě z publikací od pana Maříka.

Analyzovaný podnik byl oceněn s předpokladem nekonečného setrvání podniku na trhu, tedy na základě principu „ongoing concern“. Samotné ocenění proběhlo v praktické části této diplomové práce pomocí metody diskontovaných peněžních toků, metody odvětvových násobitelů a metody hodnoty vlastního kapitálu, přičemž za výchozí metody byly určeny první dvě zmíněné. Třetí aplikovaná metoda byla označena za doplňkovou a vypočtena pro stanovení minimální hranice tržní hodnoty analyzovaného podniku. Jak bylo zmíněno v předchozí větě, všechny hodnoty podniku byly určeny v tržních cenách.

V teoretické části práce byly detailně popsány jednotlivé metody a ukazatele. Díky tomuto popisu byl definován metodický rámec pro vypracování finanční analýzy a ocenění podniku. Teoretický popis ukazatelů finančního zdraví podniku byl zpracován pomocí literární rešerše několika knižních titulů. Metodický rámec pro ocenění podniku byl definován především na základě poznatků a dlouhodobého výzkumu pana profesora Damodarana a pana profesora Miloše Maříka.

V praktické části práce bylo postupně analyzováno finanční zdraví podniku, strategický vývoj podniku a poté proběhlo samotné ocenění. Na samotném začátku práce byl uveden samotný podnik, který autor práce označil za důležitého účastníka automobilového trhu v České republice a významného lokálního zaměstnavatele, který výrazně ovlivňuje dění ve svém okolí. Součástí představení podniku je také historie podniku a představení podnikem definovaných strategických cílů.

Po představení podniku byla vypracována finanční analýza, která je složena z absolutních ukazatelů, poměrových ukazatelů, bilančních pravidel a syntetických ukazatelů. Cílem finanční analýzy bylo ověřit finanční zdraví podniku a potvrdit tak zachování principu „ongoing concern“. Hlavním zdrojem dat pro vypracování finanční analýzy byly výroční zprávy podniku, jejichž obsah tvoří účetní výkazy podniku, jejichž správnost a věrohodnost ověřil auditor podniku, kterým byla společnost Ernst & Young Audit, s.r.o. se záštitou pana Jiřího Svobody, statutárního auditora, evidenční číslo 2070. Auditor potvrdil, že účetní závěrka podala věrný a poctivý obrat aktiv a pasiv podniku a také nákladů a výnosů a výsledků hospodaření podniku a peněžních toků v souladu s českými účetními předpisy. Analýzy absolutních ukazatelů se skládá z horizontální a vertikální analýzy účetních výkazů podniku. Poměrová analýza byla definována ve složení analýz rentability, likvidity, zadluženosti a aktivity podniku. V následující části byla analyzována bilanční pravidla a ověřeno jejich dodržování. Podnik z pohledu bilančních pravidel nevykazoval žádné známky finanční nestability. V poslední fázi finanční analýzy byly vyhodnoceny syntetické ukazatele ve složení indexu IN05 a modelu AGR. Oba bonitní modely prokázali nadprůměrnou finanční stabilitu podniku. Na základě poznatků finanční analýzy byl potvrzen princip „ongoing concern“ a mohlo být přistoupeno k vyhodnocení strategických cílů podniku v podobě strategické analýzy.

Jak již bylo zmíněno, v další fázi praktické části byla vypracována strategická analýza, konkrétně analýzy vnějšího potenciálu, vnitřního potenciálu a generátorů hodnoty. Primárním cílem vypracování strategické analýzy bylo stanovit budoucí vývoj tržeb podniku za předpokladu, že podnik bude nadále stabilním účastníkem automobilového trhu v České

republice. Drtivá část strategické analýzy byla vypracována na základě všech relevantních a dostupných informací. Mezi tyto informace patřily individuální rozhovory s vedoucími zaměstnanci podniku, informace z výročních zpráv podniku a ostatní informace uvedené v materiálech podniku. Závěrem strategické analýzy podniku bylo určení budoucí pozice podniku na trhu a budoucího vývoje tržeb. Závěry strategické analýzy předpokládají stabilní růst podniku a opět byl potvrzen princip „ongoing concern“, včetně stanovení lineárního a stabilního růstu podniku.

Po provedení finanční a strategické analýzy byl na základě poznatků a výsledků těchto analýz sestaven finanční plán podniku pro období 5 následujících let, tedy konkrétně pro období 2018-2023. Výchozím zdrojem dat pro sestavení finančního plánu podniku byly závěry analýzy generátor hodnoty, konkrétně poté těchto generátorů:

- tržby;
- provozní marže;
- pracovní kapitál;
- dlouhodobý kapitál.

Finanční plán podniku byl sestaven v souladu se závěry finanční a strategické analýzy, tedy byl sestaven tak, aby reflektoval budoucí stabilní růst podniku a stabilně stoupající tempo růstu tržeb.

Samotné ocenění podniku a určení jeho tržní hodnoty bylo provedeno za pomoci tří již zmíněných metod. Za výchozí metodu autor zvolil metodu diskontovaných peněžních toků, jejíž princip vychází z výnosového ocenění podniku. Východiskem pro ocenění této metody bylo sestavení finančního plánu a určení budoucího vývoje podniku a jeho tržeb. Pro výpočet hodnoty podniku byla použita dvoufázová metoda. V první fázi byl podnik oceněn pomocí zmíněného finančního plánu. Ve druhé fázi byl podnik oceněn na základě tzv. pokračující hodnoty, která byla vypočtena pomocí parametrického vzorce. V obou případech byla použita diskontní míra na úrovni vážených průměrných nákladů kapitálu, tedy WACC. Na základě této metody byl podnik oceněn hodnotou 92 020 268 tis. CZK. V následující fázi byla vypočtena hodnota vlastního kapitálu podniku, která nijak nezohlednila budoucí vývoj podniku a další faktory určující tržní hodnotu. Výsledkem ocenění pomocí metody hodnoty vlastního kapitálu byl podnik oceněn hodnotou 9 712 031 tis. CZK. Tato hodnota byla označena za minimální možnou hranici ocenění podniku a označena za podpůrnou. Rozdíl mezi výsledky první a druhé metody ocenění byl 91 118 995 tis. CZK. Poslední metodou, která měla za cíl především potvrdit výsledky ocenění pomocí první zmíněné metody, byla metody odvětvových násobitelů neboli metody tržních multiplikátorů. Tato metoda byla založena na využití dat profesora Damodarana. Právě data profesora Damodarana poskytla aplikované hodnoty odvětvových násobitelů. Podnik byl pomocí této metody oceněn hodnotou 89 029 021 tis. CZK. Vzhledem k poměrně velké podobnosti výsledků první a třetí aplikované metody je možné výsledky považovat za správné. Rozdíl ve výsledku ocenění pomocí metody diskontovaných peněžních toků a metody odvětvových násobitelů činí 2 991 247 tis. CZK. Podobnost výsledků je způsobena postupem výpočtu hodnoty podniku pomocí aplikace metody odvětvových násobitelů. Tato metoda taktéž zohledňuje budoucí vývoj podniku. Na základě již uvedených poznatků byla stanovena finální tržní hodnota podniku v intervalu 89 029 021–92 020 268 tis. CZK, čímž bylo dosaženo cíle této diplomové práce.

