

Ocenění vybraného podniku

Diplomová práce

Studijní program:

N6208 Ekonomika a management

Studijní obor:

Podniková ekonomika

Autor práce:

Bc. Petr Machatý

Vedoucí práce:

doc. JUDr. Ing. Bohumil Poláček, Ph.D., MBA, LL.M.
Katedra financí a účetnictví





Zadání diplomové práce

Ocenění vybraného podniku

Jméno a příjmení: **Bc. Petr Machatý**
Osobní číslo: E18000324
Studijní program: N6208 Ekonomika a management
Studijní obor: Podniková ekonomika
Zadávací katedra: Katedra podnikové ekonomiky a managementu
Akademický rok: **2019/2020**

Zásady pro vypracování:

1. Teoretická východiska k dané problematice
2. Charakteristika podniku
3. Strategická analýza vnitřního a vnějšího prostředí
4. Praktické ocenění současné hodnoty podniku
5. Komparace metod využitých k ocenění

Rozsah grafických prací:
Rozsah pracovní zprávy: 65 normostran
Forma zpracování práce: tištěná
Jazyk práce: Čeština



Seznam odborné literatury:

- GRÜNWARD, R. a HOLEČKOVÁ, J. 2007. *Finanční analýza a plánování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-26-2
- MAŘÍK, M. a kol. 2011. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-67-5
- MAŘÍK, M. a kol. 2011. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-80-4
- SEPPELFRICKE, P. 2012. *Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung: Bewertungsverfahren, Unternehmensanalyse, Erfolgsprognose*. 4. überarbeitete Auflage. Stuttgart: Schäffer ? Poeschel. ISBN-13: 978-37-91028-79-8
- SYNEK, M. a KISLINGEROVÁ E. 2015. *Podniková ekonomika*. 6. přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck. ISBN 978-80-7400-274-8
- ZIMA, P. 2016. *Oceňování podniků v právní praxi*. V Praze: C.H. Beck. Právní praxe. ISBN 978-80-7400-623-4
- PROQUEST. 2019. *Databáze článků ProQuest* [online]. Ann Arbor, MI, USA: ProQuest. [cit. 2019-10-03]. Dostupné z: <http://knihovna.tul.cz>

Konzultant: Ing. Petr Ort, Ph.D.

Vedoucí práce: doc. JUDr. Ing. Bohumil Poláček, Ph.D., MBA, LL.M.
Katedra financí a účetnictví

Datum zadání práce: 31. října 2019
Předpokládaný termín odevzdání: 31. srpna 2021

L.S.

prof. Ing. Miroslav Žižka, Ph.D.
vedoucí katedry

Prohlášení

Prohlašuji, že svou diplomovou práci jsem vypracoval samostatně jako původní dílo s použitím uvedené literatury a na základě konzultací s vedoucím mé diplomové práce a konzultantem.

Jsem si vědom toho, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb., o právu autorském, zejména § 60 – školní dílo.

Beru na vědomí, že Technická univerzita v Liberci nezasahuje do mých autorských práv užitím mé diplomové práce pro vnitřní potřebu Technické univerzity v Liberci.

Užiji-li diplomovou práci nebo poskytnu-li licenci k jejímu využití, jsem si vědom povinnosti informovat o této skutečnosti Technickou univerzitu v Liberci; v tomto případě má Technická univerzita v Liberci právo ode mne požadovat úhradu nákladů, které vynaložila na vytvoření díla, až do jejich skutečné výše.

Současně čestně prohlašuji, že text elektronické podoby práce vložený do IS/STAG se shoduje s textem tištěné podoby práce.

Beru na vědomí, že má diplomová práce bude zveřejněna Technickou univerzitou v Liberci v souladu s § 47b zákona č. 111/1998 Sb., o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších předpisů.

Jsem si vědom následků, které podle zákona o vysokých školách mohou vyplývat z porušení tohoto prohlášení.

7. července 2021

Bc. Petr Machatý

Ocenění vybraného podniku

Anotace

Tato diplomová práce se zabývá oceněním středně velkého podniku. Zaměřuje se na stanovení hodnoty podniku pomocí ekonomických ukazatelů a výnosové metody DCF. Cílem práce je popsat jednotlivé teoretické metody a demonstrovat jejich uplatnitelnost v tomto konkrétním případě. V první části jsou odbornou rešerší analyzovány zdroje pro vyjádření teoretických předpokladů potřebných pro proces oceňování výnosovou metodou, jsou uvedeny předpoklady a požadavky na strukturu a kvalitu vstupních dat. Ve druhé části je provedena aplikace teoretických poznatků v krocích finanční a strategické analýzy konkrétního ocenění, ke kterému je aplikována metoda DCF s korekcí metodou EVA. V závěru je demonstrován výsledek ocenění s analýzou výstupů a srovnání s oceněním podniku z roku 2020, jež bylo zpracováno pro účely oddělení části oceňovaného podniku LITRA, s.r.o. Porovnání výsledků bylo katalyzátorem tématu této práce.

Klíčová slova

podnik, metoda, zisk, kapitál, analýza, hodnota, oceňování

Valuation of Selected Company

Annotation

This Thesis deals with the valuation of a medium-sized Enterprise. It focuses on determining the Value of a Business using economic Indicators and DCF yield Method. The aim of the Thesis is to describe the individual theoretical Methods and demonstrate their applicability in this particular Case. In the first Part, the Sources for expressing the theoretical assumptions necessary for the Process of Valuation by Means of the yield Method are analyzed by Means of expert research. In the second part is applied the theoretical knowledge in the Steps of Financial and Strategic Analysis of a particular Valuation, which is performed by the DCF Method and corrected by the EVA Method. In conclusion, the result of the valuation with the analysis of outputs and comparison with the valuation of the company from 2020 is demonstrated. The comparison of the results was a catalyst for the topic of this work.

Key Words

enterprise, method, profit, capital, analysis, value, valuation

Poděkování

Rád bych tímto poděkoval vedoucímu své diplomové práce, panu doc. JUDr. Ing. Bohumilu Poláčkovi, Ph.D., MBA, LL.M. za poskytnutí veškerých potřebných informací, za odborné rady a přístup, které mi při psaní této práce poskytl. Dále bych rád poděkoval jednateři společnosti panu Ing. Pavlovi Kučerovi za vstřícnost a poskytnuté informace a své rodině, která mě podporovala po dobu mého studia.

Obsah

Úvod.....	13
1. Teoretická část.....	14
1.1 Definice podniku.....	14
1.2 Hodnota podniku.....	14
1.2.1 Kategorie hodnoty	15
1.3 Důvody pro ocenění.....	17
1.4 Obecné požadavky na ocenění	18
1.5 Základní metody.....	19
1.6 Oceňovací zákonné normy.....	21
1.7 Faktor času a rizika.....	22
1.7.1 Faktor času.....	22
1.7.2 Faktor rizika.....	23
1.8 Postup při oceňování podniku.....	24
1.8.1 Sběr vstupních dat	24
1.8.2 Strategická analýza	26
1.8.3 Finanční analýza podniku.....	29
1.8.4 Analýza poměrových ukazatelů.....	31
1.8.5 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná	33
1.8.6 Analýza a prognóza generátorů hodnoty	35
1.8.7 Sestavení finančního plánu	35
1.8.8 Ocenění.....	38
1.8.9 Volba metody ocenění pro podnik LITRA	40
2. Praktická část.....	41
2.1 Úvod.....	41
2.1.1 Účel ocenění podniku LITRA	41
2.1.2 Základní informace o oceňovaném podniku	42
2.2 Strategická analýza	44
2.2.1 Analýza konkurenčního prostředí.....	45
2.2.2 Prognóza tržeb	55
2.3 Finanční analýza.....	57
2.3.1 Analýza účetní politiky.....	58
2.3.2 Analýza účetních výkazů.....	60
2.3.3 Analýza poměrových a výkonových ukazatelů	69
2.3.4 Vyhodnocení finanční analýzy	79

2.4 Úprava účetních výkazů	81
2.4.1 Prodej nepotřebného majetku	81
2.4.2 Rezervy	82
2.4.3 Krátkodobý finanční majetek a peněžní prostředky	82
2.4.4 Ostatní provozně nepotřebná aktiva	82
2.4.5 Konečné vymezení nepotřebných aktiv	83
2.4.6 Provozně nutný investovaný kapitál	83
2.5 Korigovaný provozní výsledek hospodaření	84
2.6 Generátory hodnoty	86
2.6.1 Analýza a prognóza generátorů hodnoty	86
2.6.2 Tržby	86
2.6.3 Provozní zisková marže	89
2.6.4 Upravený pracovní kapitál	96
2.6.5 Investice do dlouhodobého majetku	101
2.6.6 Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu	105
2.7 Sestavení finančního plánu	105
2.7.1 Finanční stabilita	107
2.7.2 Výnosnost	107
2.7.3 Plánovaná rozvaha	108
2.7.4 Vyhodnocení finančního plánu a generátorů hodnoty	109
2.8 Ocenění	110
2.8.2 Metoda DCF <i>entity</i>	115
2.8.3 Metoda EVA	121
Závěr	124
Seznam použité literatury	126
Seznam zkratk	128
Seznam obrázků	129
Seznam tabulek	131
Seznam příloh	132

Úvod

Problematika oceňování obchodního závodu se neustále vyvíjí. Přestože existuje dostatek hlavně zahraniční literatury a jsou přijaty vydány oceňovací standardy (např. IVS 2017), nelze považovat tento obor za ustálený, s jednotnými přístupy.

Cílem diplomové práce je využít dostupných poznatků a postupů k praktické demonstraci zvolených výnosových metod k ocenění hodnoty podniku pomocí metody diskontovaných peněžních toků a ekonomické přidané hodnoty.

Práce je rozdělena do dvou částí. První část obsahuje teoretická data a údaje, především objasňuje použité pojmy, popisuje možné metody a přístupy k ocenění a předkládá později použitý postup ocenění vybraného podniku, kterým je společnost LITRA, s.r.o., podnikající v oblasti mezinárodní nákladní silniční přepravy vozidel.

Druhá část se zabývá samotným oceněním podniku, analýzami jeho konkurenční pozice a kórou jeho fungování a finanční zdraví. Na základě zjištěných ukazatelů jsou predikovány vývoje ekonomických ukazatelů a tyto jsou využity pro odhad tržní ceny podniku. Odhad tržní ceny podniku je proveden pomocí metod diskontovaných peněžních toků a pro možnost komparace výsledku také metodou ekonomické přidané hodnoty.

Závěr je věnován výsledkům ocenění, prezentaci použitých přístupů v souvislosti s výsledky výpočtů a jejich porovnání s oceněním podniku dle účetní hodnoty.

Tato práce byla zpracována samostatně s využitím dostupné odborné literatury, nabytých poznatků a doporučeními vedoucího práce.

1. Teoretická část

Tato část práce obsahuje přehled základních pojmů, se kterými je dále pracováno. Oceňování podniku je pro jeho nejednotné chápání a nejednoznačnou definici obtížné. Znalecká obec využívá jednotlivých metod v závislosti na zkušenostech, přičemž je obtížné obhájit použití té které metody v tom konkrétním případě. Na úvod jsou definovány jednotlivé pojmy oceňování. Ty jsou uvedeny postupně v členění tak, aby rozvíjely probírané téma co nejširěji a zajistily pokud možno srozumitelnost textu. Použité pojmy pomohou determinovat důvody pro ocenění podniku a přiblížit problematiku celého procesu oceňování. Úlohou oceňovatele je stanovení hodnoty podniku, při tom musí brát zřetel, že existuje více úhlů pohledu, přístupů, důvodů i metod ocenění.

1.1 Definice podniku

Pojem podnik je v ekonomické teorii vykládán různě. Zákonná úprava pojem podnik upravuje v § 502 zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, 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.“

S ohledem na to, že je v praxi pojem podnik dlouhodobě zaveden, je takto chápán i v tomto dokumentu a nahrazuje zákonnou definici. Na podnik nelze hledět jako na jednu věc nebo hromadu věcí, ale jako na organizovaný soubor (což odpovídá definici OZ). Jak uvádí Mařík (2018, s. 18), *„Při oceňování je nutno na podnik pohlížet z ekonomického hlediska jako na funkční celek.“*

1.2 Hodnota podniku

Pojem hodnoty je v obecném měřítku velmi tvárný. V oblasti oceňování, a především u specifického oceňování podniku, je možné dedukovat, že se jedná o hodnotu podniku jako celku, který pojímá všechny hmotné i nehmotné majetky, obsahuje *know – how* podniku a jeho *goodwill*.

Hodnota v ekonomickém slova smyslu je všeobecně chápána jako vztah mezi určitým objektem a subjektem za předpokladu racionálního chování. Hodnota závodu je determinována očekávanými budoucími příjmy přenesenými na jejich současnou hodnotu. Přesto není hodnota závodu jeho objektivní vlastnost, jelikož je založena na projekci budoucího vývoje. Tato projekce je subjektivním názorem, odhadem autora ocenění a nelze sestavit jednoznačný algoritmus, který spolehlivě určí hledanou hodnotu. Hodnota je tedy v případě oceňování vyjádřením názoru na nejpravděpodobnější cenu.

1.2.1 Kategorie hodnoty

Obdobně jako neexistuje jednotný a „správný“ model postupu, nelze u podniku stanovit jeho přesnou objektivní hodnotu. Z ekonomického hlediska má hodnota podniku 2 stránky – hodnotu užitnou a směnnou. Užitná hodnota vychází zejména ze schopnosti podniku uspokojovat lidské potřeby. Již z tohoto tvrzení lze vyvodit fakt, že tato hodnota je velmi subjektivní, tedy pro každého vlastníka může podnik přinášet jiný užitek, a tedy i jinou užitnou hodnotu.

V závislosti na druhu využití ocenění rozlišujeme tržní a netržní hodnoty a jejich báze. Ke konkrétnímu účelu ocenění je potřeba zvolit vhodnou bázi. Mezi tržní báze jsou v literatuře řazeny tržní hodnota, investiční hodnota, objektivizovaná hodnota a hodnota stanovená na základě komplexního přístupu tzv. Kolínské školy.

„Tržní hodnota (market value) je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek nebo závazek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku“ (Mařík 2018, s. 26).

Napříč literaturou a v souladu s neoklasickou ekonomikou je i rámci standardů IVS 1 a IVS 2 zakotven ještě jeden předpoklad, a tím je nejvyšší a nejlepší využití (angl. highest and best use).

Investiční hodnota je stanovována dle očekávaných užitků a budoucího vývoje společnosti. Zde však naráží předpoklad správného odhadu hodnoty na fakt, že je tato hodnota konstruována za předpokladu stálých a neměnných tržních podmínek, konstantního růstu

ekonomiky, absence vnějších a dalších vlivů, díky kterým hodnota podniku v reálných podmínkách v průběhu času kolísá.

Objektivizovaná hodnota je dle IDW standardů a doporučení stanovována v případech, které předpokládají realistická očekávání, že podnik bude fungovat v nezměněném konceptu v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku. Ta má být navíc přezkoumatelná (IDW STANDARDS, 2014, s. 9-13). K tomu Seppelfricke (2012, s. 8) poznamenává: „*Objektivizovaná hodnota by měla být vypočtena bez zohlednění individuálních ocenění dotčených hodnotících subjektů před oceněním. Společnost by měla být oceněna tak, jak stojí a leží, tj. objektivní hodnota společnosti vyjadřuje hodnotu, která vyplývá z pokračování společnosti v jejím předchozím firemním konceptu. Objektivní hodnota společnosti je proto vhodnější pro oceňovací události, u nichž lze předpokládat, že společnost bude i nadále fungovat beze změny.*“¹

Kolínská škola je založena na postoji, že rozsah transakcí s „obdobnými“ podniky není velký, na trhu chybí transparentnost (obchodní tajemství a konkurence) a u zveřejněných obchodů není zřejmé, zda je uvedena cena za pokračující podnik nebo zda obsahuje určité synergie. Proto tzv. Kolínská škola zastává názor, že má smysl ocenění modifikovat na obecných funkcích, které přinášejí užitek uživateli jeho výsledků. Kolínská škola rozeznává několik základních funkcí oceňování, těmto funkcím pak odpovídají i odlišné báze hodnoty (Mařík 2018, s. 38).

Mezi hlavní netržní báze hodnoty, mezi něž patří do značné míry i německá báze objektivizované hodnoty Kolínské školy, řadí literární zdroje také spravedlivou hodnotu. IVS rozlišují spravedlivou hodnotu (*equitable value*), investiční hodnotu (*investmens value*), synergickou hodnotu (*synergistic value*) a likvidační hodnotu (*liquidation value*). Americké oceňovací standardy obsahují ještě bázi vnitřní hodnoty (*intrinsic value*).

¹ Německý originální text zní: „*Der objektivierte Wert soll sich ohne Berücksichtigung individueller Wertschätzungen der vor der Bewertung betroffenen Bewertungssubjekte ergeben. Das Unternehmen soll bewertet werden so wie es steht und liegt, d.h. der objektiveierte Unternehmenswert drückt drückt den Wert aus, der sich bei einer Fortführung des Unternehmens in seiner bisherigen Unternehmenskonzeption ergibt. Der objektivierte Unternehmenswert eignet sich damit eher für Bewertungsanlässe, bei denen von einer unveränderten Fortführung des Unternehmens ausgegangen werden kann.*“

„*Spravedlivá hodnota (Equitable Value) je odhadovaná cena pro převod aktiva nebo závazku mezi dvěma konkrétními, informovanými a ochotnými stranami, která odráží zájmy každé z těchto stran*“ (IVS 2017, odst. 50.1).

Synergická hodnota (*synergistic value*) je vymezena jako výsledek kombinace 2 nebo více aktiv nebo podílů, kdy tato kombinace má vyšší hodnotu než součet samostatných hodnot. IVS rozlišují dostupnost dané synergie, pokud je synergie dostupná většímu počtu účastníků, pak může být tato hodnota konzistentní s tržní hodnotou (IVS, 2017, odst. 60).

Likvidační hodnotu (*liquidation value*) tvoří suma, která vznikne oceněním jednotlivých položek rozprodávaných aktiv.

Zima (2016, s. 15) ve své publikaci dovozuje, že: „... *znalci se zpravidla shodnou na metodě, která má být použita, avšak neexistuje jeden jediný správný odborný názor na použití určitého modelu či konceptu v rámci této metody, ani shodný názor na správná vstupní data do konkrétního oceňovacího modelu.*“

Kislingerová (2001, s. 11) postuluje, že není hodnota podniku totožná s cenou a „... *hodnota a cena se rovnají jen výjimečně. Výsledná cena, za kterou je podnik prodán, je výsledkem celé řady faktorů, které na ní mají vliv, ...*“ Autorka má na mysli například behaviorální faktory, vzájemné vztahy kupujícího a prodávajícího anebo obratnost při obchodním jednání.

1.3 Důvody pro ocenění

Účel či podnět k ocenění musí být vždy znám a sloužit jako součást zadání zpracovateli ocenění. Ocenění je službou, která poskytuje jejímu objednateli konkrétní užitek. Tento užitek se liší dle funkce, k níž je ocenění určeno. Jedná se o funkce pro rozhodnutí, funkce zprostředkující a funkce argumentační. Ocenění dle funkce je subjektivním postojem připisovaným tzv. Kolínskou školou. Se subjektivním oceněním je spjata investiční hodnota. Vyjadřuje, za kolik by byl ochoten investor uskutečnit transakci.

Dalším možným přístupem je objektivizované ocenění a zjištění tržní hodnoty. V těchto případech jsou prováděna ocenění pro různé druhy transakcí.

V případech, kdy dochází k vlastnickým změnám:

- koupě obchodního závodu dle § 2175 OZ,
- nepeněžitý vklad dle § 143, 251 a 573 zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích – ZOK),
- veřejný návrh na koupi nebo směnu účastnických cenných papírů dle § 322 a násl. ZOK,
- *squeeze-out* (vytěsnění minoritních akcionářů) dle § 375 a následných ZOK,
- právo odkupu podílů společníků dle § 89 a následných ZOK,
- povinná nabídka převzetí dle zákona č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí a o změně některých dalších zákonů (zákon o nabídkách převzetí), při ovládnutí cílové společnosti,
- fúzi a rozdělení na základě zákona o přeměnách obchodních společností a družstev, § 73 až 75.

Mezi ocenění pro případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám, patří:

- změna právní forma společnosti dle § 367 zákona č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev,
- zastavení podílu v korporaci dle § 1320 OZ,
- ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru,
- v souvislosti s přeměnami společnosti a další.

Výše uvedený funkcionální přístup se nikdy nevzdálil od reálných potřeb tržních subjektů a nepřistoupil k nahrazení reálných nedokonalých trhů abstraktním trhem dokonalým. Výpočty a zjištěné hodnoty jsou vždy vázány účelem, tudíž nemohou být obecně platné. Oproti tomu tržní koncept postuluje existenci dokonalého kapitálového trhu a oceňovatel říká, jaká by byla hodnota aktiva „kdyby“ (KRABEC, 2009, s. 139).

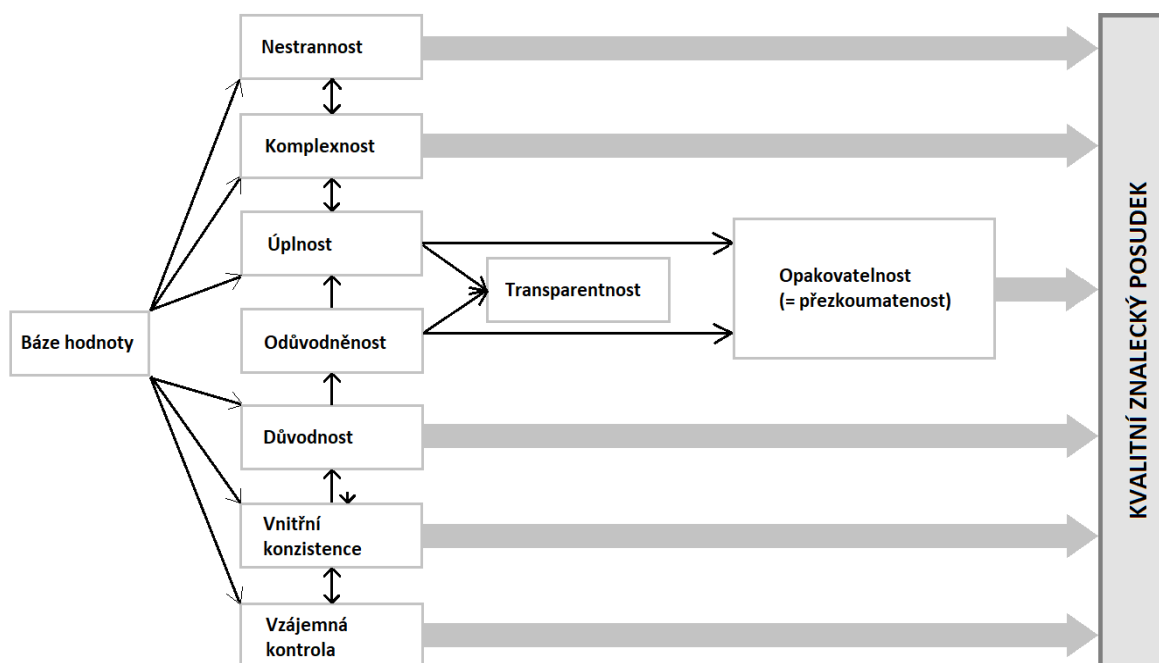
1.4 Obecné požadavky na ocenění

Literatura uvádí, že by ocenění mělo probíhat dle následujících požadavků:

- zásada komplexnosti – nestranně přihlíží k oprávněným zájmům, právům a povinnostem všech stran,
- zásada úplnosti (obsahové náležitosti),

- zásada opakovatelnosti – forma musí umožnit kontrolu výpočtů a postupů,
- zásada vnitřní konzistence – předpoklady si vzájemně neodporují,
- nezávislost a nestrannost – nezávislost na výsledku ocenění, nezájem na ovlivnění výsledků pro žádnou ze stran ocenění,
- zásada důvodnosti – použití relevantních informací,
- zásada odůvodnitelnosti – odůvodnění všech postupů, metod, údajů a závěrů,
- zásada vzájemné kontroly – použití více metod a vyvození výsledku postupem reconciliace.

Ocenění by mělo být zpracováno v souladu s nejlepší praxí vyjádřenou oceňovacími standardy a při využití odpovídajících bází hodnoty. Jedině tak může být výsledkem transparentní, odůvodnitelné a obhajitelné ocenění s užitkem pro všechny strany.



Obrázek 1: Vztahy mezi zásadami pro zpracování znaleckého posudku
Zdroj: MAŘÍK 2018, s. 55, vlastní zpracování

1.5 Základní metody

V závislosti na konkrétním účelu využití ocenění, zvolené bázi hodnoty a případně podle dílčích analýz situace podniku jsou vybrány relevantní metody výpočtu hodnoty. Mařík (2018, s. 44) uvádí, že bývá obvyklé seskupovat metody do 3 velkých skupin, tzv. oceňovacích přístupů.

- Výnosové metody opírající se o analýzu výnosů podniku:
 - metoda diskontovaných peněžních toků – ve variantě *entity, equity* a APV (upravená současná hodnota),
 - metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
 - kombinované výnosové metody,
 - metoda ekonomické přidané hodnoty.

- Tržní metody založené na analýze aktuálních cen:
 - ocenění na základě tržní kapitalizace,
 - ocenění na základě srovnatelných podniků,
 - ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu,
 - ocenění na základě srovnatelných transakcí,
 - ocenění na základě odvětvových multiplikátorů.

- Majetkové metody – nákladový přístup:
 - účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen,
 - substanční hodnota na principu reprodukčních cen,
 - substanční hodnota na principu úspory nákladů,
 - likvidační hodnota,
 - majetkové ocenění na principu tržních hodnot.

Každé ocenění je jedinečné, ke každému podniku je třeba přistupovat zodpovědně a individuálně. V průběhu ocenění, pokud jsou zjištěna zásadní fakta o stabilitě podniku, mohou být metody doplňovány a přizpůsobeny těmto poznatkům. Může se jednat mj. o zjištění, že podnik není v dobré kondici, pak bude pravděpodobně primární metoda doplněna o metodu nákladovou pro zjištění likvidační hodnoty podniku.

K tomuto Zima (2016, s. 216) dedukuje, že účelem ocenění se v České republice nejpodrobněji zabýval Vrchní soud v Praze v souvislosti s řešením otázky standardu hodnoty. Nutnost respektování právního principu ochrany slabší strany (např. při ocenění likvidačních hodnot, ale také např. dle § 322 nebo 375 ZOK – viz výše) ovlivňuje otázku hodnoty (v tomto konkrétním případě akcií). Soud ve svém odůvodnění rozhodnutí mj. uvedl:

“K otázce hodnoty předmětných akcií je možné přistupovat buďto z hlediska stanovení spravedlivé hodnoty, anebo z hlediska stanovení spravedlivé tržní hodnoty, přičemž v obou pohledech je poměrně značný rozdíl. Spravedlivá tržní hodnota vyjadřuje hodnotu, které by bylo pravděpodobně dosaženo v transakci mezi nespřízněnými, racionálně uvažujícími a plně informovanými subjekty na obou stranách při dodržení dalších předpokladů, a jedná se tedy do značné míry o kategorii, která se svou definicí blíží definici tržní hodnoty, jak je tato promítnuta do řady definic uváděných soudními znalci ve znaleckých posudcích, jejichž předmětem je stanovení tržní ceny aktiv, v případě definice spravedlivé hodnoty je zdůrazněn motiv kompenzace menšinových akcionářů či společníků, kteří se (ne nutně dobrovolně) vzdávají svého majetku“ (VS 2009, s.zn 7 Cmo 447/ 2009).

Tento výrok dostatečně poukazuje na stálou živost problematiky ocenění podniku a „neusazenost“ praxe provádění jednotlivých ocenění. S tímto postojem se ztotožňují i další autoři publikující v dané ekonomické oblasti. Nejen tato teoretická rovina bude uplatněna a zohledněna v praktické části této práce. Použití metod je v realitě malého trhu České republiky ovlivněno dostupností realizovaných obchodních příležitostí a dat.

1.6 Oceňovací zákonné normy

Zákonnými normami jsou zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů (zákon o oceňování majetku – ZOM), ve znění pozdějších předpisů, a vyhláška č. 441/2013 Sb., k provedení ZOM (oceňovací vyhláška), ve znění pozdějších předpisů. Zákon upravuje všeobecné názvosloví a postupy při ocenění tzv. zjištěnou hodnotou. Dle tohoto předpisu a vyhlášky se oceňují především případy nemovitých věcí, které mají dopad na daňové povinnosti subjektů. Hlava šestá § 24 výše zmíněného zákona uvádí způsob oceňování obchodního závodu, tj. obchodní závod nebo jeho část se oceňuje součtem cen jednotlivých druhů majetků snížených o ceny dluhů.

K tomuto ZOM v § 24, odst. 3:

„Ocenění závodu výnosovým způsobem se určí jako součet diskontovaných budoucích čistých ročních výnosů závodu. Způsob zjištění těchto výnosů a diskontování stanoví vyhláška“ (2018, s. 10).

V odstavci 4 téhož paragrafu a zákona se hovoří o tom, že pokud je při prodeji závodu cena sjednaná vyšší než cena zjištěná výnosovým způsobem, považuje se rozdíl za cenu dobré pověsti závodu. Dedukcí lze dovést, že tento pojem odpovídá *goodwillu* podniku.

Ocenění probíhá také na základě zákona č. 563/1991 Sb., zákon o účetnictví. Dle této normy se dlouhodobá hmotná a nehmotná aktiva oceňují v okamžiku pořízení jejich skutečnou pořizovací cenou (Synek a Kislingerová 2015, s. 157). Postupně je hodnota dlouhodobých aktiv snižována o částku nesoucí označení odpisy. Dlouhodobý finanční majetek se pak podle platného zákona o účetnictví oceňuje cenami pořízení (platí princip historických cen). Oceňování oběžného majetku lze uskutečnit několika způsoby. Mezi ně patří ocenění podle průměrných cen, metody FIFO a metody LIFO (kalkulují rozdílné ceny dodávek dle stáří na skladě).

1.7 Faktor času a rizika

Na následujících faktorech jsou založeny dále uvedené úvahy, z tohoto důvodu je jim věnována alespoň minimální pozornost. V praxi jsou tyto faktory o to důležitější, jelikož ovlivňují ocenění prostřednictvím diskontní míry. Navíc jsou hodnoceny subjektivně a na základě zkušeností a znalostí oceňovatelů.

1.7.1 Faktor času

Uvedená definice platí jak pro jednotlivé majtkové položky, tak pro podnik jako celek. „*Z teoretického hlediska vymezujeme hodnotu aktiva jako současnou hodnotu budoucích čistých příjmů, které z tohoto aktiva poplynou držitelům tohoto aktiva*“ (Mařík 2018, s. 57).

Zde je možné mluvit o tzv. časové hodnotě peněz, jelikož budoucí příjmy, které budou tvořit hodnotu podniku, nemají pro svého příjemce rovnocenný význam. Příjmy získané dříve mají pro podnik z důvodu možného dalšího investování finančních prostředků větší přínos, než příjmy získané později. Oceňovatel musí nejprve všechny budoucí příjmy přepočítat k datu ocenění (zjistit jejich současnou hodnotu). Hlavní techniky pro přepočet peněžních částek pracují se 3 základními podobami:

- jednotlivou částkou,
- anuitou (řadou stejně velkých splátek),
- perpetuitou (nekonečnou řadou stejně velkých pravidelných splátek).

Níže jsou uvedeny základní výpočty a faktory, kterými se násobí peněžní částka.

$$\text{Odůročitel: } SH \text{ jednotlivé částky} = \text{částka} * \frac{1}{(1+i)^n}$$

$$\text{Úročitel: } BH \text{ jednotlivé částky} = \text{částka} * (1+i)^n$$

$$\text{Zásobitel: } SH \text{ anuity} = \text{anuitní částka} * \frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n}$$

$$\text{Strádatel: } BH \text{ anuity} = \text{anuitní částka} * \frac{(1+i)^n - 1}{i}$$

$$\text{Umořovatel: } \text{Anuitní částka} = SH \text{ anuity} * \frac{i(1+i)^n}{(1+i)^n - 1}$$

$$\text{Fondovatel: } \text{Anuitní částka} = BH \text{ anuity} * \frac{i}{(1+i)^n - 1}$$

SH = současná hodnota, BH = budoucí hodnota, n = počet let, i = diskontní míra

Výše uvedené vzorce jsou založené na tzv. složeném úročení, předpokládáme, že získané úroky nebudou odebírány, ale budou ihned spolu s původní částkou opět investovány, tedy dále úročeny (Mařík 2018, s. 57-58).

1.7.2 Faktor rizika

Riziko je nekončící stav, riziko můžeme omezit nebo odklonit, nelze jej ale 100 % eliminovat. Riziko plyne z fungování podniku a jeho interakcí s okolím, zákazníky, dodavateli, či zaměstnanci a dalšími zapojenými subjekty.

Kislingerová (2001, s. 105) uvádí z pohledu oceňování podniku dva druhy rizik. Jedním je riziko tržní, které je spojeno s fungováním podniku v určitém vnějším ekonomickém

prostředí (podnik toto riziko nemůže eliminovat) a riziko specifické, obvykle se vyjadřuje jako riziko provozní a riziko finanční.

Literatura se vesměs shoduje na tom, že základem pro ovlivnění a řízení rizik je kvalita managementu a řízení podniku. Nezbytné pro řízení rizik je provést jejich identifikaci. Jednotlivé faktory rizika management podniku analyzuje, kalkuluje a vyhodnocuje. Následně mohou být hledána opatření ke snížení rizik, například jejich rozložením nebo přenesením na jiný subjekt (typicky pojišťovny).

1.8 Postup při oceňování podniku

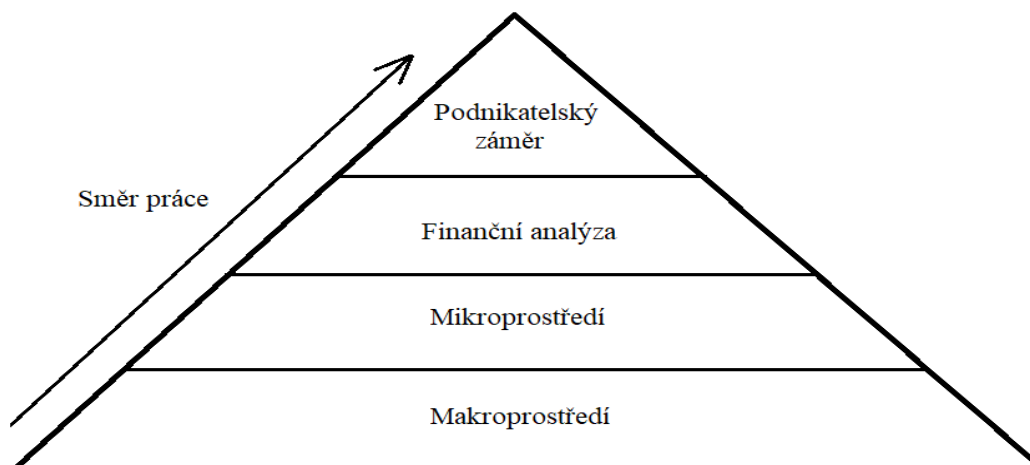
Všeobecně je odbornou veřejností přijímáno, že základní cíl existence podniku představuje maximalizace zisku. K tomu, aby byl tento cíl naplňován, je třeba vytvořit takovou strukturu a takové podnikové řízení, které bude schopné při dané strategii, produktovém portfoliu, velikosti podniku, stylu řízení, variabilitě makrookolí a dalších parametrů podnik dlouhodobě rozvíjet. Velikost podniku tvoří determinantu podnikového řízení a nepřímo také vlastnické struktury a celkového fungování. Aby bylo možné vůbec začít s oceňováním podniku, musí zpracovatel ocenění shromáždit cenovou dokumentaci a provést sběr vstupních dat.

Následující statě detailněji seznamují čtenáře s jednotlivými úkony a procesy oceňování, přičemž jsou koncipovány v souladu s literárními zdroji a doporučenými standardy IVS. Základní zdroje autorů doc. Maříka a doc. Kislingerové jsou doplněny a případně názorově konfrontovány s dalšími autory.

1.8.1 Sběr vstupních dat

Základem k ocenění jsou interní a externí informační systémy a v nich uložená data týkající se podniku a jeho mikro a makrookolí. Interní data mohou být získána např. z účetních závěrek a výkazů, finančních plánů a vnitropodnikových informací (např. z MIS).

Kislingerová (2001, s. 27) vytyčila následující postup sběru a analýzy dat, což znázorňuje obrázek 2.

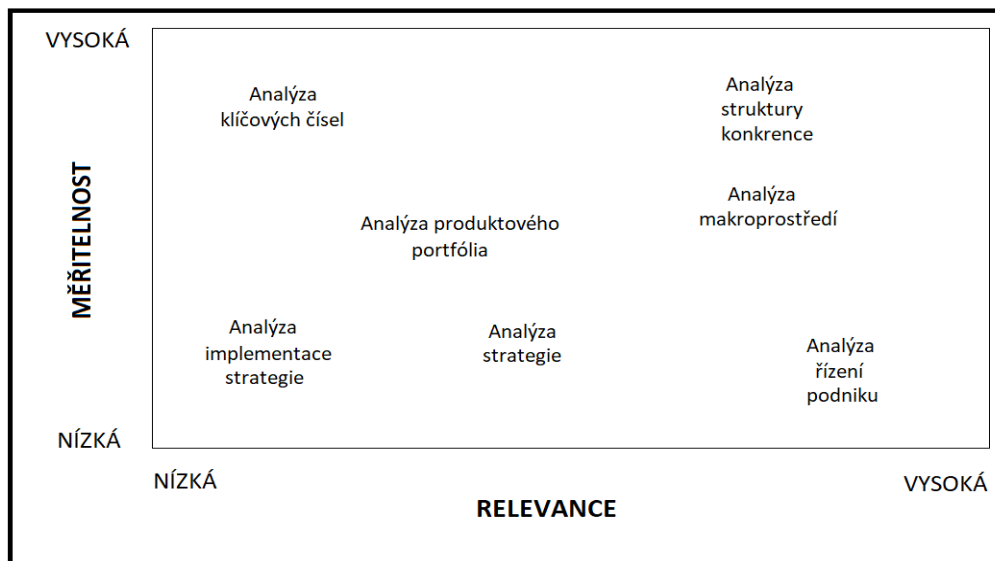


Obrázek 2: Pyramida postupu sběru a analýzy dat
Zdroj: KISLINGEROVÁ 2001, s. 27, vlastní zpracování

Potřebná vstupní data lze rozdělit následovně:

- *Základní data o podniku* – data, která identifikují podnik (název, IČ, právní forma, předmět podnikání, struktura vlastníků a podniku, jeho historie apod.),
- *Ekonomická data* – účetní výkazy za posledních 3-5 let, výroční zprávy, zprávy auditorů, podnikové plány,
- *Relevantní trh* – vymezení trhu (velikost a vývoj tohoto trhu), segmentace trhu, atraktivita, faktory vývoje trhu,
- *Konkurenční struktura relevantního trhu* – data o hlavních konkurentech, bariéry vstupu do odvětví, možné substituty výrobků nebo produktů oceňovaného podniku,
- *Výroba a dodavatelé* – řízení kvality, certifikáty kvality, charakter výroby, úroveň technologie (stáří, srovnání s konkurencí), kapacity a jejich využití, dodavatelé apod.,
- *Odbyt a marketing* – data o struktuře odbytu (odběratelů, výrobků, území), hlavních produktech (jejich srovnání s konkurencí a hodnocení), cenách, porovnání cen s konkurencí, velikosti a struktuře výdajů, reklamě,
- *Pracovníci* – struktura pracovníků, nároky provozu, situace na trhu práce, produktivita práce a její srovnání s konkurencí, personální náklady (Mařík 2018, s. 72-73).

Seppelfricke (2012, s. 17-18) k výše uvedenému přehledu jednotlivých vstupních dat doplňuje další atributy, které popisuje jako měřitelnost a relevanci (viz následující obrázek).



Obrázek 3: Relevance a měřitelnost analytických nástrojů pro předpověď úspěchu
Zdroj: SEPPELFRICKE (2012, s. 18), vlastní zpracování

V odborné literatuře lze nejčastěji nalézt následující strukturu získávání vstupních dat podniku:

- strategická analýza,
- analýza konkurenčních sil podniku,
- analýza finančních výkazů pro zjištění finančního zdraví podniku,
- rozdělení pasiv na provozně nutná a nenutná,
- analýza a prognóza generátorů hodnoty,
- sestavení finančního a případně podnikatelského plánu.

1.8.2 Strategická analýza

Jak Synek a Kislingerová (2015, s. 183-187) správně interpretují, integruje vrcholový management prostřednictvím strategického řízení podnik jako celek, soustřeďuje jeho síly, zajišťuje a upevňuje systémové vazby mezi jednotlivými podnikovými činnostmi za účelem dosažení strategických cílů. Jedním z nejdůležitějších nástrojů managementu je strategická analýza. Zároveň je nezbytnou součástí oceňování společnosti, neboť určuje celkový výnosový potenciál daného podniku. Ten lze dále členit na vnější a vnitřní potenciál. Vnitřním potenciálem se rozumí silné a slabé stránky podniku ve vazbě na analýzu

konkurence. Na druhé straně vnější potenciál představuje okolí podniku, které na něj působí a podnik jej nemůže ovlivnit.

V rámci strategické analýzy se tedy provádí analýza makroprostředí i mikroprostředí, které jsou vzájemně úzce propojeny a navzájem se ovlivňují.

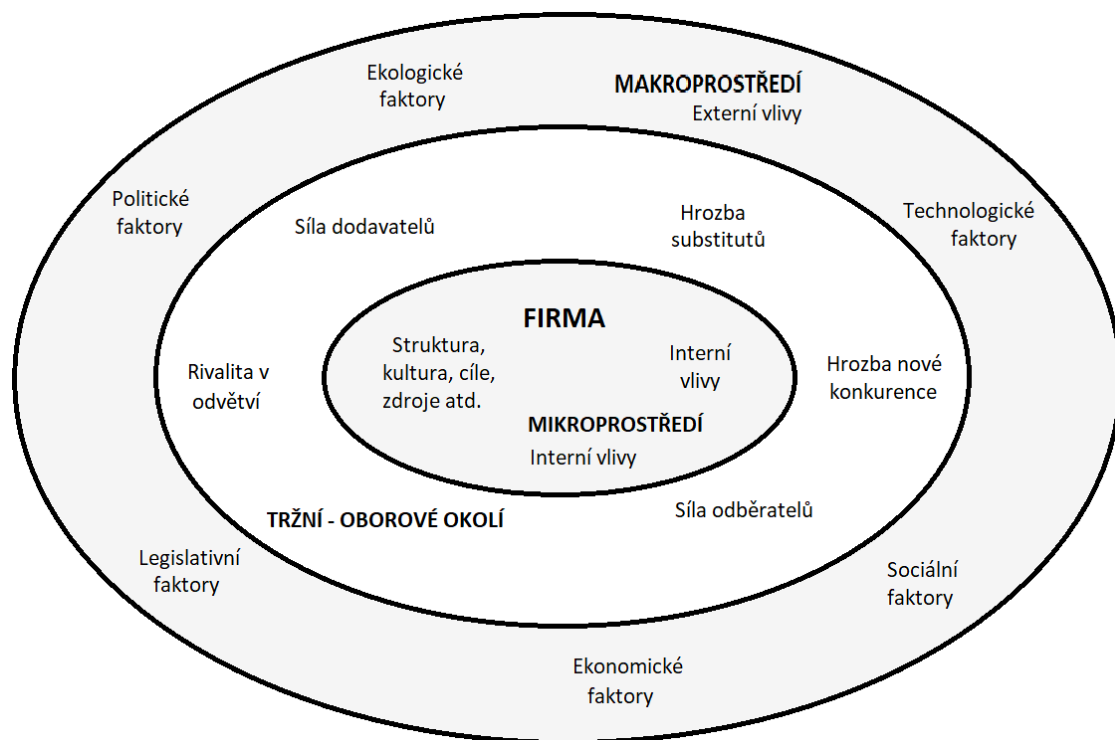
Strategická analýza by měla odpovědět na 3 základní otázky: Jaké jsou perspektivy podniku z dlouhodobého hlediska? Jaký vývoj trhu, konkurence a podnikových tržeb lze v souvislosti s potenciálem podniku očekávat? Jaká rizika jsou spojená s podnikem, jaká je prognóza tržeb?

V rámci analýzy *makroprostředí* je sledováno zejména *ekonomické prostředí* představující makroekonomické ukazatele, jako jsou např. míra inflace, velikost úrokové míry, kurz měny, míra nezaměstnanosti nebo vývoj HDP. V této oblasti jsou dále analyzovány:

- základní data o trhu (velikost trhu a prognóza jeho růstu, případná segmentace),
- atraktivita trhu (růst trhu, velikost trhu, intenzita přímé konkurence, průměrná rentabilita, citlivost na konjunkturu, ...),
- prognóza vývoje trhu (mimo již zmíněných jsou to obecné faktory poptávky, specifické faktory-spotřební zvyklosti, trendy módní či technologické, ...).

Mezi další podmnožiny ekonomického prostředí patří technologické, demografické, politicko-právní a sociálně-kulturní prostředí. *Technologické prostředí* je spojeno s novými technologiemi, jež podniku umožňují zvýšit produktivitu práce a ziskovost a současně snížit náklady a tím zvýšit konkurenceschopnost podniku. *Demografické prostředí* je důležité v případě vytváření jednotlivých trhů, ovlivňuje jejich rozmístění, velikosti a strukturu. V rámci něj je sledována velikost populace, hustota obyvatel, mobilita a jiné faktory. *Politicko-právní prostředí* zahrnuje vlivy vládních a politických orgánů. *Sociálně-kulturní prostředí* zachycuje úroveň společnosti.

Pro tyto analýzy, zkratkovitě označované PEST, bylo konstruováno více možných pojetí matice, například SLEPT (faktory sociální, legislativní, ekonomické, politické, technologické), PESTLE (faktory politické, ekonomické, sociální, technologické, legislativní a environmentální) a další. Veškeré PEST analýzy by měly být změřeny k odhalení nových vývojových trendů, které mohou v budoucnu ovlivnit podnikatelský záměr podniku. Souvislosti jsou pro zjednodušení vyjádřeny graficky níže na obrázku 4.



Obrázek 4: Struktura vazeb strategické analýzy podniku
Zdroj: vlastní zpracování

Analýza **mikroprostředí**, někdy označovaného jako mikrookolí, naproti tomu identifikuje faktory ovlivňující podnik zevnitř. Jsou jimi např. firemní prostředí, dodavatelsko-odběratelské vztahy, konkurence, kupující, nebo hrozba nových výrobků. „Cílem této části (strategické analýzy - pozn. autora) je identifikovat síly a faktory, které činí odvětví více či méně atraktivním. Analýza vychází ze základních charakteristik odvětví, jejími stěžejními částmi je vymezení sil, které významně ovlivňují vývoj a změny v odvětví, a klíčových faktorů úspěchu, jež ovlivňují úspěšnost či neúspěšnost podniku v odvětví“ (Synek a Kislingerová 2015, s. 187).

Je nahlíženo na strukturu odvětví a citlivost na změny hospodářského cyklu, přičemž rozlišujeme odvětví neutrální, cyklické a anticyklické. *Neutrální odvětví* zahrnuje statky

nezbytné spotřeby (potraviny, tabák) a není příliš ovlivněno hospodářským cyklem. *Cyklické odvětví* zahrnuje statky zbytné spotřeby (automobilový průmysl, cestovní ruch) a přesně kopíruje hospodářský cyklus, kdy v době konjunktury mají společnosti tržby vysoké, a naopak v době recese tržby klesají. Poslední *anticyklické odvětví* zahrnuje levnější substituty drahých produktů (levné oděvy, obuv) a vyvíjí se opačně než hospodářský cyklus.

Správná identifikace fáze hospodářského cyklu umožňuje oceňovateli činit ve vztahu k blízkému očekávanému vývoji ekonomiky jako celku kvalifikované závěry. Mezi další podstatné odvětvové charakteristiky náleží způsob vládní regulace. Jedná se o státem vyvolané zásahy do ekonomického systému, jimiž jsou regulované ceny – nájemné, investiční pobídky, energie apod. nebo o bariéry vstupu do odvětví (např. díky udělení licencí).

SWOT analýza

SWOT analýza slouží ke zhodnocení strategické analýzy a zahrnuje vnitřní a vnější faktory, které ovlivňují podnik a jeho dosahování strategických cílů. Vnitřní faktory zahrnují silné a slabé stránky podniku a vnější faktory zahrnují příležitosti a hrozby podniku. Jedná se o analýzu v široké praxi velice využívanou, neboť je možné ji použít buď pro podnik jako celek, nebo pro jednotlivé oblasti podniku. Na SWOT analýze by se mělo podílet co možná nejvíce pracovníků napříč spektrem celé podnikové struktury. Jen tak může být zajištěna potřebná vypovídající hodnota analýzy.

Výsledkem strategické analýzy by měly být identifikované odpovědi na otázky dlouhodobé perspektivy podniku, rizika spojená s existencí podniku a prognózy vývoje tržeb.

V praktické části budou zohledněna veškerá nashromážděná data pro účely zpracování strategické analýzy s využitím výše popsaných nástrojů a postupů.

1.8.3 Finanční analýza podniku

Finanční analýza je jedním z nejdůležitějších nástrojů finančního řízení firmy a podkladem pro jakékoliv finanční rozhodnutí. Proto je třeba ji zpracovat a využít při ocenění. Hlavními úkoly finanční analýzy je rozpoznat finanční zdraví společnosti a identifikovat její slabé

stránky, které by mohly v budoucnu způsobit nějaké problémy a determinovat stránky silné, o které se bude podnik opírat.

Oceňovatel by neměl pouze spočítat řadu poměrových ukazatelů, měl by proniknout hlouběji do hospodaření oceňovaného podniku. Mařík (2018, s. 116-117) míní, že v rámci tohoto úsilí je nezbytné hledat minimálně odpověď na následující otázky:

- Jak vypadá majetková a finanční struktura podniku a jak je rozdílná či shodná s konkurencí?
- Jaké tendence se projevují ve struktuře aktiv?
- Do jaké míry je zajištěna likvidita podniku? Jak vypadá dlouhodobá rovnováha?
- Jaká je výnosnost podniku a jaké faktory ji ovlivňují?
- Jak lze hodnotit celkové finanční zdraví, jaký je souhrnný závěr?

Při zpracování finanční analýzy se všeobecně vychází z následujícího postupu:

- prověření vstupních údajů (z auditorských zpráv a dalších zdrojů, viz níže),
- analýza základních účetních výkazů (za předpokladu jejich úplnosti a správnosti),
- analýza poměrových ukazatelů,
- interpretování dosažených výsledků.

Synek a Kislingerová (2015, s. 283) přinášejí bohatý výčet zdrojů, které je vhodné využít jako podklad pro zpracování analýz. Zmiňují například statistické ročenky, Obchodní věstník, vnitřní systémy MIS, finanční výkazy a další. Všechny tyto zdroje jsou svou povahou historické a oceňovatel musí dopočítávat inflační navýšení.

Analýza účetních výkazů

Účetními výkazy se rozumí rozvaha a výkaz zisku a ztráty. **Rozvaha** podává celkový přehled o pasivech a aktivech k určitému časovému okamžiku, většinou k poslednímu dni účetního období. Oceňovatele zajímá delší časové období, aby bylo možno posoudit tendence, které se ve výkazech projevují a mohl případně srovnávat data s podobnými podniky.

Zatímco Synek a Kislingerová (2015) ve své publikaci vynechávají hlubší exkurz do analýzy rozvahy, Mařík (2018, s. 117) vypočítává soupis zájmových oblastí, které by měl oceňovatel sledovat. Jsou jimi především:

- stav a vývoj bilanční sumy,
- struktura aktiv, jejich vývoj a přiměřenost,
- struktura pasiv a její vývoj s důrazem na vlastní kapitál, bankovní a dodavatelské úvěry,
- relace mezi složkami aktiv a pasiv.

Při analýze aktiv je třeba zkoumat nejen to, co v rozvaze je, ale především se musí oceňovatel ptát po věcech, které tam nebývají. K tomu je třeba znát účetní politiku podniku a zajistit si přístup k účetnímu oceňování (např. účetní a daňové odepisování, politika v oblasti opravných položek a rezerv apod.).

Výkaz zisku a ztráty vypovídá o schopnosti podniku zhodnocovat vložený kapitál. Zachycuje náklady definované jako peněžní vyjádření spotřeby výrobních činitelů a výnosy představující peněžní vyjádření výsledků plynoucích z provozování podniku. Opět je vhodné zkoumat dynamiku a strukturu jednotlivých položek. V tomto případě je kritériem podíl položek na celkových tržbách a vývoj podílu těchto položek ve vztahu k obvyklému podílu a ve vztahu k dosahovanému výsledku hospodaření. Důležité je zkoumat nejen celkové výsledky hospodaření, ale také dílčí (provozní výsledek a finanční výsledek) (Mařík 2018, s. 119).

Nejdůležitější pro posouzení skutečné finanční situace je **výkaz peněžních toků** (*cash flow*). Široká literatura se věnuje tomuto tématu. Výkaz peněžních toků podává souhrnný přehled o výdejích podniku, jak a nač podnik peníze používal či do jaké míry výsledek hospodaření odpovídá skutečně vydělaným penězům. V každém případě je třeba odděleně vykázat platby daní a přijaté i vyplacené úroky a podíly na zisku. Velkou pozornost je třeba věnovat peněžním tokům spojeným s investicemi, jak investicím samým, tak prodeji odepsaného investičního majetku a saldu provozních, investičních a finančních toků (tvoří celkový peněžní tok).

1.8.4 Analýza poměrových ukazatelů

Někteří autoři doporučují zkoumat především krátkodobou likviditu podniku, která vypovídá o finančním zdraví a dlouhodobou finanční rovnováhu vypovídající o schopnosti hradit dlouhodobé závazky. Pokud jsou tyto 2 oblasti probádány, bude vhodné

se ptát po výnosnosti. Výnosnost se měří ukazateli rentability (jedny z řady poměrových ukazatelů).

Synek a Kislingerová (2015, s. 286) považují rozbor poměrových ukazatelů za základ finanční analýzy. Zmiňují, že finanční analýzy probíhají obvykle v těchto krocích:

- výpočet poměrových ukazatelů (*ratios* = koeficientů),
- srovnávání poměrových ukazatelů s odvětvovými průměry,
- trendová analýza (hodnocení poměrových ukazatelů v čase),
- hodnocení vzájemných vztahů mezi poměrovými ukazateli (v USA obvykle systémem Du Pont, u nás pyramidovou soustavou ukazatelů),
- návrh opatření (na základě silných a slabých stránek podniku).

Existuje celá řada poměrových ukazatelů zkoumajících vzájemný vztah mezi 2 veličinami. Mezi nejdůležitější poměrové ukazatele patří rentabilita, likvidita, aktivita, zadluženost a finanční stabilita. Výpočet se provádí vydělením jedné položky (skupiny položek) jinou položkou (skupinou položek) uvedenou ve výkazech.

Ukazatele likvidity slouží především pro první orientaci obsahující v podstatě „pouze“ analýzu ročního vývoje *cash flow* a jeho dílčích složek. Synek a Kislingerová (2015, s. 284) vyjmenovávají likviditu běžnou, rychlou a pohotovou. Mařík (2018, s. 123) pak přidává položku (ukazatel) s pojmenováním pracovní kapitál. Výhodou všech těchto ukazatelů je jednoduchost, srozumitelnost a praktické rozšíření. Nevýhody pojmají státnost, absenci obrátky aktiv, obtížnou zdůvodnitelnost určité výše a závislost na způsobu ocenění aktiv a pasiv.

Mezi *ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy*, případně *ukazatele zadluženosti* patří především statické ukazatele typu podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu, krytí dlouhodobého majetku dlouhodobým kapitálem, podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech nebo krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem. Zjednodušeně řečeno měří rozsah využívání cizích zdrojů k financování dluhu.

„... při oceňování pro účely podnikové akvizice bývá pro potencionálního akvizitora důležité zjistit, zda by po akvizici bylo možné získanou firmu dále zadlužit, případně zda by bylo možné odprodat část jejích aktiv, protože takto získané peníze může akvizitor použít na splácení úvěru, který se vezme na zaplacení transakce“ (Mařík 2018, s. 124).

Dalšími nástroji pro hodnocení finančního zdraví podniku jsou *ukazatele rentability*. Využívají je především investoři pro zjištění výnosnosti vlastního kapitálu. K jmenovanému nástroji náleží ještě rentabilita tržeb a výnosnost celkových aktiv. Z pohledu Kislingerové (2001, s. 69) je nejkomplexnějším pohledem na výkonnost podniku EBIT (*earnings before interest and taxes*), tj. zisk před úhradou úroků a daně z příjmů, „...*neboť zahrnuje všechny složky efektu, který podnik vytváří z hlediska zapojení majetkových částí do podnikání.*“

Ukazatele aktivity, někdy též *ukazatele využití aktiv*, měří efektivnost hospodaření podniku se svými aktivy. Do této oblasti náleží početní úkony pojímající obrat zásob, průměrná doba inkasa, obrat stálých, oběžných a celkových aktiv. Tyto ukazatele musí oceňovatel řádně prověřit, protože jejich vývoj má pro podnik různé důsledky a mohou být zjištěny závažné skutečnosti o zdraví a fungování podniku (politika financování, zásob, pohledávek a další).

Autoři se shodují, že je třeba se při oceňování zamyslet, jak hodnotit získaná data o jednotlivých ukazatelích. Stává se, že všechna data nevyznívají zcela příznivě a některé dílčí oblasti vycházejí hůře. Naopak právě tyto oblasti mohou být důvodem pro vynikající výsledky v jiných oblastech. Oceňovatel by tak měl prověřit všechny vazby a hodnotit celkový stav, ne výsledek k mediánu či průměru výsledků jiných podniků.

1.8.5 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná

Na úvod je třeba vyjít z předpokladu, že má podnik jedno základní podnikatelské zaměření, pro které byl zřízen. Pokud by měl podnik více aktivit, měl by být oceňován jako souhrn podnikatelských jednotek. Každá jednotka by měla být oceňována zvlášť. Jestliže je to jen trochu možné, měl by oceňovatel provést rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná. Zároveň s tím by měl rozdělit výnosy a náklady související s nepotřebnými aktivy. Důvody pro toto rozdělení majetku jsou:

- část majetku nemusí být vůbec využívána plynou z něj malé, nebo vůbec žádné příjmy (nevyužité pozemky, akcie bez vyplácených dividend apod.),
- část aktiv přinášející příjmy může obsahovat jiná rizika,
- obě skupiny aktiv jsou obvykle jinak oceňovány (jiným zorným úhlem a v souvislosti s tím odlišnou metodou)

Mařík také zdůrazňuje, že nejde jen o informaci pro oceňovatele ohledně hodnot hlavního provozu a neprovozního majetku, ale „... při nevyčlenění neprovozního majetku bude výsledné ocenění (tedy chápané jako konečný součet obou částí) s největší pravděpodobností chybné, tj. obvykle podhodnocené, ale někdy může být i nadhodnocené“ (Mařík 2018, s. 141-142).

Jako *provozně nutná* pro základní „business“ označuje aktiva v určité struktuře a velikosti včetně přiměřených kapacitních rezerv. Mařík (2018, s. 146) do této kategorie řadí:

- provozně nutný investovaný kapitál (pro minulé roky kapitál investovaný do aktiv provozně potřebných) po vyřazení položek provozně nepotřebných a oběžných aktiv (u kterých není možno explicitně vyčíslit jejich náklady - např. úroky),
- korigovaný provozní výsledek hospodaření po vyloučení nákladů a výnosů souvisejících s provozně nepotřebnými aktivy (výhodiskem je přímo provozní výsledek hospodaření).