# Literatura

## Primární zdroje

ČIŽINSKÁ, Romana. *Základy finančního řízení podniku*. 3. aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2018. ISBN 978-802-7101-948.

KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ, Daniel REMEŠ a Karel ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 3., kompletně aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2017. Prosperita firmy. ISBN 978-80-271-0563-2.

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy = Business Valuation Methods*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 80-878-6538-3.

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. 2. upravené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 80-878-6542-1.

SCHOLLEOVÁ, H. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 3. aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2017. ISBN 978-802-7104-130.

## Odborné knihy

ČIŽINSKÁ, Romana a Pavel MARINIČ. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. Praha: Grada, 2010. Prosperita firmy. ISBN 978-802-4731-582.

DAMODARAN, Aswath. *The dark side of valuation: valuing young, distressed, and complex businesses*. 2nd ed. Upper Saddle River: FT Press, c2010. Prosperita firmy. ISBN 978-0-13-712689-7.

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 2., upr. vyd. Praha: Ekopress, 2008. ISBN 978-80-86929-44-6.

GRÜNWARD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 80-869-2926-4.

KALOUDA, František. *Finanční analýza a řízení podniku*. 3. rozšířené vydání. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2017. ISBN 978-807-3806-460.

KISLINGEROVÁ, Eva a kol. *Manažerské finance*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2004. ISBN 80-7179-802-9.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 3. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2010. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-807-4001-949.

KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. *Finanční analýza: krok za krokem*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2008. C.H. Beck pro praxi. ISBN 978-807-1797-135.

KNÁPKOVÁ, Adriana a Drahomíra PAVELKOVÁ. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 3., kompletně aktualizované vydání. Praha: Grada, 2010. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-3349-4.

KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 2. rozš. vyd. Praha: Grada, 2013. Prosperita firmy. ISBN 80-247-4456-2.

KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 5th ed. Hoboken: John Wiley, 2010. Wiley finance series. ISBN 978-0-470-42465-0.

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

KUBÍČKOVÁ, Dana a Irena JINDŘICHOVSKÁ. *Finanční analýza a hodnocení výkonnosti firmy*. V Praze: C.H. Beck, 2015. Beckova edice ekonomie. ISBN 80-740-0538-0.

MAREK, Petr a Jiří HNILICA. *Studijní průvodce financemi podniku: krok za krokem*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2006. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-861-1937-8.

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. 6. aktualizované vydání. Praha: Ekopress, 2011. Finanční řízení. ISBN 978-80-86929-80-4.

MRKVIČKA, Josef, Pavel KOLÁŘ. *Finanční analýza*. 2. přepracované vydání. Praha: ASPI, 2006. ISBN 80-7357-219-2

PALMER, Adrian. *Introduction to marketing: theory and practice*. 3rd ed. Oxford: Oxford University Press, c2012. Prosperita firmy. ISBN 978-0-19-960213-1.

RAPPAPORT, Alfred. *Creating shareholder value: the new standard for business performance*. 2. aktualizované vydání. New York: Free Press, 2001. ISBN 978-00-29257-20-4.

RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2015. Finanční řízení. ISBN 978-802-4755-342.

RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 6. aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2019. Finanční řízení. ISBN 978-80-271-2028-4.

SEDLÁČEK, Jaroslav a Drahomíra PAVELKOVÁ. *Finanční analýza podniku: komplexní průvodce s příklady*. 2., aktualiz. vyd. Brno: Computer Press, 2011. Praxe manažera (Computer Press). ISBN 978-802-5133-866.

ŠMÍDOVÁ, Radana. *Finanční analýza a plánování podniku: sbírka neřešených příkladů*. Vyd. 3. Praha: Oeconomica, 2012. ISBN 978-802-4518-510.

VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 3. rozšířené vydání. Praha: Grada, 2011. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3647-1.

### Internetové zdroje

ACEA: *ACEA Report: Vehicles in use Europe 2018 [online]*. Brusel: Evropská asociace výrobců automobilů, 2019 [cit. 2019-10-29]. Dostupné z WWW: <[https://www.acea.be/uploads/statistic\\_documents/ACEA\\_Report\\_Vehicles\\_in\\_use-Europe\\_2018.pdf](https://www.acea.be/uploads/statistic_documents/ACEA_Report_Vehicles_in_use-Europe_2018.pdf)>

ACEA: *Automobile Industry Pocket Guide 2012 [online]*. Brusel: Evropská asociace výrobců automobilů, 2019 [cit. 2019-10-29]. Dostupné z WWW: <[https://www.acea.be/uploads/publications/ACEA\\_POCKET\\_GUIDE\\_2012\\_UPDATED.pdf](https://www.acea.be/uploads/publications/ACEA_POCKET_GUIDE_2012_UPDATED.pdf)>

ACEA: *Automobile Industry Pocket Guide 2013 [online]*. Brusel: Evropská asociace výrobců automobilů, 2019 [cit. 2019-10-29]. Dostupné z WWW: <[https://www.acea.be/uploads/publications/POCKET\\_GUIDE\\_13.pdf](https://www.acea.be/uploads/publications/POCKET_GUIDE_13.pdf)>

ACEA: *Automobile Industry Pocket Guide 2014 [online]*. Brusel: Evropská asociace výrobců automobilů, 2019 [cit. 2019-10-29]. Dostupné z WWW: <[https://www.acea.be/uploads/publications/POCKET\\_GUIDE\\_2014-1.pdf](https://www.acea.be/uploads/publications/POCKET_GUIDE_2014-1.pdf)>

ACEA: *Automobile Industry Pocket Guide 2015 [online]*. Brusel: Evropská asociace výrobců automobilů, 2019 [cit. 2019-10-29]. Dostupné z WWW: <[https://www.acea.be/uploads/publications/POCKET\\_GUIDE\\_2015-2016.pdf](https://www.acea.be/uploads/publications/POCKET_GUIDE_2015-2016.pdf)>

ACEA: *Automobile Industry Pocket Guide 2016 [online]*. Brusel: Evropská asociace výrobců automobilů, 2019 [cit. 2019-10-29]. Dostupné z WWW: <[https://www.acea.be/uploads/publications/ACEA\\_Pocket\\_Guide\\_2016\\_2017.pdf](https://www.acea.be/uploads/publications/ACEA_Pocket_Guide_2016_2017.pdf)>

ACEA: *Automobile Industry Pocket Guide 2017 [online]*. Brusel: Evropská asociace výrobců automobilů, 2019 [cit. 2019-10-29]. Dostupné z WWW: <[https://www.acea.be/uploads/publications/ACEA\\_Pocket\\_Guide\\_2017-2018.pdf](https://www.acea.be/uploads/publications/ACEA_Pocket_Guide_2017-2018.pdf)>

BUSINESS INSIDER: *Every investor needs to know these 12 valuation ratios [online]*. New York: Business Insider, 2019 [cit. 2019-09-14]. Dostupné z WWW: <<https://www.businessinsider.com/valuation-ratios-every-investor-needs-to-know-2017-11>>

DAMODARAN: *Archived data [online]*. [cit. 2019-11-08]. Dostupné z WWW: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>

DAMODARAN: *Current data [online]*. [cit. 2019-11-08]. Dostupné z WWW: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>

EOCD: *Nominal GDP Forecast [online]*. Paříž: Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj, 2019 [cit. 2019-09-21]. Dostupné z WWW: <<https://data.oecd.org/gdp/nominal-gdp-forecast.htm>>





## Přílohy

Příloha 1 Vyhodnocení modelu AGR

| Podmínka                      | Rating | Komentář  |
|-------------------------------|--------|---|
| $8,5 \leq \text{AGR}$         | AAA    | Optimálně hospodařící subjekt blížící se "ideálnímu podniku"                        |
| $7 \leq \text{AGR} < 8,5$     | AA     | Velmi dobře hospodařící subjekt se silným finančním zdravím                         |
| $5,75 \leq \text{AGR} < 7$    | A      | Stabilní a zdravý subjekt s minimálními rezervami v rentabilitě či likviditě        |
| $4,75 \leq \text{AGR} < 5,75$ | BBB    | Stabilní průměrně hospodařící subjekt   |
| $4 \leq \text{AGR} < 4,75$    | BB     | Průměrně hospodařící subjekt, jehož finanční zdraví má poměrně jasné rezervy        |
| $3,25 \leq \text{AGR} < 4$    | B      | Subjekt s jasnými rezervami a problémy, které je třeba velmi dobře sledovat         |
| $2,5 \leq \text{AGR} < 3,25$  | CCC    | Podprůměrně hospodařící subjekt, jehož rentabilita i likvidita si vyžadují ozdraven |
| $1,5 \leq \text{AGR} < 2,5$   | CC     | Nezdravě hospodařící subjekt s krátkodobými i dlouhodobými problémy                 |
| $\text{AGR} < 1,5$            | C      | Subjekt na pokraji bankrotu se značnými riziky a častými krizemi                    |

Zdroj: ASPEKT Central Europe Group a.s., vlastní zpracování (2019)

Příloha 2 Vývoj prodeje autobusů

| Celkové prodeje v jednotlivých zemích (v kusech) | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | 2017         |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Česká republika                                  | 190          | 254          | 243          | 335          | 269          | 382          |
| Slovenská republika                              | 302          | 268          | 447          | 379          | 250          | 280          |
| Rumunsko   | 109          | 90           | 31           | 122          | 141          | 103          |
| Chorvatsko                                       | 0            | 35           | 44           | 90           | 83           | 91           |
| Island   | 0            | 0            | 0            | 58           | 16           | 4            |
| Estonsko   | 72           |              | 62           | 54           | 47           | 41           |
| Polsko   | 29           | 52           | 35           | 37           | 55           | 45           |
| Slovinsko  | 0            | 0            | 27           | 29           | 28           | 82           |
| Ostatní CEE                                      | 60           | 129          | 0            | 0            | 0            | 46           |
| Francie  | 1 367        | 1 425        | 1 628        | 1 722        | 1 556        | 1 551        |
| Německo  | 207          | 453          | 543          | 412          | 620          | 542          |
| Itálie   | 251          | 99           | 118          | 352          | 393          | 336          |
| Španělsko  | 0            | 0            | 0            | 149          | 214          | 194          |
| Rakousko   | 53           | 0            | 0            | 133          | 161          | 295          |
| Norsko   | 0            | 106          | 32           | 98           | 146          | 10           |
| Dánsko   | 87           | 34           | 208          | 54           | 104          | 143          |
| Mimoevropské trhy                                | 93           | 85           | 0            | 252          | 56           | 458          |
| <b>Celkem</b>                                    | <b>2 820</b> | <b>3 030</b> | <b>3 418</b> | <b>4 276</b> | <b>4 139</b> | <b>4 603</b> |

Zdroj: výroční zprávy podniku, vlastní zpracování (2019)