Provozně nutný investovaný kapitál rovná se provozně nutný dlouhodobý majetek plus provozně nutný pracovní kapitál. Mezi nejtypičtější příklady položek vyloučených z provozního výsledku hospodaření patří:

- tržby a zůstatková cena prodaného dlouhodobého hmotného majetku a materiálu,
- odpisy budov a zařízení nesloužících hlavnímu podnikání,
- výnosy a náklady mimořádného nebo neprovozního charakteru.

Všechna ostatní (aktiva) jsou označena jako aktiva *nenutná* (nepotřebná nebo také neprovozní). Za *provozně nenutná* aktiva bývají považována:

- krátkodobý finanční majetek (cenné papíry) a peněžní prostředky,
- dlouhodobý finanční majetek (podíly, zápůjčky, úvěry),
- ostatní majetek (nemovitosti, neprovozní majetek, pohledávky nesouvisející s hlavní činností).

Je zajímavé, že oproti Maříkovi se Seppelfricke (2012) ve své publikaci hlouběji nezabývá problematikou členění aktiv na provozně nutná a nenutná, věnuje jim pouze okrajově několik řádků u vybraných metod ocenění. Tato situace pravděpodobně vychází z celkové koncepce

publikace Seppelfrickeho, kterou pojímá jako vyčerpávající výčet jednotlivých metod ocenění a poměrových ukazatelů, k nimž poskytuje praktické příklady.

1.8.6 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty se pro účely ocenění rozumí soubor několika základních podnikohospodářských veličin určujících ve svém souhrnu hodnotu podniku. Obvykle se vyvozují v návaznosti na konkrétní přístup k ocenění podniku. Prognóza generátorů by měla tvořit základní kostru finančního plánu a být zdrojem informací o finanční minulosti podniku. Hodnota podniku je závislá na schopnosti tvořit v budoucnu volné peněžní toky.

Typickými generátory hodnoty pro teoretický případ jsou:

- tržby (obrat) a jejich růst,
- marže (korigovaného) provozního zisku,
- investice do pracovního kapitálu,
- investice do dlouhodobého provozně nutného majetku,
- diskontní míra,
- způsob financování (především velikost cizího kapitálu),
- doba generování pozitivního peněžního toku (doba existence podniku).

Generátory hodnoty lze, pokud jsou řádně podloženy a zdůvodněny finanční analýzou, přímo použít k prvnímu odhadu hodnoty podniku. Toto ocenění je založeno na principu peněžních toků, přičemž smyslem je soustředit pozornost na klíčové veličiny ocenění, jimiž jsou rentabilita tržeb (z korigovaného provozního zisku), tempo růstu a náročnost na investice do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu (Mařík 2018, s. 149-150).

1.8.7 Sestavení finančního plánu

V rámci běžného řízení podniku je finanční plán součástí podnikového plánu. Měl by vycházet z dlouhodobé strategie podniku a z jeho vize. Má za úkol zajistit splnění podnikatelských cílů podniku. Plán je sestavován z hlavních finančních výkazů, z výkazu zisku a ztrát (výsledovky), rozvahy, výkazu peněžních toků.

Mařík (2018, s. 175) k sestavování finančního plánu jako podkladu ocenění podotýká, že oceňovatel nemůže sestavit kompletně celý podnikový plán, přesto by měl zachovat jeho základní logické vazby. Dále se domnívá, že oceňovatel nebude většinou schopen sestavit plán sám bez konzultace s managementem podniku. Zásadně však varuje před automatickým přebíráním plánů od managementu v případech tržních oceňování nebo objektivizované hodnoty. Oceňovatel by měl vycházet z podkladů oceňovaného podniku do jisté míry s vědomím, že za ocenění odpovídá sám.

Výše uvedený výčet typických generátorů hodnoty (viz odst. 1.8.6) tvořících kostru finančního plánu je třeba doplnit o plán financování (pro potřeby ověření reálnosti prognózy generátorů hodnoty) a o formální odpočty všech položek potřebných pro kompletní sestavení finančních výkazů, které ještě nebyly spočítány při sestavování jednotlivých dílčích plánů. Dále je možné doplnit plánované hodnoty méně významných položek, jež se však pravidelně objevují a mohou pomoci upřesnit výsledné ocenění nebo i položky nesouvisející s hlavním provozem podniku (může se jednat o plán odprodeje nepotřebného majetku, investice přebytků do cenných papírů apod.).

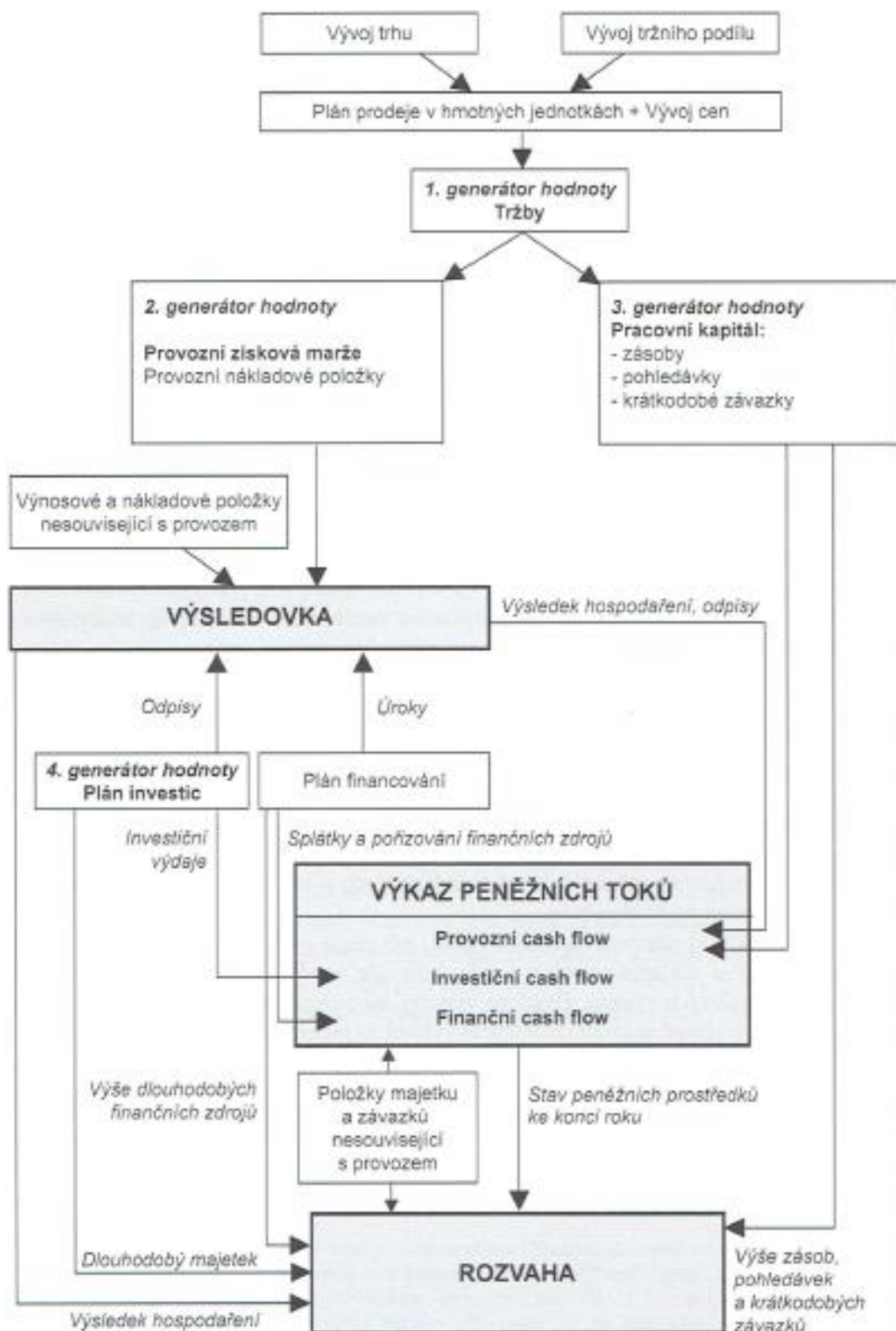
Hlavní odlišnosti finančního plánu pro ocenění podniku oproti plánu sestavovanému během běžného řízení podniku znázorňuje přehledová tabulka 1.

Tabulka 1: Odlišnosti přístupů ke zpracování finančního plánu

Finanční plán při ocenění	Finanční plán běžný
období sestavení plánu je co nejdelší, minimálně 5, optimálně 10 a více let	období sestavení plánu činí 1-3 roky
podrobnost v agregaci položek	podrobnost podle účelu výkazů
plán ocenění je primárně postaven na analýze a prognóze generátorů hodnoty	bývá prováděna pouze samostatně extrapolace jednotlivých položek
rozdělení výkazů na části (aktiva) provozně nutné a nenutné	členění je obvykle shodné s účetními výkazy
má největší bezprostřední význam výkaz peněžních toků	bývá kladen důraz na výsledovku a rozvahu

Zdroj: Mařík (2018, s. 183-184), vlastní zpracování

Základní postup při sestavování finančního plánu nejlépe vystihuje obrázek 5. Mařík (2018, s. 176-178) upozorňuje na to, že uvedené schéma ukazuje pouze hrubý a nejčastější sled kroků.



Obrázek 5: Postup sestavování finančního plánu
Zdroj: Mařík 2018, s. 178

1.8.8 Ocenění

Vlastní ocenění probíhá podle mezinárodně kvitovaných metod, které jsou dle potřeby uzpůsobeny jednotlivým případům ocenění. Vždy však musí být zachována kostra a účel ocenění, aby byly výsledky ocenění opakovatelné a porovnatelné, jak je uvedeno v dřívějším textu. Jelikož tato práce není primárně zaměřena na velmi obsáhlou a stále v mnoha ohledech nedostatečně odladěnou oblast metod ocenění, není sepsán vyčerpávající výčet všech metod a přístupů. Níže v textu je z tohoto důvodu proveden pouze výtah nejdůležitějších a nejpoužívanějších metod. Blíže budou specifikovány pouze metody užití v praktické části ocenění vybraného podniku.

Základními metodami pro oceňování podniku na *základě analýzy trhu* jsou:

- ocenění na základě tržní kapitalizace,
- ocenění na základě srovnatelných podniků,
- ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu,
- ocenění na základě srovnatelných transakcí,
- ocenění na základě odvětvových multiplikátorů.

Základními metodami pro oceňování podniku na *základě analýzy majetku* jsou:

- účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen,
- substanční hodnota na principu nákladů znovupořízení,
- substanční hodnota na principu úspory nákladů,
- majetkové ocenění na principu tržních hodnot,
- likvidační hodnota.

Všeobecně uznávanými **základními metodami** pro oceňování podniku na *základě analýzy výnosů* jsou:

- metoda diskontovaných peněžních toků,
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů (upravených zisků),
- metoda ekonomické přidané hodnoty,
- kombinované – korigované výnosové metody (výnosové ocenění s majetkovým).

Kalkulace cen je prováděna tak, že budoucí výnosy kalkulujeme v cenách k datu ocenění, tj. ve stálých cenách diskontní reálnou mírou (očištěnou o inflaci). Výnosy jsou vyjadřovány v běžných cenách, diskontní míra je nominální, tj. včetně inflace. Mařík (2018, s. 192) mimo jiné ve své publikaci s ohledem na zkušenosti doporučuje pro první 3 jmenované metody z následujících důvodů použití běžných cen:

- pracuje se s peněžními toky tak, jak budou skutečně nabíhat,
- použití stálých cen komplikuje propočty spojené se splácením úvěrů,
- u stálých cen se oceňovatel nevyhne kalkulaci budoucí inflace, protože ji obvykle potřebuje pro výpočet diskontní míry,
- jsou jediným správným řešením u podniků, u kterých jsou ceny prodejní zatíženy jinou výší inflace než ceny vstupů.

Metoda diskontovaného *cash flow* (DCF) je z hlediska principu základní výnosovou metodou, kterou takto vnímá převážná část literatury.

Lze rozlišit tři základní techniky pro výpočet hodnoty metodou DCF:

- metoda „*entity*“ (angl. *entity approach*), *entity* = jednotka označuje podnik jako celek, hodnota je získána diskontováním peněžních toků, které jsou k dispozici vlastníkům i věřitelům, následně je odečtena hodnota cizího kapitálu, vyjde hodnota vlastního kapitálu,
- metoda „*equity*“ - diskontováním peněžních toků, které jsou k dispozici vlastníkům, získáme hodnotu vlastního kapitálu (hodnotu netto),
- metoda APV (*adjusted present value* = upravená současná hodnota) - je proveden součet hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků, ve druhém kroku se odečte cizí kapitál, čím je vykázána hodnota netto.

„Vymezení peněžního toku pro ocenění není však věcí libovolného výběru, nejdůležitější determinantou je zde, podobně jako u jiných metod, investovaný kapitál, respektive jeho zvolená podoba. Základním znakem metody DCF entity (kterou ve své publikaci využívá jako výukový vzor, pozn. autora) je, že bezprostředně výsledkem procesu diskontování budoucích peněžních toků je hodnota podniku jako celku. Podnik jako celek, entita, je ovšem chápán nikoliv na úrovni bilanční sumy, nýbrž právě na úrovni investovaného kapitálu“ (Mařík 2018, s. 193-194).

Metoda ekonomické přidané hodnoty (*economic value added – EVA*) se stále více prosazuje v ekonomické teorii i praxi především v zemích s vyspělou ekonomikou. Metoda amerických autorů překonává nedostatky klasických ukazatelů rentability (ROA, ROE), které nezohledňují časovou hodnotu peněz, riziko investorů a umožňují ovlivnění výše vykázaného zisku.

Základním principem metody EVA je měření ekonomického zisku, kterého podnik v tomto pojetí dosahuje tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale také náklady kapitálu (na rozdíl od účetního zisku včetně nákladů na vlastní kapitál).

$$EVA = NOPAT - Capital * WACC$$

NOPAT = *net operating profit after taxes* – operační výsledek hospodaření podniku po odpočtu upravených daní,

Capital = kapitál vázaný v aktivech potřebných k hlavnímu provozu podniku (k dosažení operativního zisku),

WACC = *weighted average cost of capital* – průměrné vážené náklady kapitálu.

Ukazatel EVA je často využíván manažery při řízení podniku jako ukazatele výnosnosti či nástroj pro řízení a motivování pracovníků.

1.8.9 Volba metody ocenění pro podnik LITRA

Metoda použitá pro ocenění podniku LITRA obsahuje atributy pro odhad předpokládané tržní hodnoty společnosti za podmínek přítomnosti soutěžního trhu, v němž může být oceňované aktivum obchodováno. Existuje likvidní organizovaný trh na principu hospodářské soutěže, avšak jednotlivá aktiva se vyznačují diferenciací množství a svých vlastností.

Přiklonil jsem se k volbě takových metod ocenění, které respektují obchodovatelnost podniku a jeho situační pozici v rámci odvětví průmyslu a trhu. Výnosové metody ocenění umožňují ocenit hodnotu podniku jako aktiva generující zisk a přidanou hodnotu pro vlastníky po celou dobu jeho fungování, tedy za předpokladu pokračujícího podniku (*going concern*).

2. Praktická část

2.1 Úvod

Oceňovaný podnik se zabývá poskytováním služeb autodopravy vlastními prostředky. Současně nabízí doplňkové služby. Hlavní náplň podniku spadá do klasifikace ekonomických činností 49.41 CZ-NACE silniční nákladní doprava. Všechna zde uvedená data jsou buďto veřejně přístupná v rejstřících státní správy nebo byla shromážděna osobním jednáním s vedením podniku.

Zvolené metody ocenění nejsou zcela běžně využívány v praxi, respektive bývají užity jako kontrolní či doplňkové metody. Výstupy a závěry uvedené v dalších částech jsou vždy odůvodněny a vyjadřují můj osobní názor.²

2.1.1 Účel ocenění podniku LITRA

Ocenění podniku LITRA, s.r.o. se sídlem Liberec I-Staré Město, Purkyňova 786/8, IČ: 61539821 je provedeno za účelem odhadu předpokládané tržní hodnoty firmy k datu 31. 12. 2020.

Mezi podklady sloužící k vypracování ocenění patří údaje poskytnuté vedením společnosti, výroční zprávy a zprávy auditorů, data ze státních veřejných rejstříků (ARES, ČSÚ, MDČR) a oborových sdružení (Česmad Bohemia, SDA aj.).

² Znalecký ústav 1. Znalecká, a.s. vypracovala pro účely rozdělení oceňované společnosti posudek č. 2423-058-2020. S jejími závěry se ne zcela ztotožňuji, jelikož pozice společnosti na trhu a makroekonomické souvislosti nebyly dostatečně vzaty v potaz. Právě tyto veličiny ovlivňují hodnotu firmy v případě odhadu tržní ceny.

2.1.2 Základní informace o oceňovaném podniku

Oceňovaná společnost LITRA je podnikem se zahraniční účastí nazývané *JOINT VENTURES*. 70 % základního kapitálu je ve vlastnictví švýcarské společnosti Cotra autotransport AG, přičemž je zaveden aktivně pasivní model řízení, aktivní je český vlastník.

Základní identifikační údaje

Obchodní název:	LITRA, s.r.o.
Sídlo:	Liberec 1, Purkyňova 8, PSČ 46001
Identifikační číslo:	61539821
Základní kapitál:	1 000 000,- Kč
Právní norma:	společnost s ručením omezeným
Jednatel:	Pavel Kučera, od 9. listopadu 1994
Společníci:	Pavel Kučera, vklad 300 000,- Kč Cotra Autotransport AG (Cotra Transports Automobiles SA) vklad 700 000,- Kč

Předmět podnikání

Živnostenské oprávnění č. 1:

Předmět podnikání:	Opravy silničních vozidel
Druh živnosti:	Ohlašovací řemeslná
Vznik oprávnění:	09. 11. 1994

Živnostenské oprávnění č. 2:

Předmět podnikání:	Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
Obory činnosti:	Výroba strojů a zařízení Výroba motorových a přípojných vozidel a karoserií Velkoobchod a maloobchod Údržba motorových vozidel a jejich příslušenství Skladování, balení zboží, manipulace s nákladem a technické činnosti v dopravě Zasílatelství a zastupování v celním řízení Pronájem a půjčování věcí movitých

Druh živnosti: Ohlašovací volná
Vznik oprávnění: 09. 11. 1994

Živnostenské oprávnění č. 3:

Předmět podnikání: Silniční motorová doprava – nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti přesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí, - nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti nepřesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí, - osobní provozovaná vozidly určenými pro přepravu nejvýše 9 osob včetně řidiče

Druh živnosti: Koncesovaná
Vznik oprávnění: 24. 11. 1994
Doba platnosti: Na dobu neurčitou
Odpovědný zástupce: Ing. Jiří Šámal

Historie podniku

1994: založení společnosti

1995: první distribuce vozidel pro firmu ŠKODA AUTO, a.s.

1997: otevření skladu v Mnichově Hradišti pro zajištění logistických služeb pro firmu Peugeot Česká republika

1999: získání certifikátu kvality ISO 9001

2000: 100 pracovníků, obrat provozní přepravy 172 779 086 Kč

2001-2005: přesunutí firmy z Liberce do nového logistického areálu u Mnichova Hradiště, rozšíření činnosti, poskytování kompletních logistických služeb – sklad, lakovací a mechanické práce, opravy vlastních a cizích přepravníků včetně rekonstrukcí

2003: získání certifikátu environmentálního managementu ISO 14001

2004: získání certifikátu ČSN EN ISO 14001

2005: naplánování výstavby skladu vozidel Toyota pro střední Evropu (280 000 m²), zahájení prací pro Toyota vozy v Mnichově Hradišti – kompletování pro SRN a příprava pro distribuci CZ a SK, nákup 97 přepravníků (nových vozidel s návěsem)

2007: dosažení celkového počtu vlastních přepravníků 151 ks, z toho 12 ks na přepravu nákladních vozů

- 2008: zřízení pobočky na Slovensku – LITRA SK, zároveň byla činnost LITRA SK na konci roku pozastavena z důvodu hospodářské krize (nebyla nikdy obnovena)
- 2010: zahájení skladování a poskytování služeb s tím souvisejících pro Mitsubishi Motors
- 2010-2013: nabývá významu přeprava ojetých automobilů
- 2013: vrchol krize, podíl domácí a zahraniční dopravy dle tržeb 11 % ku 89 %, postupný pokles počtu řidičů, poměr roků 2008/2013 činí 161/113
- 2014: pozvolný ekonomický růst, pořízení nových souprav, investice do vzdáleného poměrového měření paliva v nádržích
- 2015: oživení automobilového průmyslu, kritický nedostatek kvalifikovaných řidičů, vytěžování servisního zázemí repasemi nástaveb, výrazný nárůst objemu těchto služeb externím společností, nárůst řidičů na 145
- 2016: umístění v CZECH TOP 100 Czech stability Award
- 2017: fúze oceňované společnosti LITRA se společnostmi Dyna s.r.o. a Imtra a.s.
- 2018: obhajoba certifikátu „Oprávněný hospodářský subjekt“ nejvyšší stupeň AEOFF
- 2019: záměr odštěpení nemovitého majetku dílen a k nim příslušného movitého majetku společnosti od její provozní části

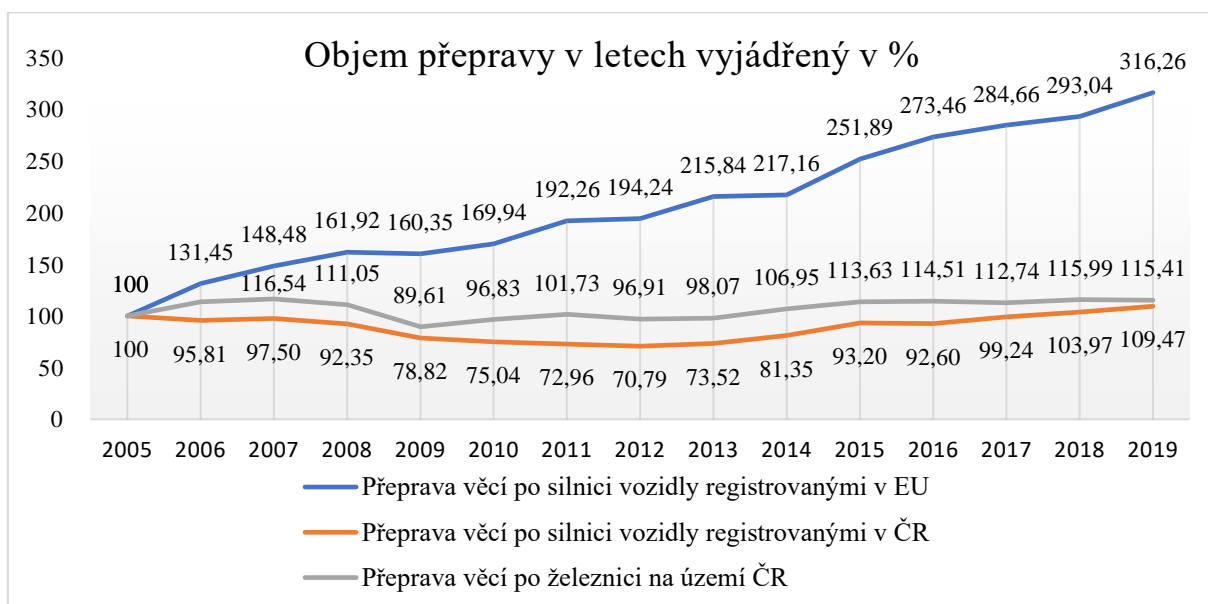
2.2 Strategická analýza

Mezinárodní silniční nákladní doprava je jedním z nejproměnlivějších odvětví průmyslových služeb. Od vstupu do Evropské unie (EU) je Česká republika bezcelní zónou pro přepravu zboží uvnitř EU, konkurence se zostříla a probíhá konkurenční boj. Rostoucí náklady firem nejsou schopny přepravní společnosti ovlivnit jinak než snahou o co nejefektivnější provoz, pružnou logistiku a hlídání nákladů. Přestože existují možnosti kompenzace výkyvů nákladů, například palivovými doložkami, nemají mnohé společnosti takovou vyjednávací pozici, aby dokázaly navýšením smluvních cen kompenzovat například rozšíření mýtného nebo nařízení Rady EU o minimálních platech českých zaměstnanců na pracovních cestách v zahraničí. Dochází tak ke znevýhodňování středně velkých firemních dopravců, kterým klesají provozní marže.

2.2.1 Analýza konkurenčního prostředí

Podle informací ze sdružení ČESMAD Bohemia (Martin Felix, 2016) bylo v roce 2014 provozováno 10 237 firem s eurolicencí pro MKD, které registrovaly 79 457 vozidel s eurolicencí pro MKD. V posledních letech docházelo k přílivu konkurence ze zahraničí a zároveň ke znásobení fyzických osob podnikajících s vlastním návěsem, kterým hodnocená společnost velmi těžko nákladově konkuruje.

Mimo aspekt uvedený v předchozím odstavci je třeba hodnotit odvětví MKD v porovnání s alternativními druhy přepravy. V obrázku 6 je uveden vývoj objemu přepravy vozidly registrovanými v ČR, vozidly s registrací mimo naše území a přepravy po železnici v letech 2005-2019. Výchozím rokem je rok 2005, tudíž mu je přiřazena hodnota 100 %



Obrázek 6: Srovnání vývoje objemu nákladní přepravy dle druhu dopr. prostředku

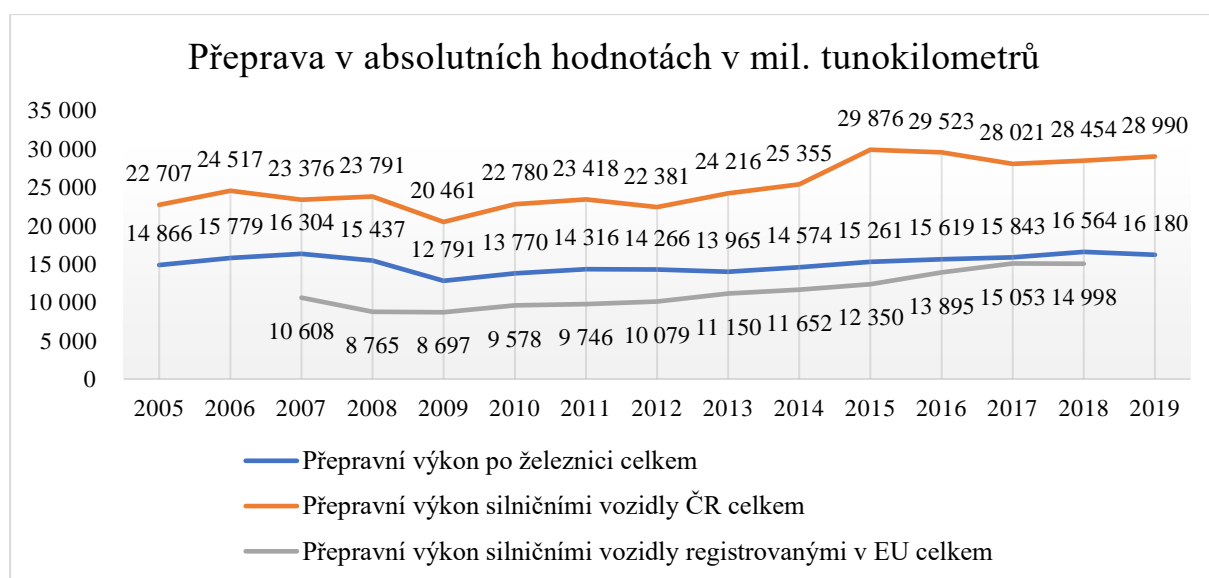
Zdroj: MDČR a Eurostat, vlastní zpracování

Napříč roky byl objem přepravy po železnici stabilnější a neutrpěl výrazným propadem v letech krize 2008-2011. Silniční nákladní doprava vozidly registrovanými v ČR se oproti železniční propadl hlouběji a až v roce 2018 vyrovnala pokles nastartovaný v roce 2005. Naopak je zřetelný rostoucí vliv zahraniční silniční dopravy, která rostla od roku 2005 o 315 %.

Z obrázku 6 lze také vyčíst vzrůstající objem přepravy vozidly z tzv. třetích zemí. Z provedeného průzkumu je zřejmé, že se jedná o menší přepravce ze zemí bývalého socialistického bloku, především Polska, Slovenska a Rumunska nebo Bulharska. Nelze

opomenout i nadnárodní transportní společnosti ze západních zemí, Španělska a Itálie, které expandují a využívají svou vyjednávací pozici k zajištění přeprav. Na jejich fyzickou realizaci si často najímají české přepravní společnosti včetně LITRA.

Objem přepraveného množství v absolutních hodnotách znázorňuje obrázek 7. Údaje potvrzují rostoucí intenzitu nákladní silniční přepravy, oproti ní vykazuje železniční přeprava stagnující tendenci. Je to dáno jednak náklady spojenými při dvojnásobné nakládce a vykládce zboží při rozvozu koncovým zákazníkům nebo do centrálních skladů a také omezenou kapacitou a flexibilitou přepravy. Přepravní výkon vozidly registrovanými v EU je ve zdroji uveden v omezeném měřítku.



Obrázek 7: Srovnání nákladní přepravy dle druhu dopravního prostředku absolutně
Zdroj: MDČR a Eurostat, vlastní zpracování

Obrázek mimo jiné dokládá, jakým způsobem se vyvíjí automobilová doprava u nás. Tento vývoj je zohledněn během hodnocení ekonomických ukazatelů a v predikci vývoje oceňované společnosti.

Hodnocení výkonu odvětví

V roce 2019 došlo v nákladní dopravě jako v předchozích letech k nárůstu objemu přepravených věcí o více než 4 %, u přepravních výkonů však pokles pokračoval stejným tempem. Pokles 4 % je opět ovlivněn zejména již 3letým pokračujícím poklesem silniční nákladní dopravy. Přepravní objem zůstal nejvyšší za posledních 20 let, výkon přepravy se přiblížil úrovni z roku 2000 a je nejnižší za posledních 18 let.

Objem přepravených věcí v silniční nákladní dopravě po téměř 10 letech poklesu do roku 2012 a následnému nárůstu vyjma roku 2016 pokračuje v tomto trendu s meziročním nárůstem více než 5 % také v roce 2019. Naopak výrazný pokles přepravních výkonů se objevuje zejména v mezinárodní silniční nákladní dopravě. Celkové výkony silniční nákladní dopravy dopravců registrovaných v ČR jsou nejnižší za posledních 20 let. (Sydos, 2019)

Pro zobrazení agregovaných údajů hospodářských výsledků slouží následující tabulka ze zdrojů společnosti Bureau van Dijk, Holland, konkrétně zde se jedná o projekt Amadeus, který poskytuje ekonomická data evropských i světových organizací.

Tabulka 2: Mikroekonomické ukazatele odvětví více než 150 firem

Rok /měna v tis. Kč	2019		2018		2017		2016		2015		2014	
Number of companies		177		232		246		237		228		219
Operating revenue (Turnover)	47 883 034	177	54 338 129	232	53 476 487	246	50 182 787	237	49 318 315	228	45 615 795	219
P/L before tax	2 172 772	177	1 935 598	232	2 203 895	246	2 436 727	237	2 697 000	228	2 085 884	219
P/L for period [= Net Income]	1 775 980	177	1 494 879	232	1 772 061	246	1 931 775	237	2 186 597	228	1 676 761	219
Cash flow	3 971 143	175	4 469 102	226	4 700 114	237	4 624 290	230	4 518 239	225	3 588 150	215
Total assets	25 475 058	177	29 305 138	232	29 907 313	246	28 830 674	237	26 193 726	228	23 037 407	219
Shareholders funds	12 197 409	177	14 042 964	232	13 851 538	246	13 312 875	237	11 980 991	228	10 118 972	219
Current ratio (x)	1,48	175	1,52	232	1,57	245	1,55	237	1,53	228	1,44	219
Profit margin (%)	4,54	177	3,56	230	4,12	239	4,86	230	5,47	227	4,57	219
ROE using P/L before tax (%)	17,81	177	13,79	229	15,86	241	18,40	229	22,47	222	20,70	209
ROCE using P/L before tax (%)	13,86	154	10,79	199	11,71	205	13,73	194	16,52	190	15,21	178
Solvency ratio (Asset based) (%)	47,88	177	47,92	232	46,31	246	46,18	237	45,74	228	43,92	219
Number of employees (peer Unit)	78		104		93		78		96		94	

Zdroj: Amadeus, vlastní zpracování

Hodnocené společnosti mají sídlo podnikání na území ČR. Data uvedená v této tabulce budou dále podrobena komparační analýze s daty oceňované společnosti.

PESTLE analýza

Hodnocení okolního prostředí společnosti bylo provedeno pomocí PESTLE analýzy, jelikož oblast působnosti společnosti je ovlivněna jejím internacionálním působením a oblast, v níž podniká, je velmi ovlivněna legislativou a ekologií. Cílem PESTLE analýzy je identifikovat pro každou skupinu faktorů ty nejdůležitější události, jevy, vlivy a rizika, které ovlivňují

nebo v budoucnu budou ovlivňovat společnost. Níže uvedené faktory jsou vztaženy pro oblast automotive přepravy vozidel, která je v některých oblastech odlišná od klasické nákladní kamionové dopravy (např. v silné závislosti na vývoji v automotive).

P – Politické

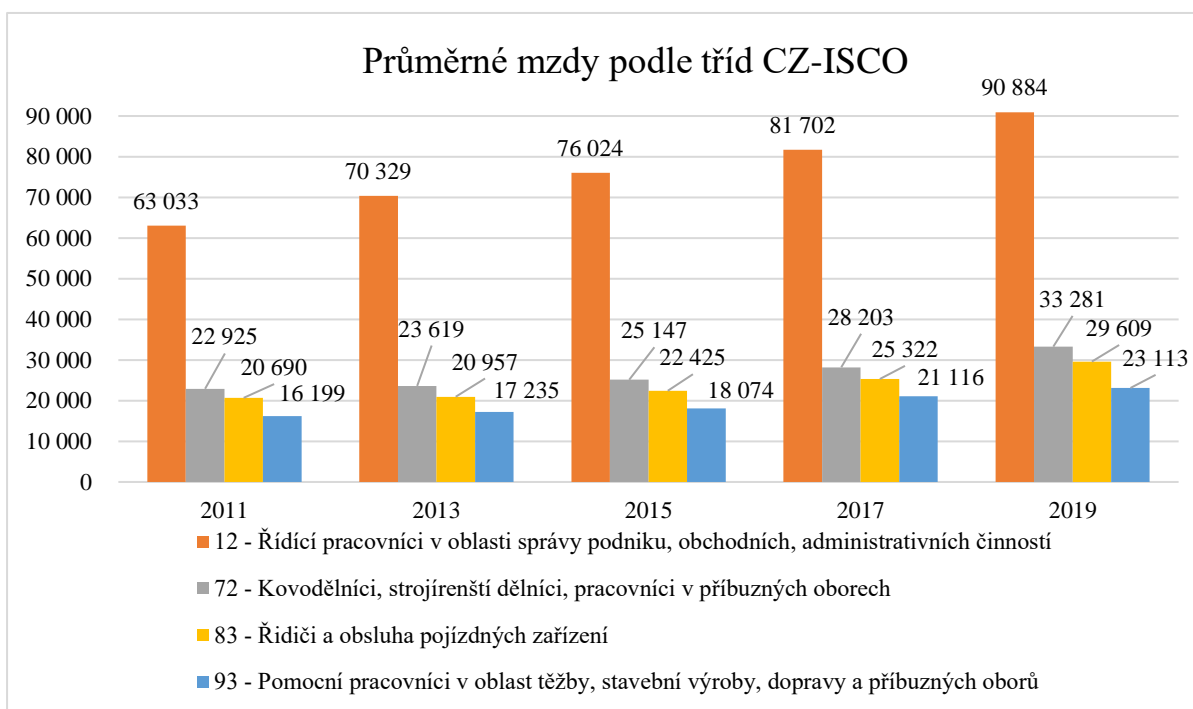
Prostředí EU je vcelku stabilní a v segmentu mezinárodní přepravy je uplatňována politika volného obchodu, což zjednodušuje pohyb zboží v eurozóně. Tento volný pohyb je omezen administrativními povinnostmi (evropský řidičský průkaz, zajištění tzv. eurolicencí apod.). V období let 2017 až 2019 Evropská komise a další orgány společenství vyvíjely prostředky na sjednocení práv řidičů realizujících transfery po zemích západní Evropy (nastavení minimálních hodinových mezd srovnatelných se zaměstnanci dopravců cílových zemí či povinných zastávek). Dalším zásahem do logistického odvětví mohou být omezení přepravy určitých komodit, povinnosti splnění emisních požadavků, splnění požadavků na maximální stáří přepravních souprav, povinná školení řidičů a evropské certifikace či povinné 2členné posádky a povinný odpočinek. Ne menší vliv mají na chod společnosti vlivy legislativní a ekologické.

E – Ekonomické

Společnosti napříč trhem musely čelit ekonomickému propadu v letech 2008-2010, ve kterých klesl HDP většiny evropských zemí a tento pokles citelně postihl odvětví přepravy. Od odeznění krize je možné sledovat růst tlaku objednatelů přepravy na snižování cen přepravy. Tyto tlaky a globalizace odvětví znamenají dlouhodobý nárůst objemu zahraniční přepravy na území států střední a západní Evropy. Jak bylo výše uvedeno, přijala Evropská komise proti znevýhodněné pozici západních logistických společností „mzdovým dumpingem“ zaměstnanců ze střední, východní a jižní Evropy řadu opatření. Tato opatření zpětně zvyšují náklady logistických firem střední a východní Evropy. Některá mají dopad zpětně také na západní firmy (emisní norma Euro VI, povinné přestávky – doby řízení a doby odpočinku, nově se uvažuje o povinném noclehu v hotelích, týdenním odpočinku, jednotné evropské minimální mzdě, povinném hlášení přeprav a dalších). Jednotlivé země EU navíc stanovují i další povinnosti – hraniční kontroly, mýta, zákazy kouření ve vozidle (např. Rumunsko 2016), omezení provozu ve vybraných dnech atd.

Vyjmenovaná opatření zvyšují administrativní náklady a náklady personální. Dochází k narušování zaběhnutých logistických řetězců a prodlužování časů dojezdu nebo naopak k odstávce návěsů s vozidly na parkovištích vlastních či najímaných. Všechny vlivy vedou ke zvyšování nákladů a snižování potřebného zisku společnosti, což dokládají data v části 2.6.3.

Platy řidičů v nákladní dopravě nepatří mezi lukrativní s ohledem na jejich osobní zodpovědnost, potřebnou zdatnost a jazykovou vybavenost. Dlouhodobě je v odvětví logistiky nedostatek profesionálních českých či slovenských řidičů. Přesto tento stav nevede k žádoucímu růstu platů, neboť velká konkurence a tlaky nadnárodních řetězců objednatelů ještě více snižují jednotkovou cenu přepravy a ta neumožňuje navýšení platů. Důsledkem toho je, že společnosti zaměstnávají buď cizince a zvyšuje se jim počet pojistných událostí anebo mají nedostatek zaměstnanců a rostou náklady ušlé příležitosti. V obrázku 8 jsou znázorněny vybrané třídy zaměstnání dle unijní klasifikace a průměrná výše mezd ve vybraných letech.



Obrázek 8: Průměrné mzdy dle tříd CZ-ISCO

Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

Nejdůležitější proměnou v nákladech je cena pohonných hmot. Výkyvy pohonných hmot určené mezinárodními trhy a nadnárodními korporacemi nelze předvídat. Vedení společnosti LITRA využívá (v některých smlouvách povinně) palivové doložky, které na jedné straně

snížují ztrátu při růstu cen, na straně druhé neumožňují profitovat na snížení cen v podobě vyššího zisku.

S – Sociální

V minulých letech byla velkým tématem migrace. Ta ovlivnila logistiku firem mířících především do Belgie, Francie a Velké Británie. Migranti působí negativně na řidiče a je zaznamenána menší ochota řidičů provádět cesty do zasažených zemí (především z důvodu osobně trestní zodpovědnosti řidiče).

Společností (obyvateli zemí) je nákladní kamionová doprava vnímána vesměs negativně. Lze tak usuzovat z reakcí na způsobované škody na majetku soukromých vlastníků, veřejném majetku a životním prostředí. Může za to zřejmě také zvyšující se intenzita dopravy, stavba logistických center na orné půdě a další vlivy (např. individuální preference).

T – Technologické

Do sekce technologické je na místě přiřadit i podmínky technické (přeshraniční kontroly, uzavírky silnic, tachografy a mýta). Jedním z důležitých vlivů je z pohledu autora nedostatek dopravní infrastruktury v některých zemích (občerstvení, noclehárny, odpočívadla apod.) a povinnosti plnit technické limity (emise, stáří vozidel, nájezd, prohlídky atd.).

L – Legislativní

Objem právních norem je obrovský a nesjednocený. Každá země EU si na základě „kostry předpisu“ může dílčím způsobem upravovat normy, které orgány EU vydávají za účelem sjednocení pravidel. Výsledkem je nepřehledná skrumáž právních předpisů, v nichž se musí společnost orientovat. Některé z povinností jsou uvedeny v předchozích odstavcích, jsou však povrchně vyjmenovány jen zásadnější, neboť tato práce se věnuje proritně jiné oblasti. Pro zajištění orientace je třeba zvýšených nákladů na právní zastoupení, poradenství či členství v některém z automobilových sdružení (LITRA je členem sdružení ČESMAD Bohemia z.s.).

E – Ekologické

Evropa a oblast unie klade velký důraz na ekologii provozu a ochranu životního prostředí. Výrobní podniky platí daně za znečišťování ovzduší (emisní povolenky), existují také nástroje pro regulaci nákladní automobilové dopravy. Jedná se o ekonomické stimuly omezující nebo usměrňující silniční dopravu. Jsou jimi například zákonné povinnosti plnit emisní limity (nyní platí emisní norma Euro VI), byly vymezeny dopravní koridory, zavedeno mýtné, probíhá zavádění ekologických složek do paliv a další. Důsledky opatření se odrážejí v nákladech a nutí dopravce hledat takové procesy, postupy a technologie, které nákladovost omezí nebo udrží na přijatelné úrovni.

Silniční doprava má silného konkurenta v podobě železniční přepravy. Ta se z důvodů složitější manipulace a opakované nakládky a vykládky využívá především v dálkové velkokapacitní přepravě. Ekologie může být motivem pro upřednostnění železniční přepravy objednateli v případech, kde je to možné, ekonomicky výhodné, časově přijatelné a logisticky řešitelné. Nevýhodou železnice je poměrně nízká flexibilita a zmíněná komplikovanější logistika zboží.

Příklady konkurenčních společností

Níže uvedená data byla vyhledána elektronickou formou ve veřejně přístupných zdrojích (justice.cz, firmy.cz, ČESMAD apod.).

Společnost ARS Altmann Praha s.r.o. byla založena v roce 1992 jako společnost vlastněná německou společností ARS Altmann AG. V roce 2005 a dále se podařilo zasmluvnit výrobce vozidel Renault, což se projevilo výrazným růstem tržeb (v roce 2005 64 mil. Kč při 75 zaměstnancích). V roce 2012 činil obrat společnosti 98 mil. Kč a v letech 2017, 2018 a 2019 58,83, resp. 125 mil. Kč. V posledním období měla společnost 25 zaměstnanců.

HAKEN TRANSPORT s.r.o., společnost založená roku 2004 se zaměřuje na přepravu osobních a užitkových vozů. Obratem patří mezi malé společnosti. Jelikož společnost neplní zákonné povinnosti, nepodařilo se o společnosti získat více dat.

HELICAR a.s. vznikla v roce 2009 transformací z HELICAR s.r.o, která byla založena v roce 1999. V roce 2008 byly ve společnosti zavedeny systémy jakosti a management řízení kvality, v roce 2015 došlo k začlenění do skupiny L7 Group a.s. V roce 2018 bylo

společností přepraveno 148 298 vozidel z 60 % vlastními a z 40 % subdodavatelskými dopravníky. Vlastní dopravu zajišťovalo 105 vlastních řidičů. Celkový obrat firmy v roce 2018 činil 845 mil. Kč a čistý zisk před zdaněním 5,6 mil. Kč.

Mertlik.eu - Car Transport Company, s.r.o. byla založena v roce 2010. Nyní u ní pracuje průměrně 22 zaměstnanců. Provozuje dopravu vozidel od jednokusových zásilek v 6 zemích Evropy, dále nabízí přidružené služby, mimo jiné také vlastní dopravně ekonomický systém.

Sesé Autologic Czech Republic, s.r.o. pobočka španělské nadnárodní společnost, působí celosvětově v 16 zemích na 4 kontinentech, provozuje 22 poboček, zákazníky společnosti jsou Volkswagen Group, Groupe PSA, Daimler AG a další. V roce 2019 bylo společností přepraveno 320 000 vozidel s ročním růstem 77,5 %. Z dostupných údajů lze usuzovat, že se jedná o rozšiřování portfolia služeb společnosti.

SCHÜRMANN transport s.r.o., společnost založená v roce 2004 vykázala v roce 2019 tržby ve výši 74 mil. Kč, přičemž výkon společnosti má dle informací ve veřejných rejstřících rostoucí tendenci o jednotky desítek procent ročně. Dle údajů bylo ve společnosti zaměstnáno v roce 2019 průměrně 38 zaměstnanců.

Společnost VODÁREK TRANSPORT provozuje 60 dopravníků a je tak jedním z předních přepravců automobilů v České republice. Společnost těží z vlastnictví logistickou skupinou L7 Group a.s., která se považuje za největšího poskytovatele služeb v oblasti přeprav vozidel, logistiky domácích spotřebičů a souvisejících servisních služeb na českém trhu. V současné době má více než 100 stálých zaměstnanců a zajišťuje jimi přepravy v rámci celé EU pro výrobce vozů Škoda, VW, Seat, Audi, Toyota či Hyundai. Realizuje přepravy již od 1 vozu. Od roku 2013 společnost provozuje vlastní autoservis a pneuservis.

Výše uvedené společnosti je možné považovat za výběr věrně zobrazující různé konkurenční modely. Veškeré společnosti zabývající se přepravou vozidel považuje vedení společnosti LITRA za konkurenci.

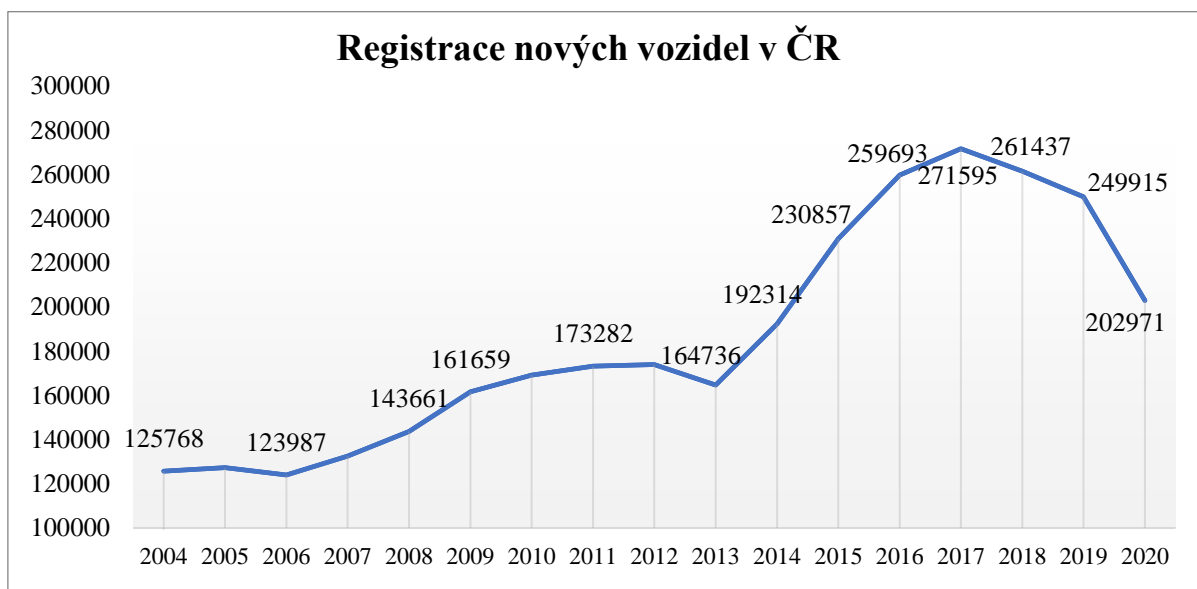
Shrnutí konkurenčního prostředí

Konkurenční prostředí silniční nákladní dopravy v ČR je typické velkým množstvím společností, jež nejsou schopny ovlivnit cenu na trhu. V případě přepravy vozidel toto platí

v plném měřítku, trh je nasycený firmami drobnými, středními i velkými. Na evropském trhu figurují nadnárodní, a dokonce celosvětově působící společnosti, které odebírají českým přepravním částí zákazníků. Velikost nadnárodních společností jim umožňuje operovat na daných trzích a svým rozsahem částečně ovlivňovat cenu. Současně mají prostor zajišťovat přepravu prostřednictvím středních a drobných národních přepravních.

Vedení společnosti LITRA působí na trhu od jejího počátku, roku 1994. Od krize v letech 2008-2010 se však potýká s problémy v podobě snižování zisku, zvyšování fixních i variabilních nákladů a rostoucí konkurenci v nadnárodních společnostech. Přibližně od let 2014 a 2015 je řešen výrazný nedostatek kvalifikovaných pracovních sil. Nevyužití potenciálu vozového parku generuje společnosti náklady ušlé příležitosti. V tomto období a později v letech 2016-2018 zaznamenává vedení společnosti další nárůst konkurence, ze zemí východní Evropy a Balkánu, které operují s nižšími náklady a omezují realizovanou přepravu oceňované společnosti.

V návaznosti na klesající vývoj prodeje nových vozidel v ČR klesá přepravované množství vozidel. To vyvolává převis nabídky přepravních kapacit nad poptávkou, což dokládá následující obrázek 9.



Obrázek 9: Registrace nových vozidel
Zdroj: SDA, vlastní zpracování

Společnost LITRA mimo přepravu vozidel provozuje vlastní servis, provádí kompletní repase nástaveb a pronajímá odstavné plochy a volné skladové prostory.

Pozice oceňovaného podniku se postupně horší, objemy přeprav v důsledku rostoucího konkurenčního tlaku klesají a klesají i jednotkové ceny za kilometr výkonu. Od roku 2016 se vlastníci snaží podnik prodat. Výhodou společnosti je jistě stabilní kolektiv s rozvinutým zázemím, zkušenosti vedení a schopnost operativních zásahů k ovlivnění nákladů. K tomu přispívá také relativní nezávislost na cizích zdrojích, které jsou omezeny pouze na leasing nových vozů a nástaveb.

Tabulka 3: Vybrané ekonomické ukazatele společnosti LITRA

	2008	2010	2012	2014	2016	2018	2019
Počet provozovaných přepravníků	151	135	111	109	104	97	84
Objem přepravy (ks automobilů, bez vagónů)	147 879	127 865	107 909	88 389	84 303	93 974	72 096
Čistý obrat firmy (v tis. Kč.)	543 472	423 502	405 755	442 956	443 723	428 114	382 606
Počet zaměstnanců	289	241	201	215	204	192	182
Průměrná mzda (Kč)	21 599	19 243	22 499	21 724	26 578	26 052	27 405
Počet pro – daných nových vozů v ČR	143 661	169 236	174 009	192 314	259 693	261 437	249 915
Míra inflace (%)	6,3	1,5	3,3	0,4	0,7	2,1	2,8
Index cen dopravní služby % (rok 2015 =100 %)	82,4	88,2	96,0	99,2	99,9	98,3	93,6
Míra nezaměst – nanosti (%)	6,0	7,3	7,0	6,1	4,0	2,2	2,0
Průměrná cena nafty (Kč/litr)	31,74	30,57	36,46	36,31	27,37	31,60	31,68
Výsledek hospod. EBIT (v tis. Kč.)	14 228	3 336	23 885	20 580	21 489	11 932	3 328
Čistý výsledek hospod. EAT (v tis. Kč.)	10 308	2 208	6 848	16 375	17 341	13 761	594
Kurz CZK/EUR	24,94	25,28	25,15	27,54	27,03	25,64	25,67

Zdroj: data oceňované společnosti, vlastní zpracování

V tabulce 3 jsou uvedena vybraná ekonomická data společnosti za roky 2008-2019. Nejen tato data budou použita při hodnocení potenciálu podniku. Z důvodu rozsahu dat jsou

uvedena pouze průřezová data. Nelze si nevšimnout makroekonomického ukazatele nezaměstnanosti, jejíž nízké hodnoty způsobují nedostatek řidičů a již zmíněné ztráty. Růst konkurence spolu s nezaměstnaností způsobily pokles zakázek a přepraveného množství automobilů. Vedení firmy přesto drží rezervní přepravníky v pohotovosti a část rezervních přepravníků pronajímá.

Pohyby měnového kurzu se daří společnosti vyrovnávat smluvními podmínkami s odběrateli. Index cen dopravní služby vykazuje s ohledem na konkurenční boj a cenové strategie objednatelů pokles jednotkových cen přepravy a snižování zisků.

Přestože společnost LITRA vykazuje po celou dobu existence kladné hospodářské výsledky (každoročně kladná EBITDA i čistý zisk), skončilo hospodaření v roce 2019 za dobu existence firmy s nejhorsím výsledkem pouze ve výši 0,5 % z celkového obratu.

2.2.2 Prognóza tržeb

Budoucnost podniku a jeho očekávaná hodnota je parametricky odvislá od vývoje tržeb, které budou na základě zjištěných skutečností s určitou mírou nejistoty predikovány.

Prognóza tržeb

Analýza odvětví prozradila, že se společnost pohybuje ve vysoce konkurenčním prostředí téměř dokonalé konkurence ve smyslu, že nejsou podniky schopny ovlivnit cenu, za kterou své služby prodávají. Monopolní síla zákazníků tlačí zisky dodavatelů dolů. Vedení společnosti LITRA se snaží realizovat zisky například doplněním hlavní činnosti o synergické služby (auto a pneuservis, repase nástaveb, kovodílna, pronájmy parkovišť a další).

Odvětví automobilového průmyslu je výrazně ovlivněno ekologickými přístupy a snahami o snižování CO₂ v ovzduší. Omezení prodeje nových vozidel vyplývajících z vyšší prodejní ceny nových vozidel a očekávaného poklesu hospodářského vývoje v letech 2019 (pokles výroby v Číně a stagnace v SRN, nervozita na akciových trzích atd.) snižuje objem vyráběného množství vozidel především na území západní Evropy v automobilkách VW

(SEAT, VW), Renault, GM (OPEL). Logicky se tento pokles přelévá do snížené poptávky po přepravě vozidel.

Vývoj objemu přepravy bude dále ovlivněn omezeními z důvodu nemoci Covid-19 a je nutné počítat s dalším poklesem zakázek a přepravovaného množství vozidel. Pokud se vedení společnosti LITRA nepodaří uskutečnit synergie v oblasti přepravy, například navázání spolupráce s nadnárodními dopravci případně spolupráci s přepravci v jiných segmentech zboží přepravy v odvětvích, které nejsou ovlivněny omezeními (Zásilkovna.cz, Balíkovna.cz, výhradní zastoupení, servis vozidel apod.), nebude reálně předpokládat ve střednědobém výhledu pozitivní vývoj firmy.

Tabulka 4: Prognóza tržeb společnosti LITRA

	Období	Údaje odvětví 49,4 v mil. Kč	Tempo růstu odvětví	Tempo růstu tržeb	Čistý obrat v mil. Kč	Průměrné tempo růstu
Minulost	2 005	X	X	X	453,945	- 0,91
	2 006	X	X	5,20	477,538	
	2 007	X	X	16,40	555,842	
	2 008	X	X	- 2,23	543,472	
	2 009	X	X	- 17,81	446,668	
	2 010	201 861	X	- 5,19	423,502	
	2 011	210 291	4,18	3,32	437,545	
	2 012	208 265	- 0,96	- 7,27	405,755	
	2 013	206 243	- 0,97	- 1,30	400,467	
	2 014	222 258	7,76	2,59	410,823	
	2 015	230 474	3,70	9,34	449,180	
	2 016	237 280	2,95	- 4,59	428,568	
	2 017	250 915	5,75	- 1,14	423,664	
	2 018	260 407	3,78	- 0,39	422,023	
	2 019	273 917	5,19	- 9,63	381,369	
Prognóza	2 020	279 532	2,05	- 20,53	303,061	0,37
	2 021	289 595	3,60	- 5,17	287,403	
	2 022	302 338	4,40	2,99	296,006	
	2 023	308 687	2,10	3,86	307,426	
	2 024	315 169	2,10	2,19	314,172	
	2 025	321 788	2,10	5,79	332,374	
	2 026	328 545	2,10	3,36	343,545	
	2 027	335 445	2,10	3,80	356,603	
	2 028	342 489	2,10	3,69	369,767	
	2 029	349 681	2,10	3,70	383,458	

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů a makroekonomických ukazatelů

Společnost má šanci, pokud využije svých zkušeností, kontaktů a *know how*, s přihlédnutím k makroekonomickým ukazatelům, dosáhnout ve střednědobém horizontu minimálních kladných hospodářských výsledků. Tento předpoklad je zobrazen ve výše uvedené tabulce 5 a bude zohledněn při ocenění podniku.

S ohledem na absenci odpovídajících statistik není možné určit, a to ani pomocí statistických metod, tržní podíl společnosti v segmentu silniční nákladní dopravy-přepravy vozidel. Velikost společnosti je v rámci celého odvětví CZ-NACE 49.41 zanedbatelná jak obratem, tak počtem pracovníků. Podíl společnosti na zisku celého odvětví činil v roce 2018 přibližně 0,16 %.

Vzhledem k výsledkům dosaženým v minulosti, změnám v portfoliu společností, výkyvům ekonomiky a v očekávání poklesu množství drobné konkurence, která nebude schopna přečkat období nižší poptávky, lze predikovat mírně optimistický vývoj tržeb s postupným růstem od roku 2022.

2.3 Finanční analýza

Pro provedení analýzy stavu ekonomiky a finančního zdraví společnosti LITRA, s.r.o. byly využity výroční zprávy, účetní výkazy a údaje získané od vedení společnosti. V podniku byl nalezen provozně nenutný kapitál, jímž jsou tržby a zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu. Provozní výsledek hospodaření byl upraven o tyto položky a v dalších částech je pracováno s korigovaným provozním výsledkem hospodaření (KPVH). V případě kalkulací s čistým výsledkem hospodaření po zdanění (EAT) nebyly ve výpočtech provedeny korekce výše daně z důvodu zanedbatelného vlivu na závěry analýzy.

Ukazatele vykázané v účetních jednotkách databáze ORBIS jsou přepočítány měnovým kurzem uvedeným v daném roce z dolarů na české koruny. Podobně byly upraveny výkazy z databáze AMADEUS, došlo k přepočtení z EUR na CZK. Rok je uvažován v délce 365 dnů.

2.3.1 Analýza účetní politiky

Účetnictví společnosti se řídí § 20 zákona č. 563/1991 Sb. o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů a podléhá dohledu auditorů dle stejného zákona. Poslední zprávu auditora (rok 2019) zpracovala společnost Audit Exact s.r.o, oprávnění č. 570, se sídlem Politických vězňů 1419/11, 110 00 Praha 1 – Nové Město, přičemž ověření provedl statutární auditor Ing. Petra Macháčková, číslo oprávnění 2391.