Příloha 3 Rozvaha podniku (2012-2017)

| ROZVAHA k 31.12. jednotlivých let  | 2012      | 2013      | 2014       | 2015       | 2016       | 2017       |
|--|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| Aktiva celkem  | 6 453 980 | 9 899 589 | 10 336 009 | 11 801 353 | 12 221 983 | 14 845 201 |
| Dlouhodobý majetek   | 1 886 265 | 2 125 574 | 2 150 575  | 2 203 592  | 2 237 745  | 2 472 838  |
| Dlouhodobý nehmotný majetek  | 929 035   | 1 153 653 | 1 222 030  | 1 240 200  | 1 050 914  | 1 035 751  |
| Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje   | 298 797   | 237 396   | 1 108 581  | 909 842    | 526 576    | 439 640    |
| Ocenitelná práva   | 311       | 170       | 2 508      | 2 935      | 3 523      | 1 083      |
| Software   | 311       | 170       | 2 508      | 2 935      | 3 523      | 1 083      |
| Ostatní ocenitelná práva   |           |           |            |            |            |            |
| Goodwill   |           |           |            |            |            |            |
| Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek  | 3 207     | 1 550     | 2 966      | 3 420      | 3 309      | 2 667      |
| Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek | -         | -         | 640        | 640        | 517 506    | 592 361    |
| Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek   |           |           |            |            | 640        | 640        |
| Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek  | 626 720   | 914 537   | 107 335    | 323 363    | 516 866    | 591 721    |
| Dlouhodobý hmotný majetek  | 956 996   | 971 687   | 928 311    | 963 158    | 1 186 597  | 1 436 853  |
| Pozemky a stavby   | 573 516   | 552 105   | 516 642    | 492 832    | 530 563    | 607 479    |
| Pozemky  | 17 900    | 17 900    | 17 900     | 17 900     | 17 900     | 17 900     |
| Stavby   | 555 616   | 534 205   | 498 742    | 474 932    | 512 663    | 589 579    |
| Hmotné movité věci a jejich soubory  | 357 077   | 399 676   | 392 520    | 390 674    | 463 734    | 663 002    |
| Oceňovací rozdíl k nabytému majetku  |           |           |            |            |            |            |
| Ostatní dlouhodobý hmotný majetek  | 1 240     | 1 173     | 1 173      | 1 173      | 1 173      | 1 173      |
| Pěstitelské celky trvalých porostů   |           |           |            |            |            |            |
| Dospělá zvířata a jejich skupiny   |           |           |            |            |            |            |
| Jiný dlouhodobý hmotný majetek   | 1 240     | 1 173     | 1 173      | 1 173      | 1 173      | 1 173      |
| Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek     | -         | -         | -          | 29 487     | 191 127    | 165 199    |

| ROZVAHA k 31.12. jednotlivých let                 | 2012       | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | 2017          |
|---|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek    |            |              | -            | -            | 53<br>834    | 8 255         |
| Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek             | 25<br>163  | 18<br>733    | 17<br>976    | 48<br>992    | 137<br>293   | 156<br>944    |
| Dlouhodobý finanční majetek                       | 234        | 234          | 234          | 234          | 234          | 234           |
| Podíly - ovládaná nebo ovládající osoba           | 184        | 184          | 184          | 184          | 184          | 184           |
| Zápůjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládající osoba |            |              |              |              |              |               |
| Podíly - podstatný vliv                           |            |              |              |              |              |               |
| Zápůjčky a úvěry - podstatný vliv                 |            |              |              |              |              |               |
| Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly          |            |              |              |              |              |               |
| Zápůjčky a úvěry - ostatní                        |            |              |              |              |              |               |
| Ostatní dlouhodobý finanční majetek               | 50         | 50           | 50           | 50           | 50           | 50            |
| Jiný dlouhodobý finanční majetek                  | 50         | 50           | 50           | 50           | 50           | 50            |
| Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek  |            |              |              |              |              |               |
| Oběžná aktiva                                     | 760<br>670 | 1 201<br>015 | 8 182<br>439 | 9 595<br>494 | 9 981<br>229 | 12 366<br>713 |
| Zásoby  | 760<br>670 | 1 201<br>015 | 1 220<br>048 | 1 093<br>279 | 1 074<br>523 | 1 111<br>680  |
| Materiál  | 192<br>785 | 476<br>001   | 376<br>622   | 341<br>816   | 359<br>396   | 388<br>421    |
| Nedokončená výroba a polotovary                   | 140<br>992 | 266<br>315   | 336<br>839   | 303<br>254   | 232<br>036   | 233<br>774    |
| Výrobky a zboží                                   | 426<br>893 | 458<br>699   | 506<br>587   | 448<br>209   | 483<br>091   | 489<br>485    |
| Výrobky   | 195<br>409 | 72<br>982    | 134<br>204   | 111<br>356   | 112<br>386   | 108<br>071    |
| Zboží   | 231<br>484 | 385<br>717   | 372<br>383   | 336<br>853   | 370<br>705   | 381<br>414    |
| Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny          |            |              |              |              |              |               |
| Poskytnuté zálohy na zásoby                       |            |              |              |              |              |               |