Dle názoru auditora podává účetní závěrka věrný a poctivý obraz aktiv a pasiv společnosti LITRA k datu 31. 12. 2019 a nákladů, výnosů, výsledku hospodaření a peněžných toků za rok končící 31. 12. 2019 v souladu s českými účetními předpisy. Obdobně tomu je i v letech předchozích (2013-2018), kdy výroční zprávy obsahují podobný výrok.

Zásadní účetní postupy jsou uvedeny v příloze účetní závěrky k 31. prosinci 2019, která je součástí Výroční zprávy o hospodaření společnosti LITRA pro rok 2019. Z tohoto přehledu jsou pro účely ocenění uvedeny jen některá důležitější či pro oceňovanou společnost specifická pravidla.

2.3.1.1 Dlouhodobý majetek

Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek je evidován v pořizovacích cenách, které zahrnují cenu pořízení a náklady s pořízením související.

O dlouhodobém majetku v pořizovací ceně do 40 tis. Kč je účtováno jako o zásobách a je účtován do nákladů v okamžiku jeho převedení do užívání. Dlouhodobý movitý majetek – vozové soupravy – pořízený na úvěr nebo ve formě splátkového prodej je evidován dle interní směrnice v pořizovací ceně včetně všech finančních nákladů spojených s jeho pořízením, které nastaly, anebo s jistotou nastanou po dobu, než je majetek zcela splacen a bez dalších závazků a zástav převeden do majetku společnosti. Je uplatňován rovnoměrný odpis majetku, přičemž doba odepisování je stanovena na základě předpokládané životnosti majetku.

Za dlouhodobý nehmotný majetek jsou považována práva, programy a software, výsledky výzkumné činnosti apod., jejichž vstupní cena je vyšší než 60 tis. Kč a provozně technické

funkce jsou delší než 1 rok. Uvedené složky s nižší pořizovací hodnotou nebo s kratší dobou použitelnosti jsou účtovány do nákladů. Účetní jednotka neoceňuje reálnou hodnotou.

2.3.1.2 Dlouhodobý finanční majetek

Dlouhodobý finanční majetek představuje majetkové účasti a je účtován v pořizovací ceně. Pořizovací cena zahrnuje přímé náklady související s pořízením, například poplatky, provize, právní služby a další. Ke dni 31. 12. 2019 přecenila společnost své majetkové účasti ekvivalenční metodou.

2.3.1.3 Zásoby

Materiál je účtován ve své nominální hodnotě. Pořizovací cena zahrnuje přímé náklady pořízení, celní a skladovací poplatky, dopravné a další náklady související s pořízením.

Nedokončená výroba je účtována na úrovni úplných vlastních nákladů.

2.3.1.4 Pohledávky

Pohledávky se vykazují ve jmenovité hodnotě, resp. v ceně pořizovací na příslušných rozvahových účtech. Pochybné pohledávky se individuálně posuzují (dlužníci a věková struktura pohledávky) a jejich hodnota se případně sníží opravnou položkou účtovanou na vrub nákladů.

Pohledávky i dohadné účty aktivní se rozdělují na krátkodobé a dlouhodobé (splatnost nad 12 měsíců) s tím, že krátkodobé jsou splatné do 1 roku od rozvahového dne.

2.3.1.5 Rezervy

Vzhledem k tomu, že okamžik sestavení účetní závěrky předchází okamžiku stanovení výše daňové povinnosti, vytváří společnost rezervu na daň z příjmů. V následujícím účetním období je tato rezerva rozpuštěna a zaúčtována zjištěná daňová povinnost.

Do roku 2017 společnost tvořila rezervy na opravu návěsů a přívěsů. Dříve vytvořené rezervy byly zúčtovány.

2.3.1.6 Závazky

Dlouhodobé i krátkodobé závazky se vykazují ve jmenovitých hodnotách. Dohadné účty pasivní jsou oceňovány na základě odborných odhadů a propočtů.

2.3.1.7 Vlastní kapitál

Základní kapitál společnosti se vyazuje ve výši zapsané v obchodním rejstříku. Společnost tvoří rezervní fond.

Ostatní kapitálové fondy jsou tvořeny rozdíly z přeměn obchodní korporace, oceňovacími rozdíly z přecenění majetku a závazků a oceňovacími rozdíly z přecenění při přeměnách obchodní korporace.

2.3.1.8 Najatý majetek

Společnost účtuje o najatém majetku tak, že zahrnuje leasingové splátky do nákladů rovnoměrně po dobu trvání nájmu. Po ukončení nájmu a uplatnění možnosti odkupu je předmět leasingu zařazen do hmotného investičního majetku bez ohledu na cenu, za jakou byl podle leasingové smlouvy pořízen, pokud zbývající doba použitelnosti tohoto majetku přesahuje 1 rok.

2.3.2 Analýza účetních výkazů

Finanční výkazy z let 2013-2017 byly převedeny do jednotné struktury výkazů platných ke dni 1. 1. 2019. Zdrojem jsou data získaná z účetních závěrek a výročních zpráv společnosti. Vzhledem k tomu, že společnost procházela přeměnami, byla některá dílčí či chybějící data doplněna. Pokud není uvedeno jinak, jsou veškeré částky ve výkazech a hodnoceních uvedeny v tisících korunách (tis. Kč).

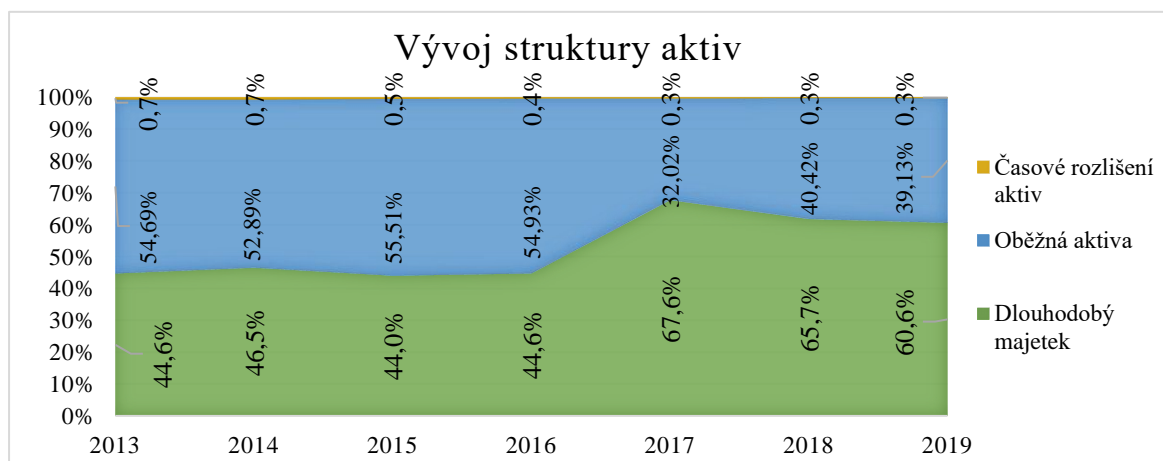
2.3.2.1 Bilanční suma

Bilanční suma oceňované společnosti se ve sledovaném období postupně zvýšila z 278 mil. Kč (2013) až na téměř 516 mil. Kč (2018). V posledním roce klesla na necelých 487 mil. Kč a po odstěpení části závodu dojde k jejímu dalšímu snížení.

2.3.2.2 Analýza rozvahy – aktiva

Dlouhodobým trendem ve všech letech byl růst relativní významnosti dlouhodobého majetku na celkových aktivech firmy. S ohledem na negativní prognózu vývoje odvětví automotive společnost zvyšuje jak absolutní, tak relativní výši likvidních peněžních prostředků.

Obrázek 10: Objem struktury aktiv

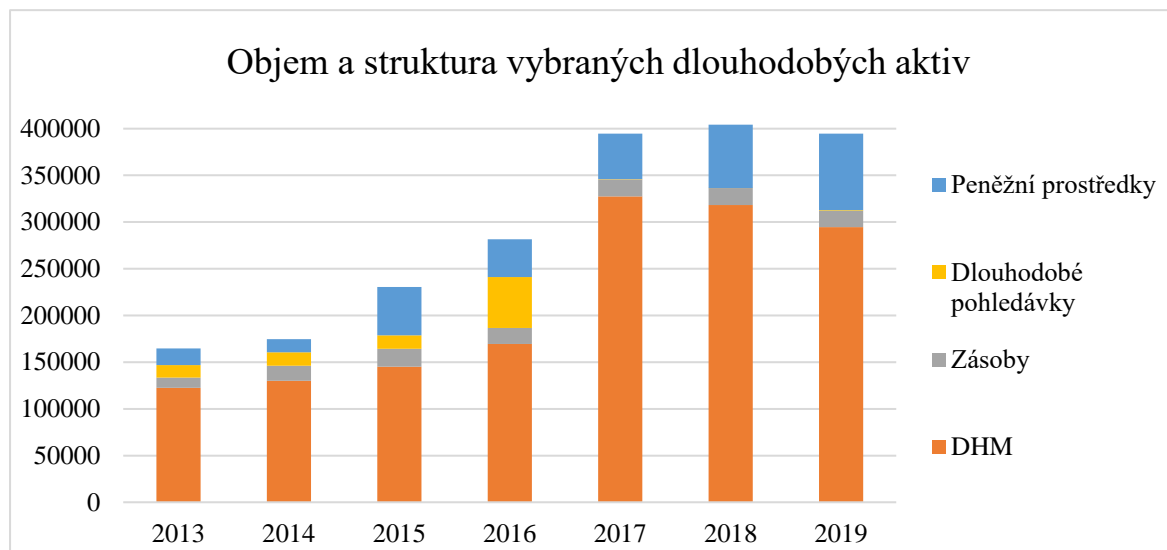


Zdroj: účetní výkazy, vlastní propočty

Čistá dlouhodobá aktiva jsou tvořena převážně dlouhodobým hmotným majetkem. Společnost neeviduje významnější nehmotný majetek ani dlouhodobé investice. Dle výročních zpráv došlo v roce 2017 k fúzi společností Dyna s.r.o., Imtra a.s. a LITRA v nástupnickou společnost LITRA. Tato operace se projevila v navýšení aktiv nástupnické společnosti a ke změnám podílu DHM na celkové bilanční sumě.

Kolísavé podíly hmotného majetku v celkové bilanční sumě jsou způsobeny relativně vysokými odpisy majetku. Pokles podílu majetku v posledních letech je dán také omezením investic do jeho obnovy, kdy výše odpisů přesáhla výši investic. Přesto hmotný majetek zabírá největší podíl aktiv s přibližně 40 % bilanční sumy, což představuje částky 190-212 mil. Kč (dle sledovaného období).

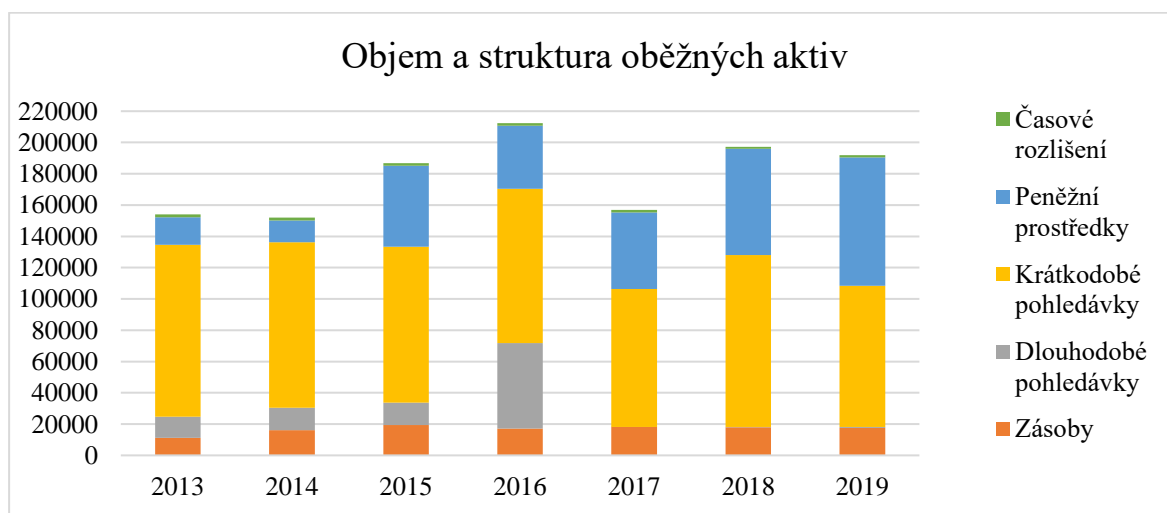
Oběžná aktiva byla do roku 2017 významnější než DHM, v posledních letech se jejich podíl držel na 40 % bilanční sumy. Z pohledu jejich struktury jde o velmi likvidní majetek z většiny tvořený postupně rostoucím objemem movitého majetku a peněžních prostředků.



Obrázek 11: Objem vybraných dlouhodobých aktiv

Zdroj: účetní výkazy, vlastní propočty

Objem oběžných aktiv je v čase proměnlivý, přičemž jej determinují nejen výkonnost firmy vyjádřená obratem, ale také podíl dlouhodobých pohledávek a peněžních prostředků. Obecně je vývoj celkového objemu těchto aktiv pozitivní, když se v letech 2013-2019 zvýšil o více než 25 % na celkových 190,5 mil. Kč.



Obrázek 12: Objem oběžných aktiv

Zdroj: účetní výkazy, vlastní propočty

Společnost se v roce 2016 připravovala na fúzi (viz 2.3.2.2) a z toho důvodu došlo k odepsání většiny nevymahatelných dlouhodobých pohledávek. Tím došlo k očištění aktiv

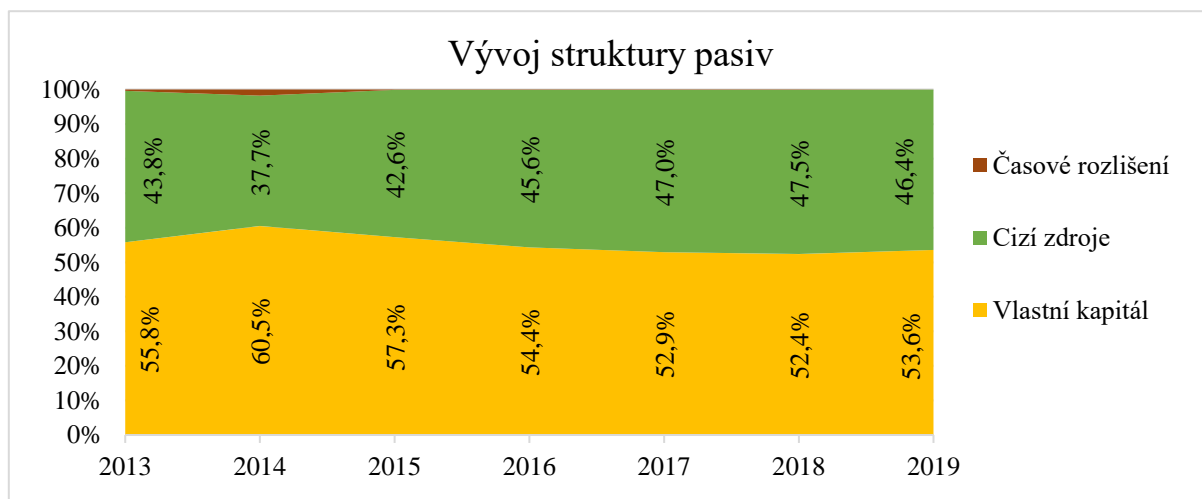
a ozdravení hospodaření. Dále je vidět nárůst peněžních prostředků, což značí cíle vedení společnosti o zajištění pohotové likvidity a platební solventnosti. Zůstatek peněžních prostředků se v posledních letech pohyboval nad 50 mil. Kč, v roce 2019 vystoupal na částku necelých 82 mil. Kč.

Podíl aktiv je ve sledovaném období víceméně konstantní. Skokově se změnil poměr v roce 2017 zásluhou provedených majetkových operací. Společnost s vidinou poklesu ekonomické aktivity odvětví automobilového průmyslu utlumila po roce 2018 investice do majetku. Tento opatrnostní přístup se projevil poklesem hodnoty aktiv.

2.3.2.3 Analýza rozvahy – pasiva

Skutečnosti uvedené v předchozích bodech taktéž (omezení investic, kumulace peněžních prostředků apod.) ve sledovaném období ovlivňovaly strukturu pasiv. Celková výše pasiv rostla a z částky 278 mil. Kč dosáhla výše 486 mil. Kč, což znamená nárůst oproti roku 2013 o 75 % (vč. započítaného skokového navýšení způsobeného fúzí podniků).

Hlavním zdrojem financování je vlastní kapitál společnosti LITRA. Poměr vlastního a cizího kapitálu je v letech konstantní, přičemž se pohybuje v poměru 53:47. Struktura financování se v letech výrazněji neodchýlila. Časové rozlišení pasiv je zanedbatelné.



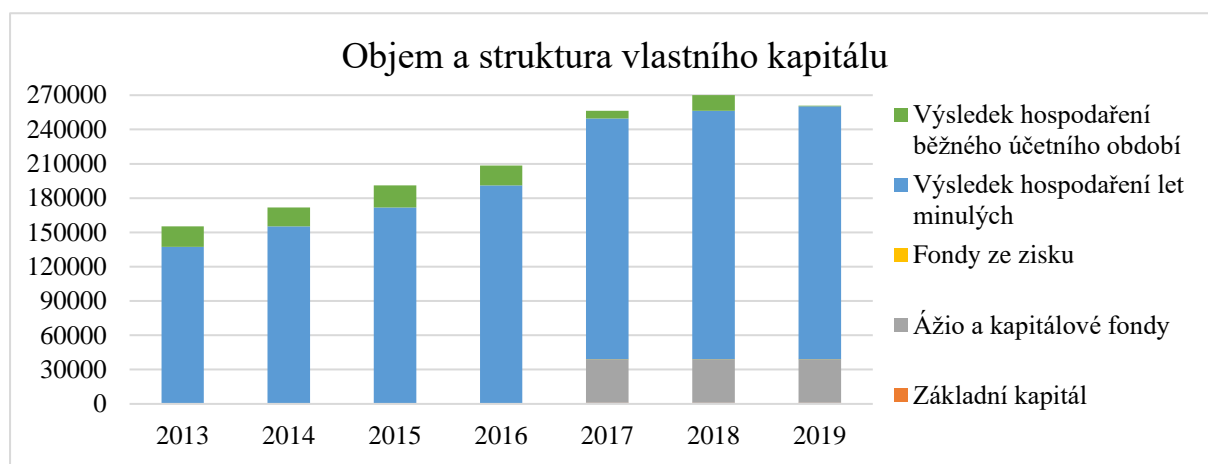
Obrázek 13: Vývoj struktury pasiv

Zdroj: účetní výkazy, vlastní propočty

S ohledem na kumulaci peněžních prostředků nemá společnost důvod využívat cizí zdroje, a byť má zřízen kontokorentní účet, není čerpán. Z bankovních produktů využívá pouze

bankovní záruku, a to do výše 6 mil. Kč. Tyto skutečnosti jsou citovány v účetních závěrkách.

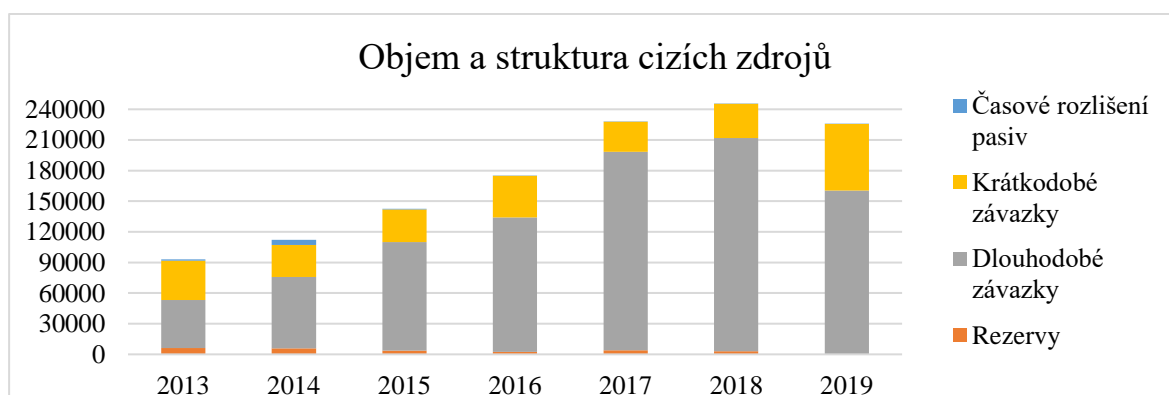
Samotný vlastní kapitál je tvořen především nerozděleným kladným výsledkem hospodaření minulých let a výsledkem hospodaření běžného období. Hodnota základního kapitálu byla jednorázově navýšena v roce 2017 při již zmiňované fúzi společností. Rezervní fond je tvořen pouze pro daňové účely.



Obrázek 14: Objem a struktura vlastního kapitálu

Zdroj: účetní výkazy, vlastní propočty

Vedení společnosti zajistilo a udrželo kladné hospodářské výsledky po všechny roky sledovaného období (zároveň byla společnost mimo prvního období zisková každý rok své existence). Kapitálové fondy jsou od roku 2017 tvořeny rozdílem z přeměn obchodních společností. Výsledek hospodaření běžného účetního hospodaření je v souladu s interními dohodami ponecháván a převáděn do položky „Výsledek hospodaření let minulých“.



Obrázek 15: Objem a struktura cizích zdrojů

Zdroj: účetní výkazy, vlastní propočty

Rezervy tvoří společnost pouze za účelem plateb daňových závazků, protože jejich výše není v době účetní uzávěrky známa. Dlouhodobé závazky postupně rostou, tvoří je především závazky z obchodních vztahů a úvěry na movitý majetek (vozidla, tahače a návěsy). V posledním roce činily tyto závazky 124 mil. Kč (v té době již byly doplacený veškeré leasingové závazky).

Závěry z rozboru rozvahy:

- suma aktiv vykazuje do roku 2018 nárůst,
- pokles aktiv v letech 2018 a 2019 je způsoben zvýšeným odepisováním majetku získaného fúzí ovládaných společností Dyna s.r.o. a Imtra a.s. a omezením investic do movitého majetku,
- aktiva podniku tvoří z přibližně 40 % oběžná aktiva a 60 % dlouhodobý majetek,
- podíl dlouhodobého majetku na bilanční sumě dlouhodobě i přes výkyv v posledním roce roste,
- movitý i nemovitý majetek potřebný pro zajištění výkonu je pravidelně obnovován, i když v roce 2019 omezeně,
- společnost k datu ocenění nevyužívá cizího kapitálu, ačkoli má u bank jak kontokorentní, tak úvěrový účet.

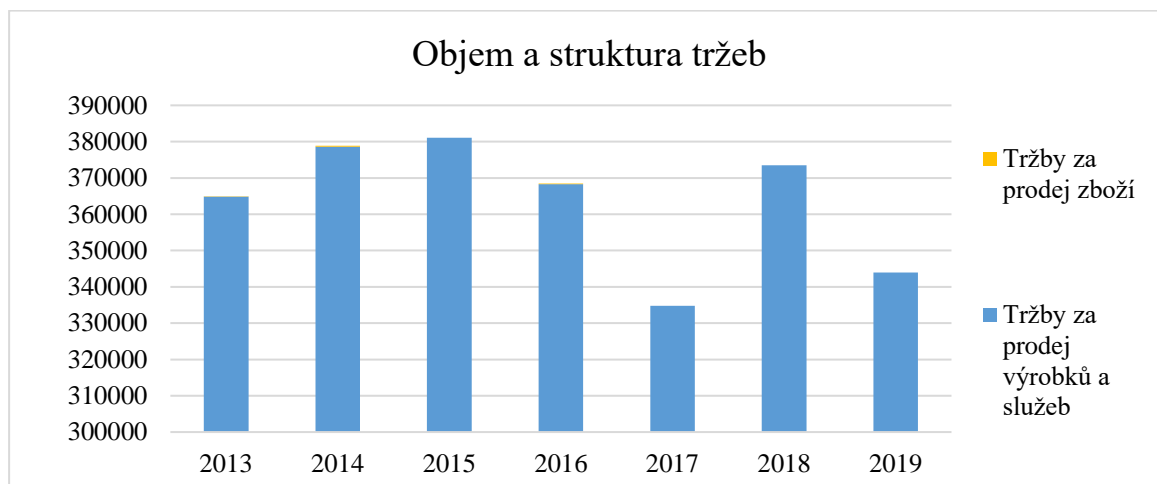
2.3.2.4 Analýza výkazu zisku a ztrát

Oceňovaný podnik vykazoval ve sledovaném období tržby především z přepravy osobních vozidel, nákladních vozidel a motocyklů, což je její hlavní zaměření. Vedlejší příjmy pramení z přidružených doplňkových činností, jako jsou oprava vozidel, repase návěsů, pneuservis, autoservis a prodej dílů (viz 2.1.2).

Celkový objem tržeb až do roku 2016 rostl, později se jeví jako proměnlivý s citlivostí na vývoj automobilové přepravy vozidel a poptávce po přidružených službách.

Podíl tržeb ze zahraničí je významnou částí celkových tržeb. Jejich podíl se v letech liší, převážně se pohybuje v intervalu 35-45 % celkových tržeb. S dopravou mimo území ČR jsou spojeny vyšší personální náklady i poplatky (dálniční, mýtné a další). Neroste sice jejich

absolutní výše, ale jejich relativní zastoupení v celkových nákladech s ohledem na klesající počty provozovaných přepravníků roste.

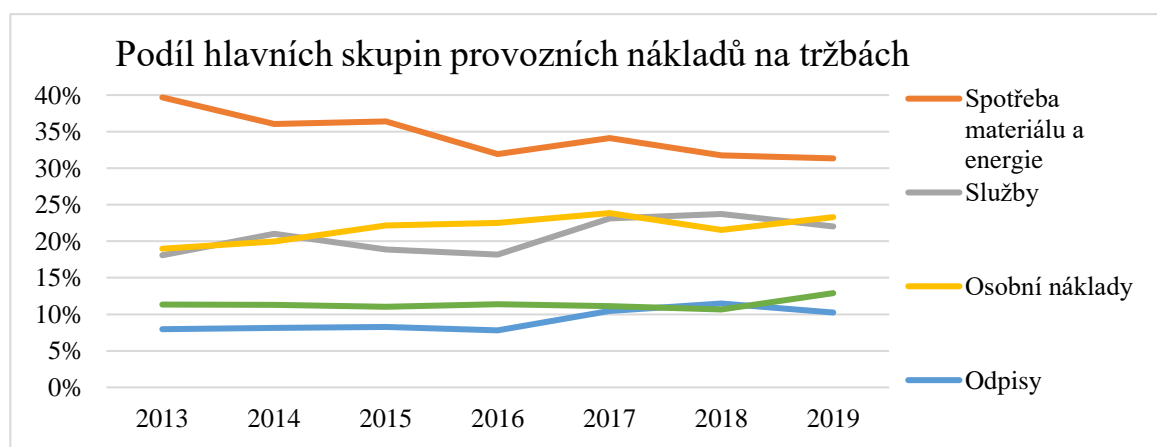


Obrázek 16: Objem a struktura tržeb

Zdroj: účetní výkazy, vlastní propočty

Tak jak v letech klesal počet provozovaných přepravníků, klesaly náklady na jejich údržbu a s tím náklady na materiál a energie. Po celém sledované období vykazují náklady na služby přibližně konstantní hodnoty. Odpisy vzrostly nárazově v roce 2017 po majetkoprávních operacích.

Ostatní skupiny provozních nákladů nejsou tak významné. Celkově výkonová spotřeba, tedy část nákladů na zajištění a udržení příjmů, dosahuje v jednotlivých letech 52-57 % celkových tržeb, ve finančním vyjádření činí 180-215 mil. Kč ve sledovaném období. Z toho nejvýraznější nákladová položka Spotřeba materiálu a energie vykazuje hodnoty mezi 144 mil. Kč (rok 2013) a 107 mil. Kč (rok 2019).



Obrázek 17: Podíl hlavních skupin provozních nákladů na tržbách

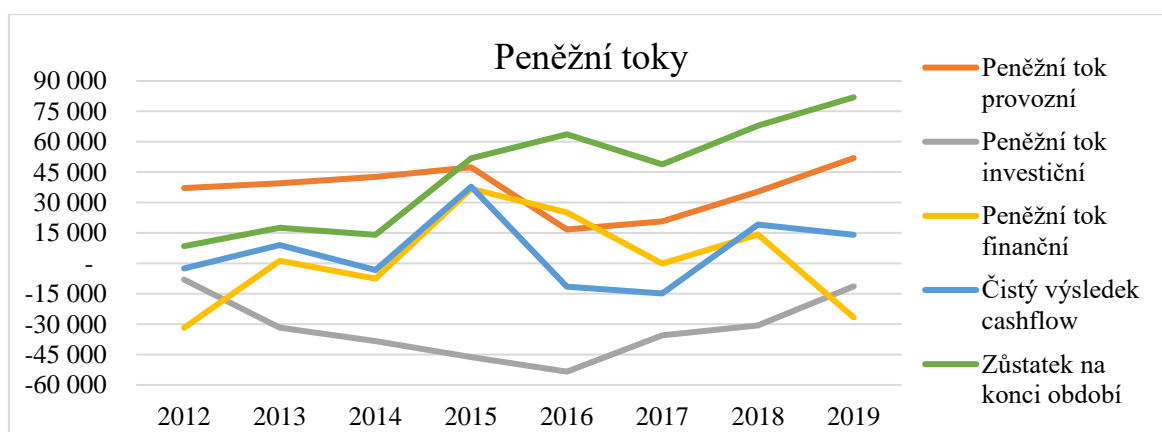
Zdroj: účetní výkazy, vlastní propočty

Závěry z rozboru výkazu zisku a ztrát:

- tržby firmy v letech kolísají z důvodu nárazových objednávek, celkově pak ve sledovaném období kumulovaně klesly o téměř 9 %,
- výkonová spotřeba v letech vykazuje klesající tendenci, osobní náklady vzhledem ke snižujícímu se počtu řidičů také,
- odpisy klesají, navýšení v roce 2017 je způsobeno majetkovými operacemi,
- v posledních dvou letech se společnost připravovala a reagovala na avizovanou hospodářskou stagnaci, a to se projevilo mimo jiné v úsporách na nákladech a v omezené obnově aktiv,
- z výše uvedených důvodů klesal podíl nákladových úroků a pro zachování kladného hospodářského výsledku byly v posledních letech rozpuštěny rezervy,
- společnost dosahuje kladného zisku i v době, kdy je celé odvětví automotive negativně ovlivněno stagnací produkce, novými zákonnými a eko limity a přebytkem kapacit přepravy vozidel,
- situace na trhu tlačí ziskovost firem k hranici rentability.

2.3.2.5 Analýza peněžních toků

Data pro výkaz o peněžních tocích uvedený v příloze byla za období 2013-2019 získána z příloh výročních zpráv a účetních závěrek ve Sbírce listin.



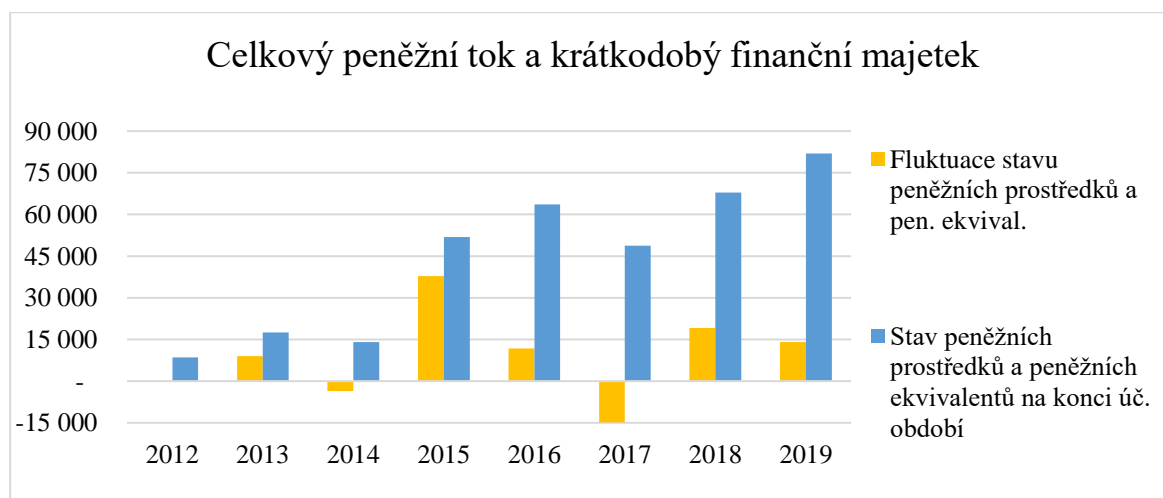
Obrázek 18: Peněžní toky

Zdroj: účetní výkazy, vlastní propočty

Provozní peněžní tok firmy je pravidelně kladný, ačkoli v letech 2016-2018 vykazoval přechodný pokles. Ten byl způsoben nárůstem objemu vyplacených mezd a nárůstem

absolutní výše dlouhodobých pohledávek plynoucích z úvěrů na nová vozidla. Ty se v dalších letech podařilo umořit a společnost je vykazovala v rámci krátkodobých pohledávek. V roce 2013 činily celkové pohledávky 44,3 % celkových aktiv. Na základě negativních predikcí vývoje odvětví a kvůli očištění účetnictví před fúzí došlo v roce 2016 k odpisu nedobytných pohledávek. V roce 2019 činil podíl všech pohledávek na celkových aktivech 27,4 % (vypočteno po očištění vlivu fúzí v roce 2017).

Peněžní investiční tok je téměř pravidelně záporný z důvodu nevyužívání téměř žádných externích zdrojů financování. Nejvíce záporný výsledek je patrný po oživení produkce v letech 2015 a 2016, kdy společnost zvýšila své příjmy a více investovala do obnovy svého majetku nákupem automobilů a přepravníků. V období let 2014-2018 se zvýšily dlouhodobé závazky společnosti ze 69,7 mil. Kč až na necelých 209 mil. Kč, přičemž jejich navýšení činilo ročně průměrně 36 %. Vykazovaný stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů se v letech postupně zvýšil o 963 % na celkovou částku 82 mil. Kč. Hotovost je uložena u bank ve velmi likvidní formě na běžných či termínovaných účtech.



Obrázek 19: Celkový peněžní tok
Zdroj: účetní výkazy, vlastní propočty

Závěry z rozboru peněžních toků:

- společnost nevykazuje známky vlastnictví problémových pohledávek po datu splatnosti, resp. každoročně část nedobytných pohledávek odepisuje,
- poslední 3 roky sledovaného období společnost vykazuje klesající podíl pohledávek z obchodních vztahů,

- *cash flow* umožňuje úhradu závazků do data splatnosti, pouze poslední rok firma vykázala 392 tis. Kč po splatnosti nad 180 dnů,
- obecně se daří postupně zvyšovat množství peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů, čímž by nemělo docházet k neschopnosti společnosti splácet závazky,
- celkové *cash flow* je ve všech letech kladné.

2.3.3 Analýza poměrových a výkonových ukazatelů

Poměrové ukazatele jsou pro účely ocenění rozděleny na ukazatele likvidity, rentability, zadluženosti a aktivity. Zdrojovými veličinami budou vypočtené korigované EBIT (zisk před úhradou daní) a položky z účetních výkazů EBT (zisk před zdaněním) a EAT (čistý výsledek hospodaření).

Výsledky společnosti LITRA jsou porovnávány s hodnotami ukazatelů vyjmenovaných konkurenčních společností působících na definovaném trhu (viz 2.2). Data byla exportována z programů společnosti Bureau van Dijk, Holland, konkrétně se jedná o projekty Amadeus a Orbis. V případě chybějících údajů byla data dopočítána z účetních výkazů zveřejněných ve Sbírce listin (obvykle hodnoty poměrových ukazatelů, celé chybějící výkazy apod.). Pokud nebyla data společnostmi poskytnuta a nebylo možné je získat jiným otevřeným přístupem, jsou výsledku uvedeny s poznámkou, že údaje za rok nejsou kompletní.

Grafy srovnávající společnost s konkurencí porovnávající příslušný ukazatel oceňované společnosti s oborovými hodnotami mají společné grafické znaky. Oceňovanou společnost znázorňuje žlutá liniová křivka, údaje odvětví taktéž liniové křivky, data konkurenčních společností značí sloupcové grafy.

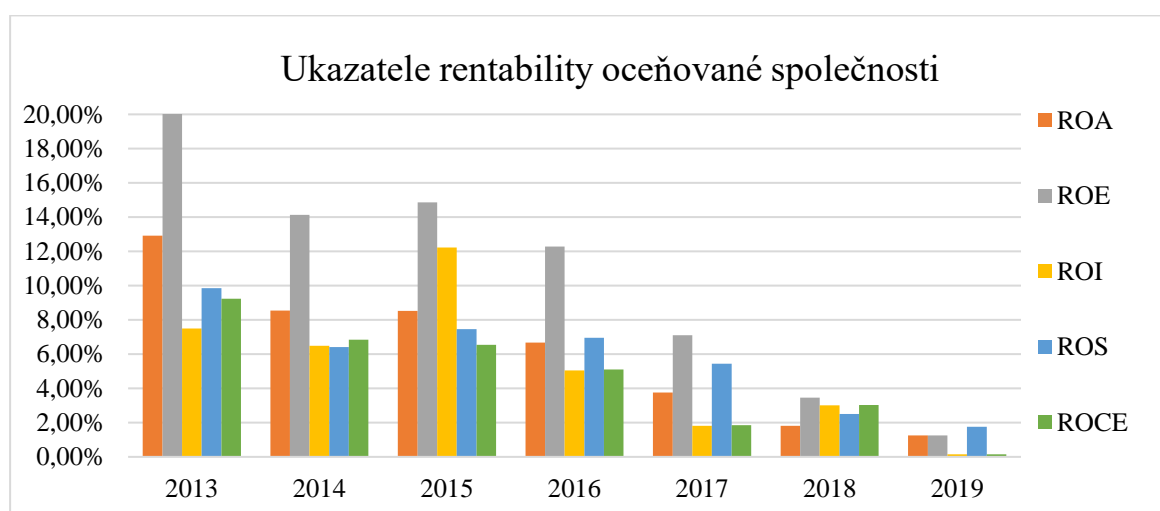
2.3.3.1 Ukazatele rentability

K hodnocení byly využity ukazatele ROA, ROE, ROI, ROS a ROCE v hodnotě brutto. Ukazatele firmy byly kalkulovány, pokud možno, očištěné od vlivu položek, které nemají bezprostřední souvislost s provozním výsledkem v daném roce (tzv. upravená hodnota). Jedná se o starší podílové ukazatele, které jsou využívány především finančními manažery.

Po očištění o tyto vlivy je patrné, že ve sledovaném období všechny ukazatele postupně propadají. Je důležité, že v porovnání s výsledky konkurence je fungování společnosti LITRA ekonomicky rentabilní, byť se hodnoty pohybují na spodní hranici doporučených hodnot.

Pomocí ukazatele **ROS** ($ROS = EBIT / \text{tržby}$) je měřena výnosnost dlouhodobého kapitálu. Tento ukazatel kopíruje průběh ostatních a je nejnižší v roce 2019.

Rentabilita **ROI** [$ROI = EAT / (\text{celková aktiva} - \text{krátkodobé cizí zdroje})$] vloženého kapitálu vypovídá o efektivitě nakládání s majetkem nezávisle na financování a patří k nejdůležitějším indikátorům zobrazujícím práci s vlastním majetkem. Optimální poměr je 12-15 %. Již v letech 2010 a dalších nebyly využity všechny soupravy a tento stav se dále prohlubuje. Po majetkových operacích, při kterých společnost převzala nemovitý majetek, klesl ukazatel ROI na minimum a poukazuje tak na nízké využívání kapitálu.



Obrázek 20: Ukazatele rentability společnosti LITRA

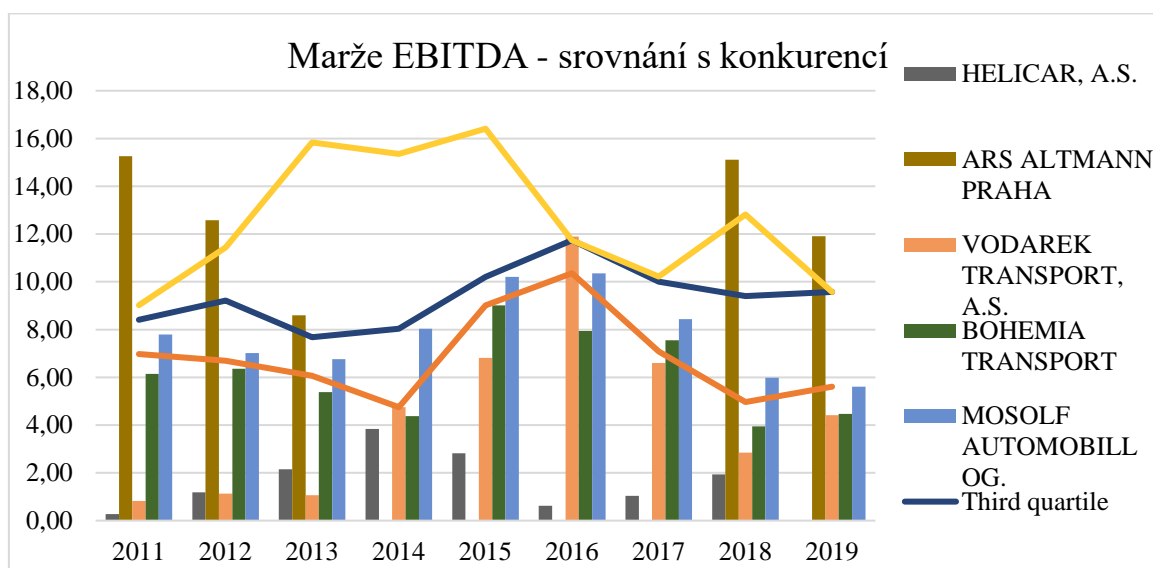
Zdroj: účetní výkazy, vlastní propočty

Ukazatel **ROA** ($ROA = EBIT / \text{celková aktiva}$) je poměrně nízký. Dobrá situace podniku je v literatuře vyjadřována hodnotou přes 10 %. Takového výsledku firma ve sledovaném období s průměrem 5,04 % nedosáhla. Přesto v roce 2013 svým hospodařením překročila hranici průměrného výsledku konkurence a v letech následujících se pohybovala ve středu „pole“. Zatím co se v posledních 3 letech ROA některých konkurenčních firem ocitlo v záporných číslech, ukazatel oceňované společnosti byl v posuzovaném období vždy kladný.

Rentabilita **ROE** ($ROE = EBIT / \text{vlastní kapitál}$) hodnotí efektivnost vlastního kapitálu. V posledních letech tento ukazatel výrazně klesá až k hodnotě 0,59 %. Ukazatel společnosti se při srovnání s konkurencí dlouhodobě pohybuje na úrovni druhého až třetího kvartilu. V letech 2017-2019 je tento ukazatel mezi ostatními firmami nejnižší.

Výnosnost dlouhodobého kapitálu zapojeného do fungování společnosti dle ukazatele **ROCE** [$ROCE = (\text{nákladové úroky} + EAT) / (\text{vlastní kapitál} + \text{dlouhodobé závazky})$] vykazuje taktéž klesající průběh a končí na hodnotě 0,68 %. Ve všech obdobích od roku 2010 společnost LITRA v hodnocení výnosnosti dlouhodobého kapitálu výrazně zaostává.

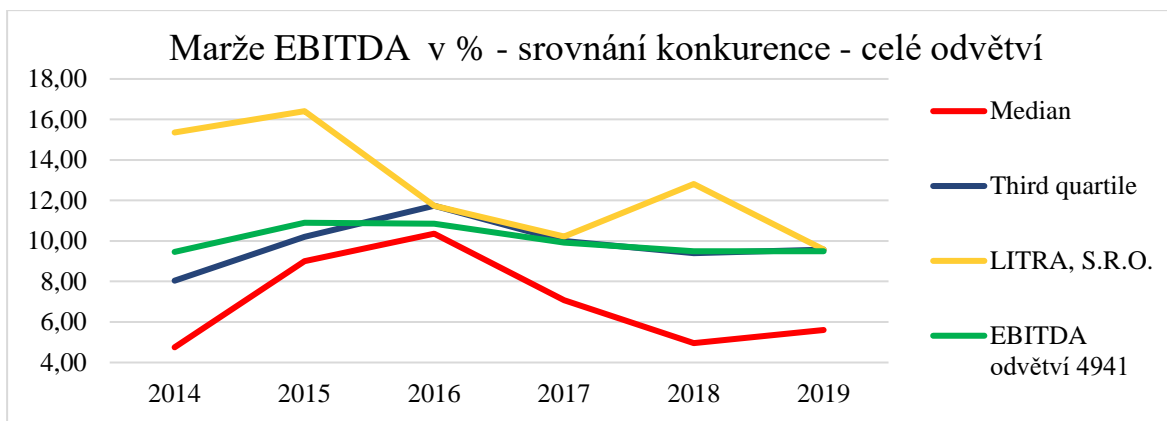
Zisk před započtením úroků, daní, odpisů a amortizace (EBITDA) je indikátor ukazující provozní výkonnost organizace. Obrázek 21 vyjadřuje pozici společnosti LITRA, s.r.o. vůči nejbližší konkurenci. K vyjádření toho samého se zahrnutím odvětví 4941 slouží níže uvedený obrázek.



Obrázek 21: Marže EBITDA – srovnání s konkurencí

Zdroj: databáze Amadeus, účetní výkazy, vlastní výpočet a zpracování

Ve srovnání jsou prezentovány výsledky v neočištěné formě (zdroj Amadeus). V letech 2017-2019 se výsledky EBITDA odvětví a hodnocené konkurence téměř neliší.



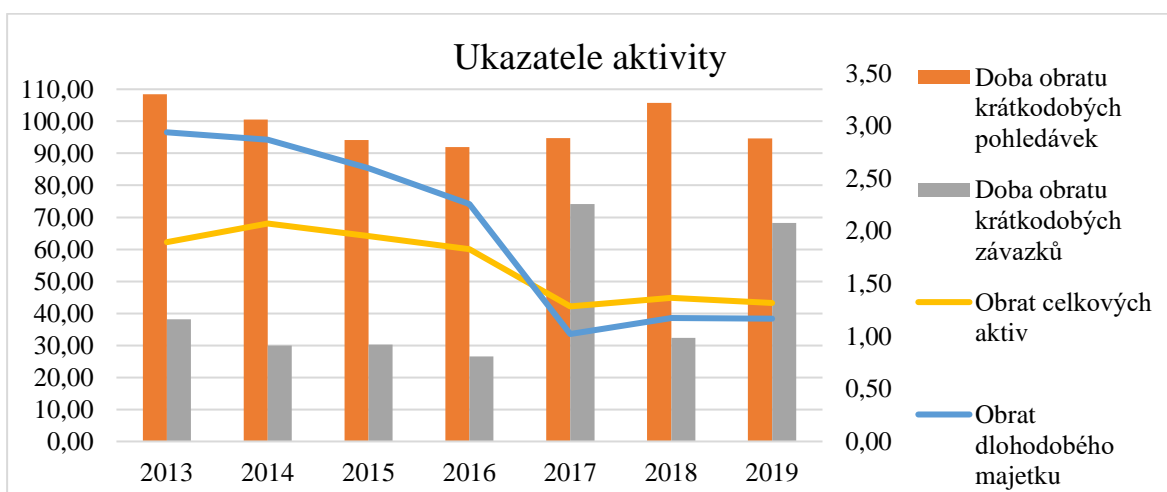
Obrázek 22: Srovnání marže EBITDA v odvětví CZ-NACE 4941

Zdroj: databáze Amadeus, účetní výkazy, vlastní výpočet a zpracování

Průměr odvětví činil v letech 2014-2019 přesně 10,2 %, oceňovaná společnost dosahuje ve stejném období 12,69 % a přímá konkurence pak 6,42 %. Nejen na základě těchto dat predikují další vývoj oceňované společnosti.

2.3.3.2 Ukazatele aktivity

Ukazatele společnosti poukazují na již uvedená fakta o struktuře aktiv oceňované firmy, tedy popsaná významnost relativně velkého objemu movitého majetku či pohledávek, a to především v posledních letech (od roku 2017). Ve struktuře pasiv hraje roli výše krátkodobých pohledávek, které ovlivňují ukazatele doby obratu. V 1 kalendářním roce je ve výpočtech počítáno s 253 pracovními dny a jednotky jsou uvedeny v pracovních dnech.



Obrázek 23: Analýza aktivity společnosti LITRA

Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

Doba obratu pohledávek = $\frac{\text{krátkodobé pohledávky}}{\text{denní tržby}}$

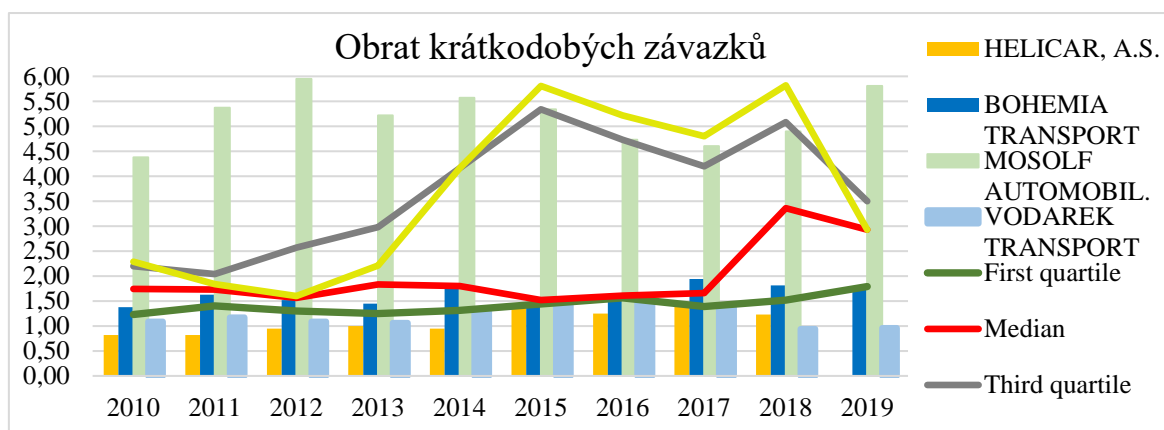
Doba obratu závazků = $\frac{\text{krátkodobé závazky}}{\text{denní tržby}}$

Obrat celkových aktiv = roční tržba / celková aktiva

Doba obratu pohledávek vyjadřuje dobu, která uplyne od okamžiku prodeje do data úhrady vystavené faktury. Doba splatnosti pohledávek společnosti odráží běžnou obchodní praxi a nastavení platebních podmínek západních firem ve splatnosti jejich závazků v délce 60 a více dní. V letech se příliš nemění.

Tak jako doba obratu pohledávek i doba obratu závazků v sobě zrcadlí slabší vyjednávací pozici společnosti. Oceňovaná společnost eviduje množství závazků, jejichž lhůty jsou běžně sjednávány na 30 dnů, přičemž ve většině let období platila své závazky do splatnosti.

Obrat celkových aktiv vyjadřuje, kolik jednotek aktiv připadá na jednotku celkových aktiv. Doporučené hodnoty ukazatele se nacházejí mezi 1,6-3 %. Do roku 2016 se hodnoty nacházely mírně nad doporučenou hranicí. Po majetkových operacích se ukazatel propadl pod hranici doporučení. V jaké pozici je oceňovaná společnost oproti konkurenci například ve schopnosti splácet krátkodobé závazky znázorňuje následující obrázek.



Obrázek 24: Analýza aktivity konkurence

Zdroj: databáze Amadeus, účetní výkazy, vlastní výpočet a zpracování

Z grafu je patrné, že ve srovnání s ostatními společnostmi má společnost LITRA vysoké hodnoty obratu krátkodobých závazků. To značí vysokou schopnost své závazky splácet. V této vlastnosti v posledních letech překonává konkurenci, což je pravděpodobně způsobeno narůstající peněžní likviditou.

2.3.3.3 Ukazatele zadluženosti – finanční stabilita

Jelikož společnost využívá k financování movitého majetku cizích finančních zdrojů pouze formou leasingu na obnovu vozového parku a movitého vybavení, vykazuje dobré výsledky

ukazatelů zadluženosti. Z výročních zpráv plyne, že firma uhradila ke dni 31. 12. 2019 veškeré závazky k leasingu.

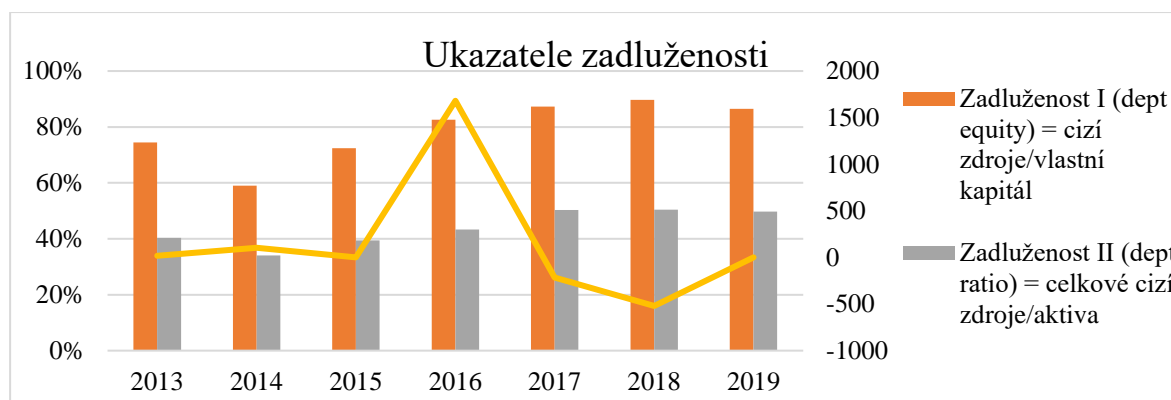
Tabulka 5: Ukazatel úrokového krytí společnosti LITRA

Ukazatel úrokového krytí	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ukaz. úrok. krytí = EBIT/ nákl. úroky	17	102	-	1681	-215	-521	-

Zdroj: Kislingerová (2001, str. 73-74), vlastní zpracování

V letech 2015 a 2019 není možné ukazatel úrokového krytí posuzovat, jelikož společnost nevyžívala úročených závazků, takže nevidovala nulové nákladové úroky. Ukazatel úrokového krytí znázorňuje, kolikrát může klesnout zisk, aby byl podnik ještě schopen „obsluhovat“ cizí zdroje. V případě oceňované společnosti jsou použity očištěné hodnoty.

Ukazatele zadluženosti informují o efektivitě a úspěšnosti práce vedení firem při získávání dodatečných zdrojů financování. Zároveň lze tento ukazatel použít jako obrácené měřítko, nakolik je firma soběstačná ve financování vlastních závazků a zamýšlených aktivit.

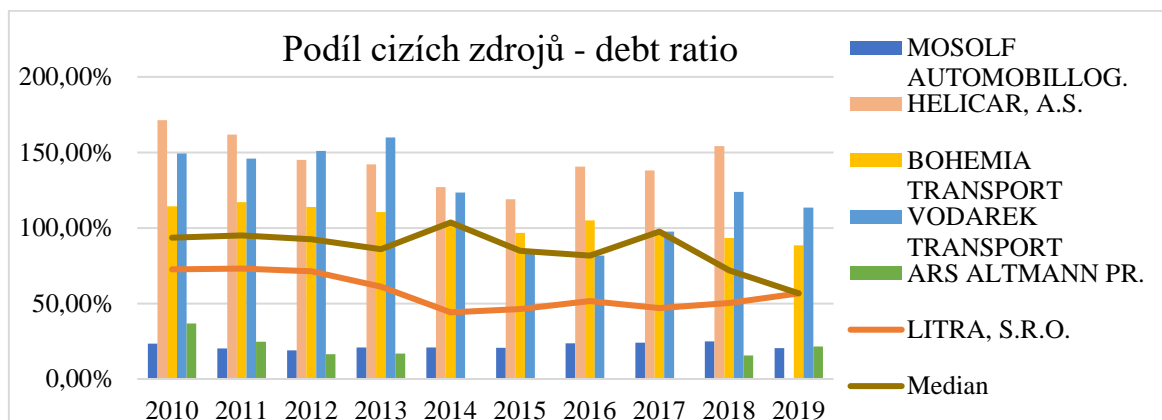


Obrázek 25: Ukazatele zadluženosti

Zdroj: účetní výkazy, vlastní výpočet a zpracování

Ukazatel *debt equity* je využíván jako jedna z podstatných měr finančního rizika. Bez ohledu na obor podnikání je doporučený poměr 1:1, přičemž se za bezpečnou míru považuje 40 % cizího kapitálu v poměru k vlastnímu. Vzhledem k nutné obměně movitého majetku využívala oceňovaná společnost více cizích zdrojů k rychlejšímu procesu obnovy, především leasingové nástroje. Byly tak dvojnásobně překročeny doporučené hodnoty cizích zdrojů.

Ukazatel *debt ratio* je možné označit jako míru věřitelského rizika. Tedy z poměru lze usoudit, jaká majetková základna kryje cizí zdroje. Z uvedených dat plyne, že společnost pokrývá cizí zdroje v plné hodnotě vlastním majetkem.

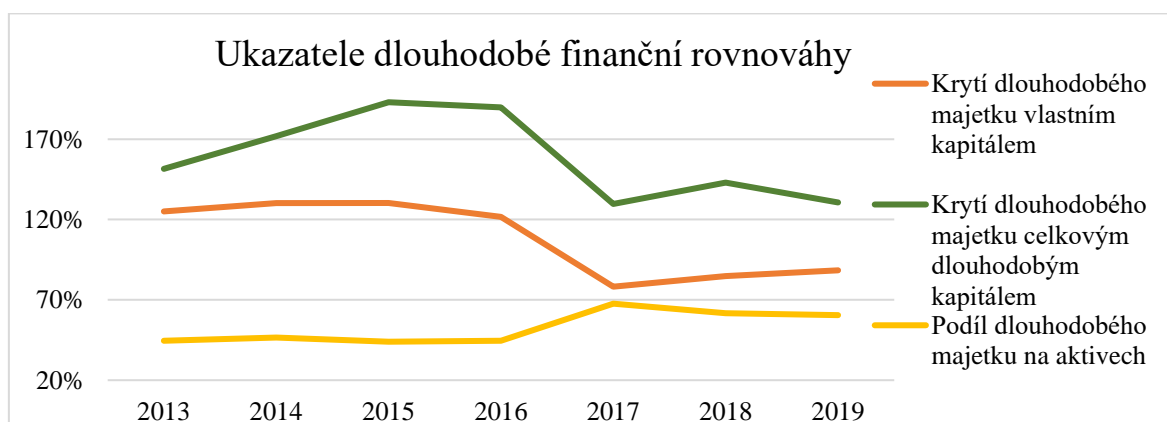


Obrázek 26: Ukazatel věřitelského rizika

Zdroj: databáze Amadeus, účetní výkazy, vlastní výpočet a zpracování

V porovnání s konkurencí nedosahuje společnost LITRA ani hodnot mediánu sledované oblasti ekonomické stability podniků. Zároveň lze konstatovat, že firmy se zahraniční majetkovou účastí mají hodnoty podílu cizích zdrojů mnohem nižší pohybující se kolem 25 %.

Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy jsou částečně obrazem níže uvedené likvidity a výše popsané zadluženosti. Udržováním vysokého stavu hotovosti dosahuje firma samostatnosti v investování bez nutného plánování cizích zdrojů. Cizí zdroje jsou převážně tvořeny krátkodobými závazky. Výše dlouhodobých závazků kolísá dle míry investic do obnovy hmotného majetku.



Obrázek 27: Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy

Zdroj: účetní výkazy, vlastní výpočet a zpracování

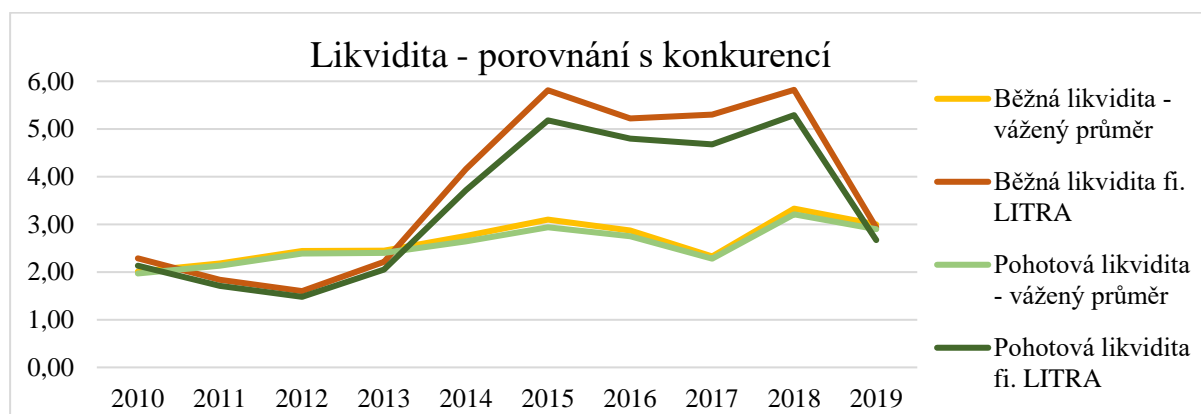
Z uvedeného plyne převaha vlastního kapitálu jakožto hlavní složky financování podniku. Navíc od roku 2017 vzrostl z výše popsaných důvodů (2.1.2) podíl vlastního dlouhodobého majetku na aktivech. Důležitými ukazateli jsou krytí dlouhodobého majetku vlastním a dlouhodobým kapitálem.

V obou případech jsou výsledky oceňované společnosti na dobré úrovni, což umožňuje bez problémů financovat dlouhodobý majetek. Toto je důležitá indikace zdraví podniku ve vztahu k potenciálním investorům a bankovním institucím.

2.3.3.4 Ukazatele likvidity

Pro analýzu ukazatelů likvidity byly využity vztahy pro výpočty běžné, pohotové a okamžité likvidity. Likvidita, stručně řečeno, značí schopnost podniku dostát svým závazkům.

Analýza běžné likvidity ukazuje, kolikrát jsou schopna oběžná aktiva pokrýt krátkodobé závazky. Doporučené hodnoty se pohybují v intervalu 2,0-3,0. V této oblasti je kondice firmy na dobré úrovni, což lze přičíst na vrub efektivnímu řízení krátkodobých závazků. Relativní velikost oběžných aktiv ke krátkodobým závazkům je vyšší než u ostatní konkurence. Vážený průměr ostatních společností je mimo roku 2012 výrazně pod hodnotami dosaženými oceňovanou společností.



Obrázek 28: Porovnání likvidity s konkurencí

Zdroj: databáze Amadeus, účetní výkazy, vlastní výpočet a zpracování

Pohotová likvidita (tzv. likvidita 2. stupně) je očištěna o zásoby a je proto přesnějším ukazatelem podniku dostát svých závazků. Tak jako v prvním případě je i druhý ukazatel nad žádoucí hodnotou, avšak díky zvyšujícímu se relativnímu objemu zásob se o tento faktor poníží pohotová likvidita.

Tabulka 6: Analýza okamžité likvidity společnosti LITRA

Ukazatele likvidity	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Okamžitá likvidita = finanční majetek/ krátkodobé závazky	0,45	0,44	1,62	0,99	1,67	2,02	1,26

Zdroj: vlastní zpracování

Poslední ukazatel měří schopnost dlužníka splatit krátkodobé závazky k danému okamžiku. S výjimkou roku 2014 toho byla oceňovaná společnost schopna. Nižší hodnota ukazatele v tomto roce je způsobena zvýšenou aktivitou v obnově vozového parku. Údaje o konkurenci bohužel v tomto parametru nejsou k dispozici.

2.3.3.5 Bankrotní modely

S ohledem na klesající zisky a pokles obratu firmy budou využity modely k určení ekonomické síly podniku. Na základě jejich úspěchu bude stanovena budoucnost firmy. Ve výpočtech jsou využity hodnoty očištěné o provozně nepotřebný kapitál.

Altmanova analýza

Během analýzy rentability podniku se jednotlivé ukazatele pohybovaly zvláště v posledním roce na nízkých úrovních. Z tohoto důvodu je pro vyjádření celkové finanční situace aplikován tzv. bankrotní model, tzv. Altmanova analýza. Diskriminační funkce vyjádřená faktorem značeným „Z“ může napomoci k identifikaci finančního zdraví podniku. Tato analýza přináší v podmínkách ČR určitá úskalí z hlediska naplnění jednotlivých ukazatelů, protože byla prvotně zpracována pro podmínky rozvinutého kapitálového trhu.

Bude využita rovnice určená pro společnosti uzavřené nebo takové, které nejsou obchodovány na kapitálovém trhu:

$$Z = X1 \cdot 3,107 + X2 \cdot 0,998 + X3 \cdot 0,420 + X4 \cdot 0,847 + X5 \cdot 0,998$$

X1 – zisk před úroky a zdaněním (EBIT / aktiva)

X2 – tržby / aktiva

X3 – tržní hodnota vlastní kapitál / účetní hodnota dluhu

X4 – zadržované výděly (nerozdělený zisk minulých let) / aktiva

X5 – čistý pracovní kapitál (ČPK) / aktiva

Při hodnocení Z faktoru podle E. I. Altmana platí pro společnosti ve výborném finančním zdraví hodnota vyšší než 2,90, interval $\langle 1,21; 2,89 \rangle$ je tzv. šedá zóna, u které nelze přijmout žádnou statisticky podloženou prognózu budoucího vývoje a méně než 1,2 je bankrot.

Tabulka 7: Altmanova analýza oceňované společnosti

Altmanův index	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
X1 * 3,107	0,25	0,21	0,21	0,17	0,09	0,08	0,02
X2 * 0,998	1,27	1,27	1,08	0,93	0,75	0,78	0,76
X3 * 0,420	1,39	1,03	0,75	0,67	0,55	0,54	0,68
X4 * 0,847	0,41	0,44	0,41	0,41	0,42	0,40	0,44
X5 * 0,998	0,38	0,37	0,43	0,42	0,28	0,33	0,27
Z	3,70	3,33	2,89	2,58	2,10	2,13	2,17

Zdroj: Kislingerová (2001, s. 83), vlastní zpracování

Výsledkem analýzy je zjištění, že společnost sice není dle výsledků v zóně výborného finančního zdraví, ale ani není v oblasti, která by naznačovala nějaký vážnější problém. Přestože v posledním sledovaném období firma vykázala nižší obrát, podařilo se zvýšit Z faktor navýšením objemu finančních prostředků a snížením dlouhodobých závazků.

Indexy IN

Jedná se o modely důvěryhodnosti navržené manželi Neumaierovými, které jsou upravované pro zamýšlené trhy. Použitý index IN05 a upravené koeficienty jsou vhodné pro málo likvidní kapitálový trh. Koeficienty v_1 - v_5 mají velikost 0,13; 0,04; 3,97; 0,02 a 0,09. Jelikož jsou nákladové úroky společnosti velmi nízké, byl koeficient v_2 upraven na maximální doporučenou hodnotu 9. Jako zdroje slouží korigované výsledky hospodaření (viz 2.5).

Tabulka 8: INDEX IN analýza společnosti LITRA

Index IN05	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
v_1 * aktiva/cizí zdroje	0,31	0,36	0,32	0,30	0,25	0,25	0,26
v_2 * EBIT/ nákladové úroky	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36
v_3 * EBIT/aktiva	0,17	0,20	0,16	0,08	-0,18	-0,06	-0,01
v_4 * tržby/aktiva	0,26	0,25	0,22	0,19	0,15	0,16	0,15
v_5 * oběžná aktiva/krátkodobé závazky	0,35	0,42	0,52	0,46	0,47	0,52	0,26
IN05	1,44	1,60	1,57	1,39	1,06	1,23	1,02

Zdroj: Sedláček (2011), vlastní zpracování

Hodnocení podniku podle IN05, výsledky:

- $IN > 1,6$
- předpověď uspokojivé finanční situace

- $0,9 < IN \leq 1,6$ - podnik netvoří hodnotu, ale také není bankrotující
- $IN \leq 0,9$ - podnik je ohrožený vážnými finančními problémy

Firma nevyužívá cizích zdrojů a má minimální nákladové úroky. Výsledné hodnoty indexu jsou omezeny limitou položky v_2 . Pokud by nedošlo k omezení koeficientu, výsledky společnosti by vykazovaly více pozitivní hodnoty. V případě přijetí premisy indexu se podnik nachází v situaci, kdy netvoří přidanou hodnotu a není ani ohrožený bankrotem.

Závěry analýzy bankrotními modely, které korespondují s daty v databázích Amadeus i Orbis a potvrzují informace uvedené vedením společnosti ve výročních zprávách. Ani jedna uvedená databáze nevyhodnocuje oceňovaný podnik jako problémový.

2.3.4 Vyhodnocení finanční analýzy

Společnost LITRA postihují negativní vlivy pocházející především z tržního a právního prostředí. Přesto nejsou její finanční zdraví a ekonomická situace tak špatné, aby ohrozily pokračování podniku, což souhlasí s informacemi uvedenými ve výročních zprávách a ekonomických databázích.

Analýza poměrových ukazatelů odhalila nižší schopnost plně vytěžovat aktiva firmy, která tvoří nižší zisk, než jaký by firma byla schopna produkovat v optimální situaci. Po roce 2017 v reakci na majetkoprávní změny klesly produktivity kapitálu, rentabilita kapitálu klesla téměř na nulu. To naznačuje značné množství aktiv, které nejsou schopny generovat žádanou výraznější hodnotu. Část aktiv, především v podobě nemovitého majetku, byla spolu s částí příslušenství v roce 2020 vyčleněna do samostatného podniku.

Schopnost společnosti hradit své závazky je dobrá, nedochází k neuváženému a neefektivnímu zadlužování podniku. V poměru k celkovým aktivům je však aktivita firmy nižší, než je obecně doporučováno autory použitých ekonomických modelů. Stejně hodnocení získává firma také v porovnání s výsledky konkurence.

Likvidita firmy je lepší než předchozí hodnocené ukazatele. Je to dáno vysokým podílem likvidních financí v poměru s aktivy firmy a s celkovými závazky. Pouze okamžitá likvidita v čase kolísá a je svou úrovní mírně pod žádoucími hodnotami. K rozhodnému dni ji lze s ohledem na nulové cizí zdroje považovat za dostatečnou. V porovnání s konkurencí

oceňovaná společnost vykazuje nadprůměrnou běžnou i pohotovou likviditu, která jsou dány výší vlastních aktiv.

S ohledem na krizi v odvětví automobilového průmyslu a s tím spojený pokles zakázek přepravy vozidel v roce 2019 byla prověřena kondice společnosti tzv. bankrotními modely. Společnost nevykazuje známky problémového stavu.

S ohledem na výsledky finanční analýzy, zkušenosti managementu, pozici společnosti, situaci na trhu a konkurenční tlaky je možné konstatovat, že se pro potřeby ocenění firmy jedná o tzv. „going concern“, tedy pokračující podnik, který nevykazuje žádné výraznější problémy. Tento výrok je v souladu s analýzou konkurence, ekonomickými databázemi a s výroky ve Zprávách auditora a ve Výročních zprávách.

2.4 Úprava účetních výkazů

Většina společností vlastní aktiva, která lze rozdělit na aktiva provozně potřebná a nepotřebná. Vzhledem k potřebě ocenění podniku z pohledu jeho základního podnikatelského zaměření je nezbytné zajistit identifikaci položek, které k datu ocenění nemají povahu provozně potřebných a bez nichž lze předpokládat existenci a výhled podniku v nezměněné podobě.

Provozně potřebná aktiva zůstanou součástí podniku a budou oceněna výnosovými metodami. Oproti tomu nepotřebná aktiva jsou oceněna jejich účetní hodnotou.³ V případě, že jsou tato aktiva obchodovatelná na trhu, pak se běžně komparují s podobnými aktivy uskutečněných transakcí.

Cílem uvedené identifikace je získat přehled o výši provozně nutného kapitálu, ekonomické struktúře zdrojů jeho krytí a ziskovosti, kterou tento kapitál generuje. Vymezení popisovaných položek umožňuje lépe identifikovat generátory hodnoty, zvláště provozní ziskovou marži a provozně nutný investovaný kapitál. Vymezení jsou relevantní pro úpravu zisku na korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH) i při úpravě zisku kapitalizovaných čistých výnosů.

2.4.1 Prodej nepotřebného majetku

Prodej nepotřebných aktiv zaznamenaný v řádcích výsledovky jako tržby z prodeje dlouhodobého majetku a zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku nesouvisí s hlavním provozem firmy.

Tyto položky nejsou v případě oceňované společnosti významné, v letech 2013-2019 dosahují maximálně 1,95 % z dosažených tržeb. V absolutních částkách se jedná o statisíce až jednotky mil. Kč. Významným je pouze rok 2014, kdy byl zpeněžen majetek v hodnotě 7,3 mil Kč.

³ V případě společnosti LITRA budou nepotřebná aktiva oceněna účetní hodnotou, jelikož jejich výše je v celkovém objemu hospodaření zanedbatelná.

2.4.2 Rezervy

Společnost nevytvářela v jednotlivých letech významnou rezervu. Až do roku 2017 každoročně tvořila rezervy na úhradu daně z příjmů. Výše rezerv je zanedbatelná, jedná se o jednotky stovek tisíc Kč pohybující se v kladných i záporných hodnotách. Změny rezerv jsou vstupem pro úpravy výsledku hospodaření při přepočtech EBITDA. Vzhledem k požadavku na časovou souvislost je o ně upravován i výsledek hospodaření.

2.4.3 Krátkodobý finanční majetek a peněžní prostředky

Oceňovaná společnost eviduje v porovnání s konkurencí relativně vysoké peněžní prostředky. V tomto případě je třeba je považovat za provozně potřebná aktiva v plné výši (hotovost i prostředky na účtech), jelikož společnost jimi zajišťuje běžnou i pohotovou likviditu a hradí závazky plynoucí z obchodních vztahů. Absolutní výše peněžních prostředků na účtech rostla a ke dni ocenění dosáhla 80 mil. Kč. Hotovost v pokladně se pohybovala kolem 2 mil. Kč.

Výnosové úroky nebudou s ohledem na plné uplatnění 100 % krátkodobých aktiv upravovány. Vedení společnosti neukládá aktiva ve formě cenných papírů k obchodování, dluhových cenných papírů ani jiných realizovatelných cenných papírů.

2.4.4 Ostatní provozně nepotřebná aktiva

Dalšími aktivy, se kterými nebude z důvodu neprokázané souvislosti s hlavní činností kalkulováno, jsou materiál ve výši 30 % a oceňovací rozdíl k nabytému majetku.

Materiál vykazovaný v rozvaze je z části spotřebováván při údržbě DHM. Jelikož materiál slouží i pro vedlejší činnost podniku a není prokázána skutečná výše materiálu určeného pro hlavní činnost, byl stanoven podíl nepotřebných aktiv.

2.4.5 Konečné vymezení nepotřebných aktiv

Na základě analýzy jednotlivých skupin aktiv byla k datu ocenění 31. 12. 2019 jako neprovozní identifikována část aktiv v hodnotě téměř 51 mil. Kč. Tato aktiva jsou tvořena položkami materiál a oceňovací rozdíl k nabytému majetku.

Celkovou výši neprovozního majetku k datu ocenění odhaduji ve výši 50,93 tis. Kč.

2.4.6 Provozně nutný investovaný kapitál

Po očištění výkazů o položky aktiv nesouvisejících s hlavním provozem lze vymezit provozně nutný investovaný kapitál. Vymezení bude provedeno z pohledu:

- aktiv, jako celková provozně potřebná aktiva snížená o závazky, ke kterým nelze přiřadit konkrétní náklady,
- pohledu pasiv jako zpoplatněný kapitál.

Tabulka 9: Provozně nutná aktiva společnosti LITRA

Pracovní kapitál	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Zásoby	7 893	13 704	18 007	13 893	16 433	17 371	15 441
Pohledávky krátkodobé obch.	89 326	86 096	86 589	85 278	75 896	94 652	69 469
Časové rozlišení aktiv	1 850	1 870	1 566	1 600	1 628	1 332	1 519
Peněžní prostředky	17 558	14 032	51 871	40 300	48 799	67 927	81 973
Časové rozlišení pasiv	1 078	5 037	333	262	355	310	224
Neúročené závazky (závazky)	38 704	31 542	31 978	40 574	29 301	33 583	65 221
Pracovní kapitál potřebný	76 845	79 123	125 722	100 235	113 100	147 389	102 957

Dlouhodobá aktiva	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Dlouhodobý nehmotný majetek	334	282	269	181	199	149	98
Dlouhodobý hmotný majetek	122 374	130 065	145 059	169 544	327 585	318 331	294 666
Dlouhodobý finanční majetek	1 434	1 588	1 540	1 520	0	0	0
Dlouhodobá aktiva celkem	124 142	131 935	146 868	171 245	327 784	318 480	294 764

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Pracovní kapitál potřebný	76 845	79 123	125 722	100 235	113 100	147 389	102 957
Dlouhodobá aktiva celkem	124 142	131 935	146 868	171 245	327 784	318 480	294 764
Provozně nutný investovaný kapitál	200 987	211 058	272 590	271 480	440 884	465 869	397 721

Zdroj: Mařík (2018), účetní výkazy, vlastní zpracování

Po úpravě aktiv o provozně nepotřebná je patrné, že upravený pracovní kapitál oceňované společnosti je relativně velký, v řádu stovek mil. Kč. Hlavní složkou provozně nutného investovaného kapitálu je dlouhodobý hmotný majetek. Ten se v letech pohyboval v rozmezí 122-327 mil. Kč. K přírůstku kapitálu nejvíce přispěl nárůst peněžních prostředků a neúročených závazků.

2.5 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH) společnosti vyjadřuje provozní ziskovost generující provozně potřebná aktiva. Současně jsou z výkazů a tím z hospodářského výsledku eliminovány položky jednorázové a položky účetního přecenění slučovaných společností (oceňovací rozdíl k nabytému majetku).

Položky výnosů a nákladů, o něž je upraven výsledek hospodaření, jsou uvedeny výše v čl. 2.4.

V následující tabulce je proveden přepočtení provozního výsledku hospodaření. Tento upravený výsledek je součástí sestaveného finančního plánu oceňované společnosti použitého později pro výnosové ocenění. Současně figuruje mezi vstupy pro výpočet provozní ziskové marže představující jeden z generátorů hodnoty. Jeho výši je účelné vyjádřit před odečtem položek, které jsou modelovány pomocí jiných generátorů hodnoty.

Těmito položkami jsou:

- odpisy provozně potřebného majetku (jejichž výše bude součástí samostatného modelu investičních výdajů),
- změna stavu vnitropodnikových zásob vzniklých vlastní činností coby meziroční změna položek nedokončené výroby (pronikají do dalších let jako dokončený kapitál).

Na základě přepočtu dat a vypracování upraveného výkazu zisku a ztráty (VZaZ) vykázala oceňovaná společnost následující hospodářské výsledky.

Tabulka 10: Korigované výsledky hospodaření společnosti LITRA

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Výsledek hospodaření EBIT	23 885	20 398	23 939	21 489	13 264	11 932	3 328
Korigovaný EBIT	56 868	26 788	45 497	56 466	13 010	31 168	29 692
Provozní výsl. hospodaření (+/-)	35 209	36 503	42 510	22 492	8 892	13 492	1 304
Korigovaný provozní výsledek hospodaření (+/-)	56 134	26 638	45 497	56 461	12 916	31 153	29 692
Korig. výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	61 981	33 996	57 311	30 639	- 16 129	138	81

Zdroj: Mařík (2018), účetní výkazy, vlastní zpracování

KPVH v upraveném VZaZ je uveden ve zjednodušeném rozsahu níže. Položky provozně nepotřebných aktiv jsou odlišeny barevně.

Tabulka 11: Zkrácený VZaZ s KPVH oceňované společnosti

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby za prodej výr. a služ.	364 820	378 569	381 088	386 297	334 812	373 520	343 980
Tržby za prodej zboží	6	335	0	140	0	0	0
Výkonová spotřeba	210 759	215 967	210 570	193 553	191 568	207 165	183 607
Změna stavu zásob vl. činností		1 890	- 1 513	1 949	- 1 438	- 795	1 279
Aktivace	- 8 124	- 6 511	- 6 511	- 13 734	- 30 487	-19 345	- 6 769
Osobní náklady	69 242	75 529	84 456	87 016	79 857	80 509	80 199
Úprava hodnot v provozní činnosti	29 129	30 746	31 462	30 154	34 966	42 889	35 227
Ostatní provozní výnosy (K)	24 652	26 616	62 379	58 172	75 032	39 764	27 727
Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	3566	7281	1005	2689	4193	5420	685
Tržby z prodaného materiálu	859	828	850	360	451	671	550
Ostatní provozní nákl. (K)	56 829	51 523	8395	106 229	129 030	92 882	80 231
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku		7 263	0	1 593	1 545	2 224	304
Prodaný materiál	859	719	448	296	375	598	474
Rezervy v provozní oblasti a komplexní n. příštích obd.		0	- 52	110	190	- 254	- 2 914
KPVH před odpisy a daní (+/-)	23 519	31 755	33 027	9 745	- 23 902	- 6 266	- 3 650

Zdroj: Mařík (2018), účetní výkazy, vlastní zpracování

KPVH oproti vykázaným hodnotám neочиštěným o nepotřebná aktiva ovlivnila především absence tržeb z prodaného dlouhodobého majetku a změny zásob a aktivace, které činily

v roce 2017 více jak 30 mil. Kč a v roce 2018 necelých 19,5 mil. Kč. Vzhledem k povaze části investičních výdajů se úprava hodnot a výkazů odrazila v negativním dopadu, jenž se odrazil v záporném KPVH v letech 2017-2019.

2.6 Generátory hodnoty

Generátory hodnoty představuje soubor několika základních podnikohospodářských veličin určujících ve svém souhrnu hodnotu firmy. V případě oceňování je hlavní pohled zaměřen na veličiny nejvíce ovlivňují hodnotu společnosti LITRA (provozně potřebná aktiva, jimiž společnost zajišťuje plnění svých cílů).

2.6.1 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

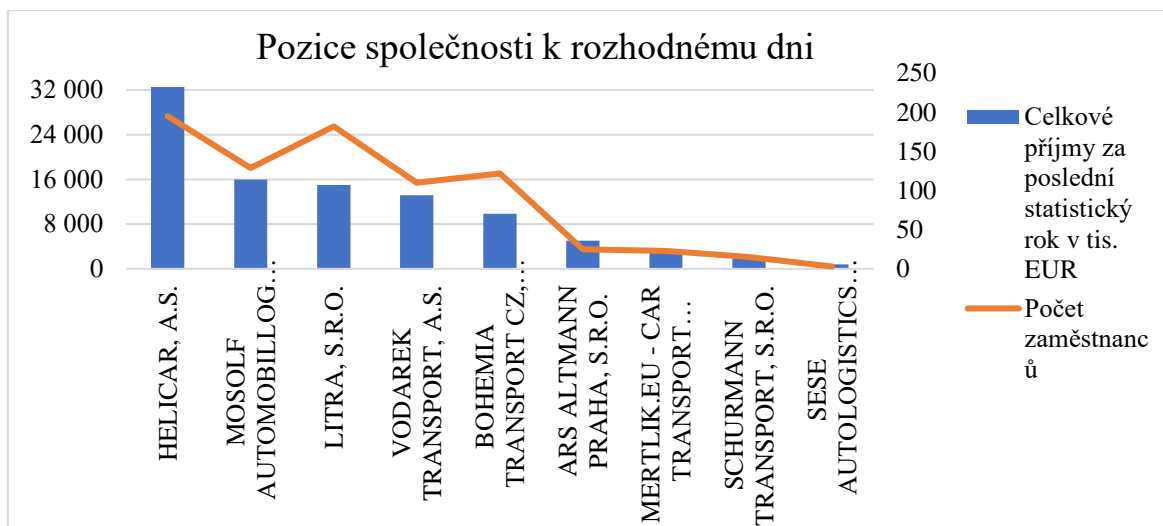
Generátory jsou konstruovány za premise vyslovené výše, tedy že se jedná o *going concern* (podnik s předpokladem dlouhodobého až nekonečného trvání). U oceňované společnosti jsem identifikoval následující generátory hodnoty:

- tržby,
- provozní zisková marže,
- pracovní kapitál,
- investice do dlouhodobé hmotného majetku.

2.6.2 Tržby

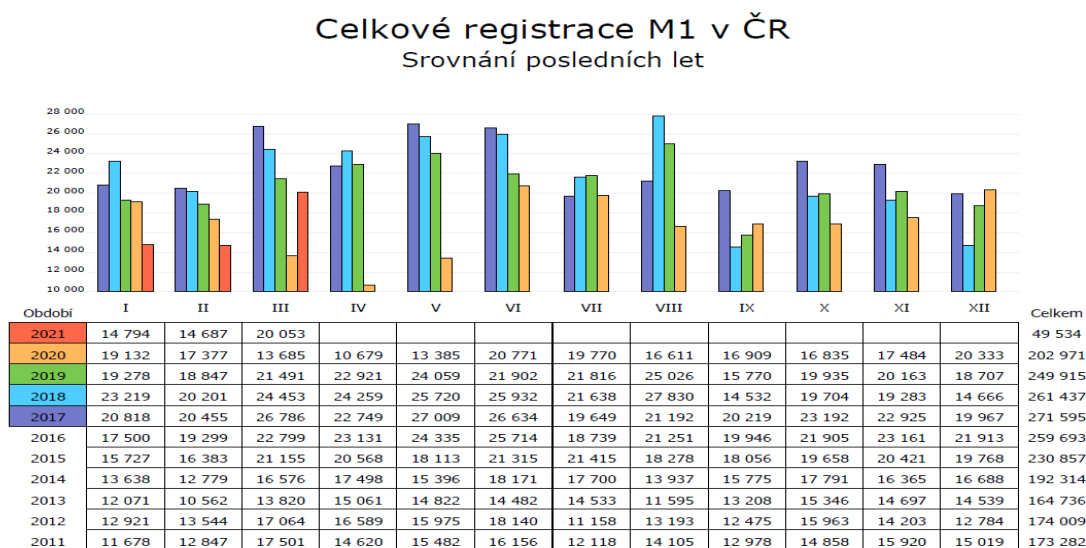
Během zpracování strategické analýzy byla nalezena a označena přímá konkurence oceňované společnosti, která se zaměřuje na shodný typ zákazníků a současně nabízí shodný typ služeb.

Na základě historického vývoje HDP v ČR, s přihlédnutím k poměrnému zastoupení oceňované společnosti mezi konkurencí, očekávaným vývojem HDP, prognózou vývoje trhu vnitrostátní nákladní autodopravy byl odhadnut vývoj tržeb podniku.



Obrázek 29: Pozice oceňované společnosti
Zdroj: databáze Amadeus, vlastní zpracování

Podíl společnosti na tržbách odvětví není velký (56. pozice v rámci ČR dle dosaženého obrátu v roce 2019, zdroj AMADEUS), proto jsem graficky exportoval podíl z 9 vybraných konkurenčních firem. Chybějící data konkurence byla pro některé roky doplněna. Zvolil jsem jejich hodnotu pravděpodobně optimističtější oproti realitě. V některých případech bylo efektivnější ponechat zdroj absentující. Dle dostupných dat se k datu ocenění společnost LITRA podílela 15,4 % na tržbách porovnávané skupiny.



Data: SDA-CIA, Svaz dovozců automobilů, Praha, 2021
Zpracování: RTV data, Hradec Králové

Obrázek 30: Vývoj registrací nových vozidel

Zdroj: SDA, PRAHA, 2021, RTV data, Hradec Králové, dostupné z <http://portal.sda-cia.cz/>

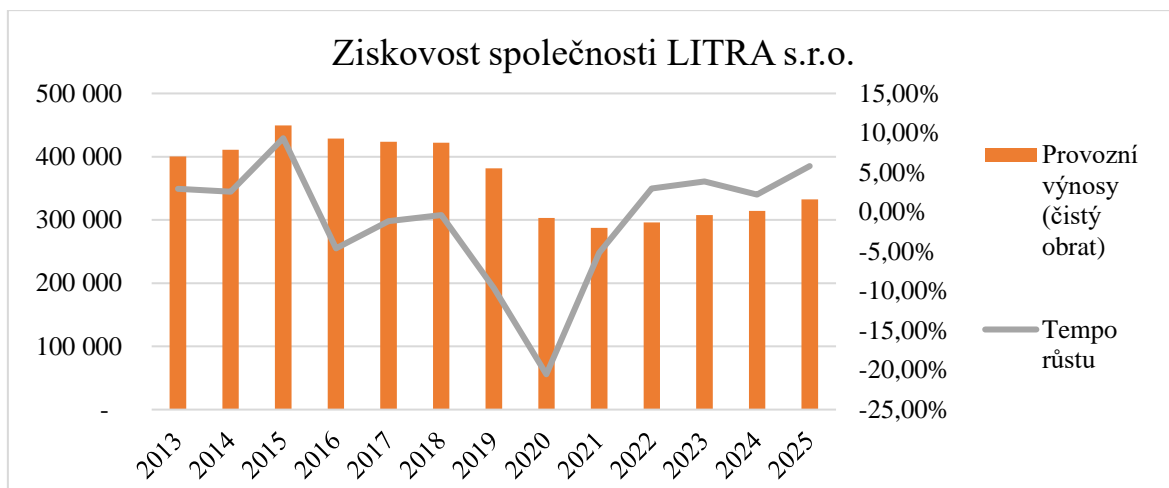
Tržby podniku úzce souvisí s prosperitou výrobců automobilů, kdy jakákoli predikce budoucnosti je z dnešního pohledu velmi neurčitá (vliv Covid-19, emisní limity, hospodářský růst Evropy i Asie apod.). Podle posledních dat z března 2021 došlo nárazově ke zvýšení registrací vozidel oproti rokům předchozím, a to navíc ve všech segmentech, viz následující vzorový obrázek. Přesto nelze bez velké fluktuace výsledku předjímat další vývoj, v čemž se ztotožňuji s názorem jednatele oceňované společnosti.