| ROZVAHA k 31.12. jednotlivých let           | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | 2017          |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Pohledávky                                  | 3 667<br>363 | 6 357<br>157 | 6 679<br>440 | 8 221<br>144 | 8 715<br>324 | 10 974<br>279 |
| Dlouhodobé pohledávky                       | -            | -            | 6 071        | -            |              |               |
| Pohledávky z obchodních vztahů              |              |              |              |              |              |               |
| Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba |              |              |              |              |              |               |
| Pohledávky - podstatný vliv                 |              |              |              |              |              |               |
| Odložená daňová pohledávka                  |              |              | 6 071        |              |              |               |
| Pohledávky ostatní                          |              |              |              |              |              |               |
| Pohledávky za společníky                    |              |              |              |              |              |               |
| Dlouhodobé poskytnuté zálohy                |              |              |              |              |              |               |
| Dohadné účty aktivní                        |              |              |              |              |              |               |
| Jiné pohledávky                             |              |              |              |              |              |               |
| Krátkodobé pohledávky                       | 3 667<br>363 | 6 357<br>157 | 6 673<br>369 | 8 221<br>144 | 8 715<br>324 | 10 974<br>279 |
| Pohledávky z obchodních vztahů              | 1 585<br>843 | 2 891<br>248 | 2 837<br>465 | 2 708<br>908 | 3 669<br>398 | 4 211<br>016  |
| Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba | 1 990<br>737 | 3 306<br>756 | 3 663<br>473 | 4 614<br>438 | 4 648<br>750 | 6 465<br>437  |
| Pohledávky - podstatný vliv                 |              |              |              |              |              |               |
| Pohledávky ostatní                          |              |              |              |              | 397<br>176   | 386<br>826    |
| Pohledávky za společníky                    |              |              |              |              |              |               |
| Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění  |              |              |              |              |              |               |
| Stát - daňové pohledávky                    | 64<br>326    | 113<br>195   | 98<br>157    | 110<br>937   | 130<br>888   |               |
| Krátkodobé poskytnuté zálohy                | 21<br>903    | 34<br>051    | 9 130        | 5 191        | 7 207        | 2 554         |
| Dohadné účty aktivní                        | 2 027        | 11<br>880    | 64<br>934    | 781<br>586   | 259<br>003   | 326<br>591    |
| Jiné pohledávky                             | 2 527        | 27           | 210          | 84           | 78           | 57<br>681     |
| Krátkodobý finanční majetek                 | 136<br>629   | 213<br>245   | 282<br>951   | 281<br>071   | 18<br>845    | 247<br>684    |

| ROZVAHA k 31.12. jednotlivých let                                      | 2012         | 2013         | 2014          | 2015          | 2016          | 2017          |
|--|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Podíly - ovládaná nebo ovládající osoba                                |              |              |               |               |               |               |
| Ostatní krátkodobý finanční majetek                                    | 85<br>000    | 187<br>854   | 145<br>231    | 240<br>553    | 18<br>845     | 247<br>684    |
| Peněžní prostředky   | 51<br>629    | 25<br>391    | 137<br>720    | 40<br>518     | 172<br>537    | 33<br>070     |
| Peněžní prostředky v pokladně  | 363          | 273          | 405           | 594           | 381           | 513           |
| Peněžní prostředky na účtech   | 51<br>266    | 25<br>118    | 137<br>315    | 39<br>924     | 172<br>156    | 32<br>557     |
| Časové rozlišení aktiv   | 3 053        | 2 598        | 2 995         | 2 267         | 3 009         | 5 650         |
| Náklady příštích období  | 2 394        | 2 241        | 2 183         | 2 189         | 2 265         | 1 955         |
| Komplexní náklady příštích období                                      |              |              |               |               |               |               |
| Příjmy příštích období   | 659          | 357          | 812           | 78            | 744           | 3 695         |
| Pasiva celkem  | 6 453<br>980 | 9 899<br>589 | 10 336<br>009 | 11 801<br>353 | 12 221<br>983 | 14 845<br>201 |
| Vlastní kapitál  | 3 677<br>057 | 4 700<br>281 | 5 917<br>276  | 7 557<br>691  | 7 575<br>426  | 9 270<br>588  |
| Základní kapitál   | 1 065<br>599 | 1 065<br>599 | 1 065<br>559  | 1 065<br>559  | 1 065<br>559  | 1 065<br>559  |
| Základní kapitál   | 1 065<br>599 | 1 065<br>599 | 1 065<br>559  | 1 065<br>559  | 1 065<br>559  | 1 065<br>559  |
| Ážio a kapitálové fondy  | 123<br>252   | 123<br>252   | 123<br>252    | 123<br>252    | 123<br>252    | 123<br>252    |
| Ážio   | 123<br>252   | 123<br>252   | 123<br>252    | 123<br>252    | 122<br>685    | 122<br>685    |
| Kapitálové fondy   |              |              |               |               | 567           | 567           |
| Ostatní kapitálové fondy   | 1 017        | 1 017        | 1 017         | 1 017         | 1 017         | 1 017         |
| Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků (+/-)                  | -450         | -450         | -450          | -450          | -450          | -450          |
| Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách obchodních korporací (+/-) |              |              |               |               |               |               |

| ROZVAHA k 31.12. jednotlivých let                  | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | 2017         |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Fondy ze zisku                                     | 218<br>163   | 217<br>698   | 218<br>200   | 219<br>401   | 217<br>833   | 218<br>584   |
| Ostatní rezervní fondy                             | 217<br>114   | 217<br>114   | 217<br>114   | 217<br>114   | 217<br>114   | 217<br>114   |
| Statutární a ostatní fondy                         | 1 049        | 582          | 1 086        | 2 287        | 719          | 1 470        |
| Výsledek hospodaření minulých let (+/-)            | 1 319<br>184 | 2 252<br>740 | 3 275<br>045 | 4 490<br>669 | 4 491<br>072 | 5 677<br>758 |
| Nerozdělený zisk minulých let                      | 1 319<br>184 | 2 252<br>740 | 3 275<br>045 | 4 490<br>669 | 4 491<br>072 | 5 677<br>758 |
| Neuhrazená ztráta minulých let (-)                 |              |              |              |              |              |              |
| Jiný výsledek hospodaření minulých let (+/-)       |              |              |              |              |              |              |
| Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-) | 950<br>899   | 1 041<br>034 | 1 235<br>220 | 1 658<br>810 | 1 677<br>710 | 2 185<br>435 |
| Cizí zdroje  | 2 776<br>923 | 5 199<br>308 | 4 418<br>733 | 4 242<br>915 | 4 646<br>557 | 5 574<br>093 |
| Rezervy  | 288<br>597   | 293<br>225   | 319<br>017   | 363<br>458   | 326<br>026   | 440<br>932   |
| Rezerva na důchody a podobné závazky               | 7 255        | 8 064        | 7 876        | 7 312        | 8 261        | 13<br>547    |
| Rezerva na daň z příjmů                            | -            | 5 500        | 5 500        | 265          |              |              |
| Rezervy podle zvláštních právních předpisů         |              |              |              |              |              |              |
| Ostatní rezervy                                    | 279<br>342   | 279<br>661   | 305<br>641   | 355<br>881   | 317<br>765   |              |
| Závazky  | 2 490<br>326 | 4 906<br>083 | 4 099<br>716 | 3 880<br>204 | 4 320<br>531 | 5 133<br>170 |
| Dlouhodobé závazky                                 | 13<br>095    | 6 158        | -            | 1 954        | 5 604        | 269          |
| Vydané dluhopisy                                   |              |              |              |              |              |              |
| Vyměnitelní dluhopisy                              |              |              |              |              |              |              |
| Ostatní dluhopisy                                  |              |              |              |              |              |              |
| Závazky k úvěrovým institucím                      |              |              |              |              |              |              |
| Dlouhodobé přijaté zálohy                          |              |              |              |              |              |              |
| Závazky z obchodních vztahů                        |              |              |              |              |              |              |

| ROZVAHA k 31.12. jednotlivých let                       | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | 2017         |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Dlouhodobé směnky k úhradě                              |              |              |              |              |              |              |
| Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba                |              |              |              |              |              |              |
| Závazky - podstatný vliv                                |              |              |              |              |              |              |
| Odložený daňový závazek                                 | 13<br>095    | 6 158        | -            | 1 954        | 5 604        | 269          |
| Závazky - ostatní                                       |              |              |              |              |              |              |
| Závazky ke společníkům                                  |              |              |              |              |              |              |
| Dohadné účty pasivní                                    |              |              |              |              |              |              |
| Jiné závazky  |              |              |              |              |              |              |
| Krátkodobé závazky                                      | 2 477<br>231 | 4 899<br>925 | 4 099<br>716 | 3 877<br>503 | 4 314<br>927 | 5 132<br>901 |
| Krátkodobé přijaté zálohy                               |              |              |              |              | 17<br>858    | 14<br>999    |
| Závazky z obchodních vztahů                             | 2 071<br>850 | 4 246<br>648 | 3 356<br>319 | 3 296<br>400 | 3 477<br>925 | 4 039<br>169 |
| Závazky - ostatní                                       |              |              |              |              | 819<br>144   | 1 078<br>733 |
| Závazky ke společníkům                                  | 33<br>846    | 33<br>402    | 30<br>640    | 30<br>042    | 43<br>784    | 17<br>299    |
| Krátkodobé finanční výpomoci                            |              |              |              |              |              |              |
| Závazky k zaměstnancům                                  | 52<br>665    | 53<br>638    | 53<br>616    | 56<br>932    | 59<br>623    | 65<br>068    |
| Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotní pojištění | 29<br>122    | 29<br>581    | 29<br>902    | 32<br>042    | 32<br>965    | 36<br>274    |
| Stát - daňové závazky a dotace                          | 40<br>234    | 49<br>096    | 85<br>337    | 108<br>070   | 83<br>077    | 202<br>475   |
| Dohadné účty pasivní                                    | 247<br>547   | 347<br>238   | 482<br>542   | 323<br>351   | 522<br>987   | 757<br>617   |
| Jiné závazky  |              | 137<br>281   | 49<br>327    | 27<br>949    | 76<br>708    |              |
| Časové rozlišení pasiv                                  |              |              | -            | 747          |              | 520          |
| Výdaje příštích období                                  |              |              |              |              |              | -            |
| Výnosy příštích období                                  |              |              | -            | 747          |              | 520          |

Zdroj: účetní výkazy podniku, vlastní zpracování (2019)

Příloha 4 Výkaz zisků a ztráty (2012-2017)

| VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY k<br>31.12. jednotlivých let                      | 2012         | 2013          | 2014          | 2015          | 2016          | 2017          |
|--|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tržby z prodeje výrobků a služeb                                       | 9 358<br>925 | 11 276<br>306 | 12 176<br>614 | 14 695<br>778 | 14 476<br>406 | 15 853<br>352 |
| Tržby za prodej zboží  | 1 735<br>464 | 2 071<br>730  | 2 384<br>503  | 2 484<br>795  | 2 752<br>965  | 5 842<br>436  |
| Výkonová spotřeba  | 7 661<br>894 | 9 196<br>506  | 9 897<br>079  | 11 589<br>429 | 13 239<br>788 | 17 403<br>845 |
| Náklady vynaložené na prodané zboží                                    | 1 178<br>575 | 1 516<br>131  | 1 822<br>305  | 1 975<br>241  | 2 160<br>010  | 5 220<br>403  |
| Spotřeba materiálu a energie   | 629<br>376   | 7 655<br>291  | 8 283<br>637  | 9 835<br>014  | 9 404<br>335  | 10 036<br>388 |
| Služby   | 1 368<br>129 | 1 541<br>217  | 1 613<br>442  | 1 754<br>415  | 1 675<br>443  | 2 147<br>054  |
| Změna stavu zásob vlastní činnosti (+/-)                               | -            | -             | -             | - 63<br>110   | - 70<br>181   | 1 563         |
| Aktivace (-)   | 26<br>414    | 83<br>195     | 85<br>927     | 27<br>728     | 25<br>728     | - 23<br>131   |
| Osobní náklady   | 923<br>793   | 1 017<br>250  | 1 061<br>820  | 1 114<br>725  | 1 197<br>747  | 1 304<br>918  |
| Mzdové náklady   | 679<br>764   | 750<br>276    | 783<br>828    | 825<br>721    | 881<br>687    | 962<br>414    |
| Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady | 244<br>029   | 266<br>974    | 277<br>992    | 289<br>004    | 316<br>060    | 342<br>504    |
| Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění                  | 229<br>840   | 251<br>421    | 262<br>913    | 273<br>500    | 300<br>024    | 324<br>362    |
| Ostatní náklady  | 14<br>189    | 15<br>553     | 15<br>079     | 15<br>504     | 16<br>036     | 18<br>142     |
| Úpravy hodnot v provozní oblasti                                       |              | 266<br>974    | 277<br>992    | 400<br>690    | 547<br>190    | 311<br>183    |
| Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku               | 222<br>670   | 203<br>950    | 279<br>436    | 386<br>623    | 567<br>490    | 322<br>498    |
| Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - trvalé      | 219<br>464   | 203<br>950    | 279<br>436    | 386<br>623    | 377<br>164    | 364<br>140    |
| Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - dočasné     |              | -             | -             | -             | 190<br>326    | - 41<br>642   |



| VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY k<br>31.12. jednotlivých let              | 2012         | 2013         | 2014           | 2015         | 2016         | 2017         |
|--|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| Úpravy hodnot zásob  |              | -            | -              | 17<br>907    | - 15<br>220  | - 13<br>098  |
| Úpravy hodnot pohledávek                                       | 3 206        | 3 162        | 3 320          | -3 840       | -5 080       | 1 783        |
| Ostatní provozní výnosy  | 964<br>036   | 1 022<br>071 | 1 747<br>083   | 5 376<br>622 | 4 215<br>944 | 8 275<br>275 |
| Tržby z prodaného dlouhodobého majetku                         | 2 011        | 1 053<br>771 | 612            | 257          | 739          | 343          |
| Tržby z prodaného materiálu                                    | 35<br>136    | 41<br>890    | 32<br>957      | 31<br>798    | 25<br>686    | 28<br>928    |
| Jiné provozní výnosy   | 926<br>889   | -            | 1 713<br>514   | 5 344<br>567 | 4 189<br>519 | 8 246<br>004 |
| Ostatní provozní náklady                                       | 1 010<br>784 | 153<br>771   | 1 782<br>052   | 5 452<br>653 | 4 247<br>894 | 8 421<br>145 |
| Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku                 | 4 587        |              | 1 202          | 4 063        | 399          | 705          |
| Zůstatková cena prodaného materiálu                            | 14<br>663    | 21<br>714    | 9 886          | 11<br>978    | 9 888        | 8 600        |
| Daně a poplatky  | 3 206        | 3 162        | 3 320          | 3 781        | 3 248        | 3 689        |
| Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období | -            | -            | 41<br>472      | 49<br>676    | - 37<br>167  | 114<br>897   |
| Jiné provozní náklady  |              | -            | - 1 837<br>932 | 5 383<br>155 | 4 271<br>526 | 8 293<br>254 |
| Provozní výsledek hospodaření (+/-)                            | 1 169<br>685 | 1 493<br>044 | 1 634<br>282   | 1 989<br>075 | 2 168<br>243 | 2 551<br>540 |
| Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíly              |              |              |                |              |              |              |
| Výnosy z podílů - ovládaná nebo ovládající osoba               |              |              |                |              |              |              |
| Ostatní výnosy z podílů  |              |              |                |              |              |              |
| Náklady vynaložené na prodané podíly                           |              |              |                |              |              |              |
| Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku             | 10           |              |                |              |              |              |

| VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY k<br>31.12. jednotlivých let   | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | 2017         |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Výnosy z ostatního dlouhodobého<br>finančního majetku - ovládaná<br>nebo ovládající osoba |              |              |              |              |              |              |
| Ostatní výnosy z ostatního<br>dlouhodobého finančního majetku                             | 99<br>802    |              | 87<br>938    |              |              |              |
| Náklady související s ostatním<br>dlouhodobým finančním majetkem                          |              | 139<br>705   |              |              |              |              |
| Výnosové úroky a podobné<br>výnosy  | 7 770        | 8 817        | 8 428        | 9 116        | 8 905        | 16<br>119    |
| Výnosové úroky a podobné<br>výnosy - ovládaná nebo ovládající<br>osoba                    | 7 770        | 8 817        | 8 428        | 8 896        | 8 741        | 16<br>119    |
| Ostatní výnosové úroky a podobné<br>výnosy  |              | -            | -            | 220          | 164          |              |
| Úpravy hodnot a rezervy ve<br>finanční oblasti  |              |              |              |              |              |              |
| Nákladové úroky a podobné<br>náklady  |              |              |              |              |              |              |
| Nákladové úroky a podobné<br>náklady - ovládaná nebo ovládající<br>osoba                  |              |              |              |              |              |              |
| Ostatní nákladové úroky a<br>podobné náklady  |              |              |              |              |              |              |
| Ostatní finanční výnosy   | 184<br>004   | 323<br>575   | 74<br>595    | 177<br>536   | 25<br>458    | 594<br>494   |
| Ostatní finanční náklady  | 292<br>400   | 427<br>560   | 264<br>313   | 218<br>676   | 137<br>093   | 469<br>601   |
| Finanční výsledek hospodaření<br>(+/-)  | -814         | - 214<br>293 | - 93<br>352  | - 32<br>024  | 102<br>730   | 141<br>012   |
| Výsledek hospodaření před<br>zdaněním (+/-)   | 1 158<br>871 | 1 278<br>751 | 1 540<br>930 | 1 957<br>051 | 2 065<br>513 | 2 692<br>552 |
| Daň z příjmu  | 217<br>972   | 237<br>717   | 305<br>710   | 298<br>241   | 387<br>803   | 507<br>117   |
| Daň z příjmu splatná  | 224<br>918   | 244<br>654   | 317<br>939   | 290<br>216   | 384<br>153   | 512<br>452   |
| Daň z příjmu odložená (+/-)   | -6 946       | -6 937       | - 12<br>229  | 8 025        | 3 650        | -5 335       |

| VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY k<br>31.12. jednotlivých let          | 2012       | 2013         | 2014         | 2015          | 2016          | 2017          |
|--|------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| Výsledek hospodaření po zdanění<br>(+/-)                   | 950<br>899 | 1 041<br>034 | 1 235<br>220 | 1 658<br>810  | 1 677<br>710  | 2 185<br>435  |
| Převod podílu na výsledku<br>hospodaření společníkům (+/-) |            |              |              |               |               |               |
| Výsledek hospodaření za účetní<br>období (+/-)             | 950<br>899 | 1 041<br>034 | 1 235<br>220 | 1 658<br>810  | 1 677<br>710  | 2 185<br>435  |
| Čistý obrat za účetní období                               |            |              |              | 22 743<br>847 | 21 479<br>678 | 30 581<br>676 |

Zdroj: účetní výkazy podniku, vlastní zpracování (2019)

Příloha 5 Výkaz o peněžních tocích (2012-2017)

| PŘEHLED O PĚNĚŽNÍCH TOCÍCH k 31.12. jednotlivých let  | 2012         | 2013           | 2014         | 2015         | 2016         | 2017         |
|---|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Výsledek hospodaření za běžnou činnost bez zdanění (+/-)  | 1 168<br>871 | 1 278<br>751   | 1 540<br>930 | 1 957<br>051 | 2 065<br>513 | 2 692<br>552 |
| Úpravy o nepeněžní operace  | 128<br>656   | 347<br>685     | 410<br>613   | 472<br>400   | 560<br>165   | 268<br>440   |
| Odpisy stálých aktiv a pohledávek   | 234<br>238   | 204<br>236     | 279<br>711   | 387<br>974   | 384<br>028   | 364<br>148   |
| Změna stavu opravných položek   | - 32<br>858  | -5 854         | 15<br>680    | 14<br>067    | 170<br>026   | - 52<br>957  |
| Změna stavu rezerv  | 28<br>378    | 6 628          | 25<br>792    | 44<br>441    | - 37<br>432  | 114<br>897   |
| Kurzové rozdíly   | 3 894        | 37<br>336      | 47<br>941    | 3 279        | 4 029        | -7 879       |
| (Zisk) /ztráta z prodeje stálých aktiv  | 2 576        | -2 545         | 590          | -3 806       | -340         | 362          |
| Úrokové náklady a výnosy  | -7 770       | -8 817         | -8 428       | -9 116       | -8 905       | - 16<br>119  |
| Ostatní nepeněžní operace (např. dividendy, přecenění FV)   | - 99<br>802  | 116<br>701     | 49<br>327    | 27<br>949    | 48<br>759    | - 134<br>012 |
| Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, změnami pracovního kapitálu, placenými úroky a mimořádnými položkami | 1 297<br>527 | 1 626<br>436   | 1 951<br>543 | 2 429<br>451 | 2 625<br>678 | 2 960<br>992 |
| Změna stavu nepeněžených složek pracovního kapitálu   | 197<br>300   | 275<br>090     | - 705<br>853 | - 789<br>602 | 106          | 495<br>112   |
| Změna stavu zásob   | 164<br>606   | - 442<br>333   | - 34<br>527  | 108<br>862   | 33<br>976    | - 24<br>059  |
| Změna stavu obchodních pohledávek   | 752<br>758   | - 1 269<br>681 | - 28<br>780  | 115<br>073   | - 966<br>067 | - 458<br>263 |
| Změna stavu ostatních pohledávek a přechodných účtů aktiv   | 2 928        | - 67<br>915    | - 13<br>675  | - 724<br>639 | 499<br>880   | 65<br>013    |
| Změna stavu obchodních závazků  | - 715<br>624 | 1 951<br>199   | - 671<br>345 | - 115<br>016 | 215<br>003   | 602<br>985   |
| Změna stavu ostatních závazků a přechodných účtů pasiv  | - 401<br>968 | 103<br>831     | 42<br>474    | - 173<br>882 | 217<br>314   | 309<br>436   |
| Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, placenými úroky a mimořádnými položkami                              | 1 100<br>227 | 1 901<br>525   | 1 245<br>690 | 1 639<br>849 | 2 625<br>784 | 3 456<br>104 |

| PŘEHLED O PĚNĚŽNÍCH<br>TOCÍCH k 31.12. jednotlivých let                       | 2012         | 2013           | 2014         | 2015           | 2016           | 2017           |
|---|--------------|----------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| Vyplacené úroky s výjimkou úroků zahrnovaných do ocenění dlouhodobého majetku |              |                |              |                |                |                |
| Zaplacená daň z příjmů  | -112<br>545  | - 237<br>426   | - 282<br>698 | - 292<br>538   | - 408<br>816   | - 433<br>878   |
| Čistý peněžní tok z provozní činnosti   | 967<br>682   | 1 684<br>100   | 962<br>992   | 1 347<br>311   | 2 216<br>968   | 3 022<br>227   |
| Výdaje spojené s pořízením stálých aktiv                                      | - 426<br>293 | - 285<br>153   | - 524<br>623 | - 388<br>606   | - 635<br>756   | - 588<br>304   |
| Příjmy z prodeje stálých aktiv  | 2 011        | 2 545          | 612          | 257            | 739            | 343            |
| Poskytnuté půjčky a úvěry   | - 680<br>820 | - 1 316<br>019 | - 356<br>717 | - 950<br>965   | - 34<br>312    | - 1 816<br>687 |
| Přijaté úroky   | 7 770        | 8 817          | 8 428        | 9 116          | 8 905          | 16<br>119      |
| Přijaté podíly na zisku   |              | 20<br>580      |              |                |                |                |
| Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti                         | 1 097<br>332 | - 1 569<br>230 | - 872<br>300 | - 1 330<br>198 | - 660<br>424   | - 2 388<br>529 |
| Změna stavu dlouhodobých závazků a dlouhodobých, příp. krátkodobých úvěrů     |              |                |              |                |                |                |
| Dopady změn základního kapitálu na peněžní prostředky                         | - 16<br>747  |                |              |                |                |                |
| Vyplacené podíly na zisku   | -1 301       | -444           | -2 762       | -598           | - 1 624<br>022 | - 523<br>035   |
| Dopad ostatních změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky                 |              | - 17<br>810    | - 18<br>224  | - 18<br>395    | - 22<br>211    | - 21<br>291    |
| Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti                           | - 18<br>048  | - 18<br>254    | - 20<br>986  | - 18<br>993    | - 1 646<br>233 | - 544<br>326   |
| Čisté zvýšení, resp. snížení peněžních prostředků                             | - 127<br>698 | 76<br>616      | 69<br>706    | -1 880         | - 89<br>689    | 89<br>372      |
| Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku účetního období  | 264<br>327   | 136<br>629     | 213<br>245   | 282<br>951     | 281<br>071     | 191<br>382     |
| Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci účetního období    | 136<br>629   | 213<br>245     | 282<br>951   | 281<br>071     | 191<br>382     | 280<br>754     |

Zdroj: účetní výkazy podniku, vlastní zpracování (2019)