Ve svých prognózách zohledňuji makroekonomická data, jako jsou výhledy ČNB, ministerstva financí a soukromých společností (komerční banky, poradenské společnosti apod.). HDP po propadu v roce 2020 by měl v roce 2021 stagnovat na pozici 2,7 %, v dalších letech by mohl vykazovat roční růst mezi 2,7 % a 4,5 % ročně. HDP bude profitovat ze silného exportu, který je méně zasažen pandemií nemoci Covid-19 a spotřebou domácností. Ta se však projeví až ve IV. kvartálu 2021 a dále. Kurz CZK ku EUR bude ve prospěch posilující koruny až na hranici 25 Kč/EUR ve IV. kvartálu roku 2022.

Prognóza tržeb podniku (viz 2.2.2) byla sestavena podle očekávaného makroekonomického vývoje, chování a síly konkurence a výkonnosti trhu a oceňovaného podniku v minulém období. Podle analýzy tržního odvětví CZ-NACE 49 dohledané v databázi ORBIS (dokument MarketLine) se počítá s výrazným poklesem hodnoty průmyslového odvětví v letech 2019-2024 průměrně o 10,8 %. Tvůrci dokumentu predikují snížení hodnoty odvětví z částky 5,4 mil. USD (2019) až na 3,06 mil. USD (2024). Naopak mají vzrůst hodnoty polského a ruského přepravního průmyslu o 2,8 % a 3,5 % ve stejném období a v roce 2024 dosáhnout příslušných hodnot ve výši 54 292 mil. USD a 40 202 mil. USD.

Data získaná ze srovnávací databáze ORBIS (BvD, 2021) a účetních výkazů prozrazují variabilní vývoj tržeb v letech. Po mírném oživení po krizi v letech 2008-2011 došlo od roku 2013 k mírnému nárůstu tržeb. Tento vzestup se obrátil v pokles v dalším období. Celkový výsledek vyjadřuje pokles obratu o 8,48 %. Obrat firmy v posledním období byl nejhorší od roku 2004.

V letech 2021-2025 lze očekávat mírný vzestup výnosnosti. Ačkoli by bylo mylné se domnívat, že by ustupoval tlak konkurence z východoevropských zemí, může docházet k pomalému napřimování podmínek na trhu díky zaváděným evropským nařízením.



Obrázek 31: Ziskovost společnosti LITRA
Zdroj: Mařík (2018), účetní výkazy, vlastní zpracování

Je možné očekávat jistou volatilitu výsledku oproti predikci, která bude způsobena například rozdílnými subvencemi jednotlivých unijních států do podnikání, stěhováním výroby automobilů na východ, změnami obchodních a prodejních strategií výrobců vozidel a podobnými aspekty.

2.6.3 Provozní zisková marže

Provozní zisková marže v uplynulém období byla vypočtena jako podíl nezdáněných korigovaných provozních výsledků hospodaření a tržeb za vlastní služby a zboží. V tabulce 13 jsou vypočteny hodnoty ukazatele provozního zisku před odpočtem odpisů, daní, úroků a amortizací a provozní zisková marže (r_{ZPx}). V prvním případě je vyjádřen podíl čistého zisku (vypočteného z hodnot očištěných o provozně nepotřebná aktiva) a tržeb, ve druhém podíl provozního zisku před daní a před odpisy, jak vyplývá z kalkulačních matic.

$$r_{ZPx} = \frac{KPVH}{Tržby}$$

$$\text{Provozní zisková marže před daní a odpisy} = \frac{KPVH \text{ před daní a před odpisy}}{Tržby}$$

Korigovaný výsledek hospodaření před daněmi odpovídá svým vymezením v anglické literatuře používanému NOPBT (*net operating profit before tax* – čistý operační zisk před daněmi). Vybrané ukazatele, především KPVH anebo zisk po dani se v letech 2017-2019

propadl do záporných čísel. Domnívám se, že se jedná o důsledek sloučení společností, čímž rostly náklady firmy.

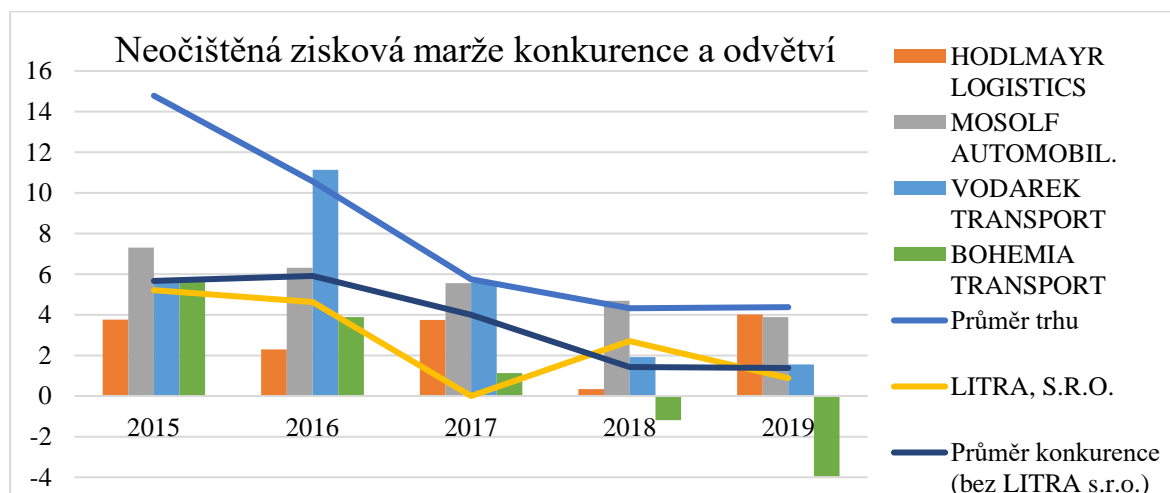
Tabulka 12: Korigovaný provozní zisk a zisková marže LITRA

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
EBITDA (korig)	40 719	45 955	45 497	38 466	13 010	31 168	29 692
EBITDA marže (%)	11,16	12,13	11,94	10,44	3,89	8,34	8,63
KPVH před daní	23 519	31 755	33 027	9 745	- 23 902	- 6 266	- 3 650
Provozní zisková marže r_{ZPx} (z korig. čistého zisku) (%)	2,41	3,22	2,98	1,85	-4,93	-1,70	-0,38
Provozní zisková marže před daní a před odpisy r_{ZPx} (%)	14,43	16,50	16,92	10,81	2,80	8,76	8,04

Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

Po sloučení společností v roce 2017 dochází od tohoto roku k výraznému poklesu provozní ziskové marže do záporných hodnot, což je způsobeno zvýšením ostatních provozních nákladů, a nezapočítáním položek aktivace, která nebyla shledána jako hlavní činnost podniku.

Pro přesnější stanovení budoucího vývoje byly zpracovány údaje dostupné v databázi ORBIS, viz. následující obrázek. Přímá konkurence je také v grafickém hodnocení zobrazena, výsledky jednotlivých společností poukazují na postupný úpadek prosperity odvětví, což koresponduje s informacemi uvedenými v předchozích částech. Průměrné veličiny trhu jsou v tomto případě mírně záporné, jelikož se jedná o údaje celého odvětví silniční nákladní přepravy. Je zřejmé, že konkurence podnikající v jiných segmentech, než je přeprava vozidel, dosahuje vyšších hodnot ziskovosti.



Obrázek 32: Zisková marže odvětví a vybrané konkurence

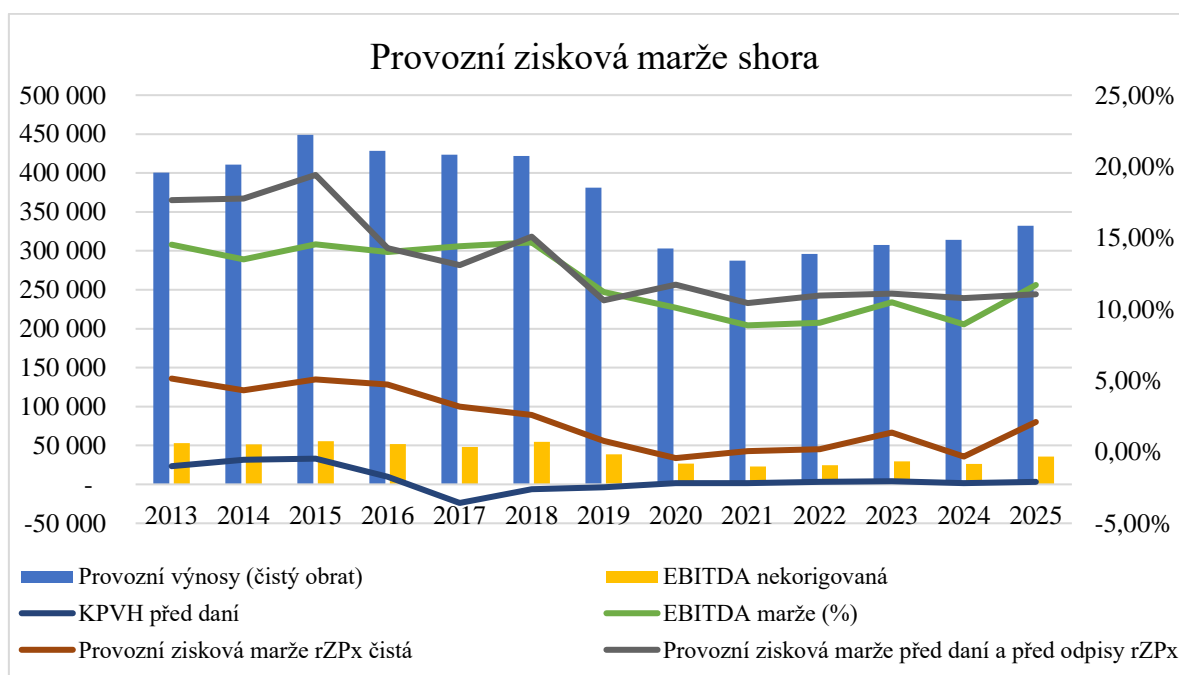
Zdroj: databáze ORBIS, vlastní zpracování

Oceňovaná společnost vykazuje pokles ziskovosti jak v absolutních, tak v relativních hodnotách. Pro účely výpočtu čisté provozní ziskové marže r_{ZPx} (počítané z korigovaných výsledků hospodaření) byly využity jednotné sazby 19 %, výsledky jsou očištěny o vliv statutu odložené daně a možných odpočtů umožňujících snížení základu daně.

2.6.3.1 Provozní zisková marže shora

Na data o počtu přímých konkurentů, dodavatelů, predikci hospodářského vývoje a síle vazeb podniku navazuje prognóza ziskové marže shora. Ta vychází z vývoje ziskové marže v minulosti a na něj odůvodněného vývoje do budoucnosti. Základem bude výpočet s následujícím postupem:

- výpočtem KPVH před daní a odpisy, z čehož pramení odvození ziskové marže v %,
- provedení analýzy minulé ziskové marže a na ni působících faktorů v souladu s konkurenční pozicí podniku,
- na základě provedené analýzy se odhadne, jak budou hlavní faktory ovlivňující ziskovou marži působit do budoucnosti a provede se odhad budoucích hodnot ziskové marže v % vyjádření,
- dopočte se KPVH před daní a odpisy v budoucích letech jako součin dříve prognózovaných tržeb a odhadnuté ziskové marže.



Obrázek 33: Provozní zisková marže shora

Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

Po zahrnutí makroekonomických ukazatelů a modelů budoucího vývoje odvětví autodopravy, předpokládaného vývoje odvětví automobilového průmyslu a odhadu tlaku konkurence do prognózy předpokládaného vývoje společnosti, nelze zatím očekávat optimistický návrat k původním hodnotám ziskovosti firmy.

Průměrné tempo růstu by se mělo po poklesu ke dnu v roce 2021 zvyšovat. Lze předpokládat, že z oblasti přepravy z důvodu krize ustoupí v letech 2020-2022 cca 10-20 % evropských společností. Zahraniční východoevropské společnosti zaplní tržní mezery a stlačí marže přepravních společností ještě níže (v současnosti se nachází tržní cena za 1 km mezi 1,0 a 1,7 EUR). Mezinárodní společnosti si budují univerzální nadnárodní týmy dispečerů, což jim umožní lepší navigaci řidičů a komunikaci se zákazníky. České společnosti bez zahraniční účasti pak zaujmou tržní výklenek a budou nabízet kvalitní službu operativně kdykoli vlastními zaměstnanci a budou se snažit operovat s takovým ziskem, který jim dovolí se udržet na trhu i za cenu nižšího objemu přepravy. Společnost LITRA je právě takovou společností, připravena kdykoliv investovat do nákupu techniky a využít příležitosti.

Domnívám se a kalkuluji v ocenění, že dojde v oceňované společnosti k návratu pozitivního trendu vývoje tržeb kolem 4 % ročně. Zároveň se dá s ohledem na makroekonomická data odvětví očekávat stagnující či klesající marže podniku. Provozní zisková marže vypočtená z KPVH by se tak po 3 negativních letech mohla vrátit do černých čísel a přinést firmě a vlastníkům zisk.

Přes všechny známé a výše pojmenované negativní okolnosti (např. drobná konkurence z východu, pokles výroby vozidel, zvyšování nákladů apod.) je výhled budoucnosti společnosti LITRA spíše umírněně optimistický.

2.6.3.2 Prognóza ziskové marže zdola

Základním modelem ziskovosti je provozní zisková marže shora doplněná o dílčí předpoklady jednotlivých nákladových položek. Na základě předpokladů o významnosti těchto položek nákladů a výnosů vzhledem k tržbám je modelována zisková marže tzv. zdola. Základními položkami přitom jsou spotřeba materiálu a energie, služby a osobní náklady.

Přímá spotřeba

Spotřeba materiálu a energie patří mezi nejvýznamnější skupinu nákladů oceňované společnosti. Během sledovaného období byla tato nákladová skupina poměrně stabilní s průměrným 33,85 % podílem na tržbách.

Tabulka 13: Prognóza spotřeb energie a materiálu

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Spotřeba materiálu a energie	136 457	138 671	123 260	114 185	118 541	107 797
Podíl na tržbách	36,01 %	36,39 %	31,90 %	34,10 %	31,74 %	31,34 %
Roční tempo růstu	-5,75 %	1,62 %	-11,11 %	-7,36 %	3,81 %	-9,06 %
Průměrné tempo růstu	- 4,64 %					

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Spotřeba materiálu a energie	71 078	80 109	83 314	86 084	89 234	92 499	96 199	100 047
Podíl na tržbách	26,74 %	30,80 %	30,80 %	30,60 %	30,50 %	30,40 %	30,40 %	30,40 %
Roční tempo růstu	-34,06 %	12,71 %	4,00 %	3,32 %	3,66 %	3,66 %	4,00 %	4,00 %
Průměrné tempo růstu	0,16 %							

Zdroj: MAŘÍK (2018, s. 166-167), vlastní zpracování

V posledních letech sledovaného období je patrný pokles podílu nákladů na tržbách z 36,01 % v roce 2013 až na 31,34 % tržeb v roce 2019. Lze oprávněně očekávat, že bude docházet k postupnému snižování spotřeb elektrické energie nákupem a využíváním zařízení s nižší spotřebou. V roce 2025 očekávám mírně optimistických 30,40 % podílu na tržbách společnosti. Tento závěr plyne z faktu, že vedení společnosti bude hledat cesty, jak neustále zefektivňovat provoz podniku s cílem snižování režijních nákladů. Inflační tlaky a navyšování cen energií však neumožní další výraznější pokles.

Služby

Druhou dlouhodobě významnější skupinou nákladů jsou služby. Ve sledovaném sedmiletém období docházelo v případě služeb k růstu jejich zastoupení na tržbách firmy, což je uvedeno v tabulce 14. Tento trend je způsoben třeba zvyšováním pojistného v případě uzavíraných pojistných smluv. Příčin je mnoho, například fúze společností v roce 2017 s sebou přinesla nemovitosti s potřebou správy a údržby, jednorázově tak „poskočilo“ procentní zastoupení služeb na tržbách cca o 4 % v roce 2018. Přikláním se spíše k mírně pesimistické variantě budoucí nákladovosti položky.

Tabulka 14: Prognóza nákladů na služby

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Služby	79 510	71 899	70 150	77 383	88 624	75 810
Podíl na tržbách	18,09 %	20,98 %	18,87 %	18,15 %	23,73 %	22,04 %
Roční tempo růstu	20,50 %	-9,57 %	-2,43 %	10,31 %	14,53 %	-14,46 %
Průměrné tempo růstu	3,15 %					
Průměrná inflace	1,5 %					

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Služby	56 831	55 920	55 452	57 670	61 440	63 898	66 454	69 112
Podíl na tržbách	21,38 %	21,50 %	20,50 %	20,50 %	21,00 %	21,00 %	21,00 %	21,00 %
Roční tempo růstu	-25,03 %	-1,60 %	-0,84 %	4,00 %	6,54 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %
Průměrné tempo růstu	- 0,62 %							
Průměrná inflace	3,5 %							

Zdroj: MAŘÍK (2018, s. 166-167), vlastní zpracování

Výhledově nelze předpokládat změnu k lepšímu ve smyslu poklesu či stagnace plateb za služby, podíl této skupiny nákladů na tržbách podniku bude i nadále růst. Jejich absolutní výše je ovšem závislá na celkovém obratu společnosti. V roce 2027 očekávám zastoupení nákladů na služby na tržbách ve výši přibližně 21 %.

Osobní náklady

Osobní náklady bývají zpravidla jednou z nejvíce sledovaných nákladových veličin v hospodaření firem. Nejinak je tomu i u oceňované společnosti. Vedení si váží stálých a spolehlivých zaměstnanců a ty se dle vyjádření jednatele společnosti snaží patřičně odměnit. Přesto síla nadnárodních společností, jejich schopnost ovlivnit partnery v západoevropských zemích a celková mzdová a cenová úroveň v těchto zemích nebezpečně zvyšuje mzdové náklady natolik, že to ohrožuje ziskovost podniku.

Nákladovost ve vztahu k tržbám se ve sledovaném období zvyšovala a vykazovala hodnoty mezi 19,93 % a 23,85 % podílu na tržbách. Budou-li zahrnuty do předpovědi očekávaného vývoje informace o chystaných minimálních mzdách v jednotlivých zemích, jejich každoroční navyšování, záměr jednotné evropské minimální mzdy, inflace nebo zvýšení procentní výše pojistného na zaměstnance, je třeba očekávat navyšování jak procentního zastoupení na tržbách, tak absolutní výše těchto nákladových položek. Vyšší zdanění s sebou pravděpodobně přinesou také snahy o narovnání příjmů do státního rozpočtu ČR.

Tabulka 15: *Bilance osobních nákladů*

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Osobní náklady	75 529	84 456	87 016	79 857	80 509	80 199
Podíl na tržbách	19,93 %	22,16 %	22,52 %	23,85 %	21,55 %	23,32 %
Roční tempo růstu	9,08 %	11,82 %	3,03 %	-8,23 %	0,82 %	-0,39 %
Průměrné tempo růstu (abs.)	2,69 %					

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Osobní náklady	67 840	62 085	65 758	69 148	72 997	75 916	78 953	82 111
Podíl na tržbách	25,52 %	23,87 %	24,31 %	24,58 %	24,95 %	24,95 %	24,95 %	24,95 %
Roční tempo růstu	-15,41 %	-8,48 %	5,92 %	5,16 %	5,57 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %
Prům. tempo růstu (abs.)	- 0,59 %							

Zdroj: MAŘÍK (2018, s. 166-167), vlastní zpracování

Analyzovaná data (viz kompletní výsledovka v přílohách) prozrazují rostoucí zastoupení odvodů na sociální a zdravotní pojištění z 4,64 % v roce 2013 až na 5,68 % v roce 2019. Očekávám zvýšení relativního zastoupení osobních nákladů z důvodů uvedených výše, zároveň se lze domnívat, že toto navýšení bude částečně doprovázeno poklesem tržeb a marží.

Komentář k jednotlivým položkám:

- lze předpokládat zachování současných legislativních podmínek provozu společnosti, proto se podíl nákladů na tržbách drží na podobné úrovni,
- tržby nepokrývají veškeré zobrazené náklady, rozdíl je a pravděpodobně i nadále bude kompenzován prodejem nepotřebného majetku a ostatními provozními výnosy,
- pro zajištění perspektivní budoucnosti je třeba pracovat na zvyšování přidané hodnoty služeb,
- osobní náklady v absolutních hodnotách zprvu klesnou v důsledku nedostatku zakázek a tlaku na snížení nákladů, později porostou společně s oživením průmyslu a zvýšením poptávky,
- pro zvýšení konkurenceschopnosti firmy je třeba zefektivnit procesy, jejichž cílem je snížení nákladů.

2.6.3.3 Prognóza shora a zdola

Výstupem prognózy shora a zdola je následující tabulka. Po zvážení všech vlivů předpokládám, že oceňovaná společnost bude dosahovat v letech 2020-2022 podobných výsledků jako v roce 2019. Poté dojde k marginálnímu růstu tržeb, které se mohou

pohybovat kolem 50 mil. Kč s tím, že teprve v roce 2025 překoná KPVH výsledky z roku 2018.

Tabulka 16: Prognóza shora a zdola společnosti LITRA

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Provozní výnosy (čistý obrat)	410 823	449 180	428 568	423 664	422 023	381 369
Výkonová spotřeba	215 967	210 570	193 553	191 568	207 165	183 607
Osobní náklady	75 529	84 456	87 016	79 857	80 509	80 199
KPVH před daní a odpisy	62 501	64 489	39 811	9 389	32 728	27 670
Provozní zisková marže před daní a před odpisy r _{ZP}	17,75 %	19,41 %	14,29 %	13,10 %	15,10 %	10,62 %

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Provozní výnosy	303 061	287 403	296 006	307 426	314 172	332 374	343 545	356 603
Výkonová spotřeba	127 909	136 030	138 766	143 754	150 674	156 397	162 653	169 159
Osobní náklady	67 840	62 085	65 758	69 148	72 997	75 916	78 953	82 111
KPVH před odpisy	31 269	24 582	27 114	28 656	29 001	31 061	32 939	34 333
Provozní zisková marže před daní a před odpisy r _{ZP}	11,77 %	9,45 %	10,02 %	10,19 %	9,91 %	10,21 %	10,41 %	10,43 %

Zdroj: MAŘÍK (2018, s. 167), vlastní zpracování

Korigovaná provozní zisková marže v čase kolísá, její jednotlivé výše lze pouze souhrnně rozvíjet. Směrodatou se tedy jeví výše ziskové marže dosažené za celé sledované období let 2014-2019.

Median průměrné ziskové marže činil v uvedených letech 9,78 %. Výhledově by mohlo dojít k pokračování ziskovosti v této výši, neboť statistická data jsou ovlivněna výkyvy v letech 2014, 2015 a 2017. Predikce však může vykazovat značnou volatilitu, jelikož hodnoty závisí na řadě faktorů, především na dohodnutých smluvních vztazích, dále investicích a z nich plynoucích závazků, makroekonomické situaci, úrovni konkurence apod.

2.6.4 Upravený pracovní kapitál

Běžný tvar ukazatele pracovního kapitálu (Pracovní kapitál = oběžná aktiva-krátkodobý cizí kapitál) je třeba upravit do vhodného tvaru tak, aby byl z bilanční sumy oběžných aktiv odečten pouze neúročený cizí kapitál, a ne celý krátkodobý cizí kapitál. Měly by být započítány pouze veličiny v rozsahu provozně nutném. Jelikož firma LITRA neměla k datu

ocenění žádný úročený cizí kapitál, lze od úpravy upustit a považovat oběžná aktiva za pracovní kapitál.

Upravený pracovní kapitál bude vypočítán následovně:

$$\text{Peněžní prostředky} + \text{Zásoby} + \text{Pohledávky} + \text{Časové rozlišení aktiv} - \text{Neúročené závazky} \\ - \text{Časové rozlišení pasiv} = \text{Pracovní kapitál}$$

Pro výpočet náročnosti výkonů na jednotlivé složky pracovního kapitálu v minulosti poslouží ukazatel doby obratu ve dnech:

$$\frac{\text{Položka pracovního kapitálu}}{\frac{\text{Tržby}}{365}}$$

Veličina upraveného pracovního kapitálu v minulosti je uvedena v kapitole 2.4 věnované rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná. V tabulce 17 jsou uvedeny doby obratu z tržeb vybraného upraveného pracovního kapitálu ve dnech.

Doba obratu zásob oceňovaného podniku kolísá v letech mezi hodnotami 7,9 až 18 dny. Na skladech je držen objem materiálu potřebného pro nasmlouvané zakázky oprav a kompletních repasí přepravníků. Do zásob jsou z významnějších počítány také pohonné hmoty v areálové čerpací stanici a aditiva Ad Blue. Údaje nelze srovnat s databází a konkurencí, jelikož jsou výpočty kalkulovány s hodnotami upravenými o nepotřebná aktiva.

Pohledávky jsou vedením oceňované společnosti pravidelně kontrolovány a posuzovány. Jak z pohledu solventnosti obchodního partnera, tak jejich objem po splatnosti. Zatímco doba splatnosti pohledávek z obchodních vztahů v letech výrazněji nekolísala, poslední 2 roky se vyznačovaly výraznější odchylkou. V roce 2018 činil ukazatel 95 dnů a v roce 2019 klesl na 70 dnů. Svou hodnotou neovlivnil průměr sledovaného období, který činil 82 dnů. Dle databáze Amadeus činil dlouhodobý průměr úhrady obchodních pohledávek 69 dnů (2010-2019), přičemž median šesti firem činil 59. Ze statistiky vyplývá, že nižších čísel dosahují společnosti se zahraniční účastí. V návaznosti na očekávané nižší množství zakázek a možnost jejich efektivnějšího řízení je modelován postupný pokles doby obratu obchodních pohledávek.

Tabulka 17: Doba obratu vybraného pracovního kapitálu

Doba obratu z tržeb	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Zásoby	7,9	13,7	18,0	13,9	16,4	17,4	15,4	14,2	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0
Hmotné movité věci a jejich soub.	122	115	134	150	201	207	205	222	200	200	200	200	195
Pohledávky obchodní	89	83	83	85	83	92	74	93	90	90	90	88	85
Krátkodobé závazky celkové	38,7	30,4	30,6	40,2	37,1	32,8	69,2	75,0	70,0	65,0	65,0	60,0	55,0
z toho obchodní	23,5	18,3	15,4	24,9	17,4	16,5	53,2	53,3	53,0	52,0	51,0	49,0	48,0
zaměstnanci	5,9	4,2	4,2	4,1	3,7	4,0	4,3	3,3	4,6	4,7	4,8	4,9	4,9
Provozně nutná likvidita	0,45	0,44	1,62	0,99	1,68	1,67	2,02	1,17	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30

Zdroj: MAŘÍK (2018, s. 168), vlastní zpracování

Krátkodobé závazky se v jednotlivých letech lišily hlavně ve vazbě na intenzitu obnovy vozového parku (dlouhodobého majetku). Lze předpokládat i v dalším období poměrně silnou volatilitu tohoto druhu pasiv s tím, že závisí na vnějších okolnostech, které mohou vyvolat téměř okamžitý nákup majetku, čímž se navýší dlouhodobé a později i krátkodobé závazky. V minulosti dosažené průměrné hodnoty 39,9 by nemělo v následujícím období dosaženo. Je pravděpodobné, že nižší objem příjmů vyvolá nárůst ukazatele v letech 2020-2025 na průměrnou hodnotu 65 dnů, i když je později modelován mírný pokles doby obratu.

Krátkodobé závazky za zaměstnance budou postupně narůstat z důvodu nárůstu mezd minimálně o hodnoty inflace. Proto lze očekávat růst doby obratu k hodnotě 4,9.

Na základě stanovení doby obratu ve dnech a provozně potřebné výše finančních prostředků na úrovni 1,3násobku krátkodobých závazků je dále dopočítávána výše jednotlivých položek a upraveného pracovního kapitálu (dále také PK) vyjádřeného v absolutních hodnotách. Jedná se o dopočty prognózované velikosti jednotlivých položek tvořících pracovní kapitál v jednotlivých sledovaných letech.

K dalším výpočtům byly použity koeficienty náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál k_{PK} , které by měly posloužit k posouzení, zda je PK jako celek prognózován na další roky v rozumné míře s přihlédnutím k projektovanému vývoji tržeb, k náročnosti na PK a případně ke koeficientům náročnosti na PK u podobných podniků. Nicméně nadále platí, že součástí upraveného pracovního kapitálu jsou pouze provozně potřebná oběžná aktiva.

$$k_{PK} = \frac{\Delta PK}{\Delta X} ; \quad X - \text{koeficient náročnosti na růstu tržeb, PK - pracovní kapitál}$$

Veličiny upraveného pracovního kapitálu v uplynulém období jsou uvedeny v kapitole 2.4.6 popisující rozdělení aktiv na provozně nutná a nepotřebná.

Tabulka 18: Upravený pracovní kapitál a koeficient náročnosti

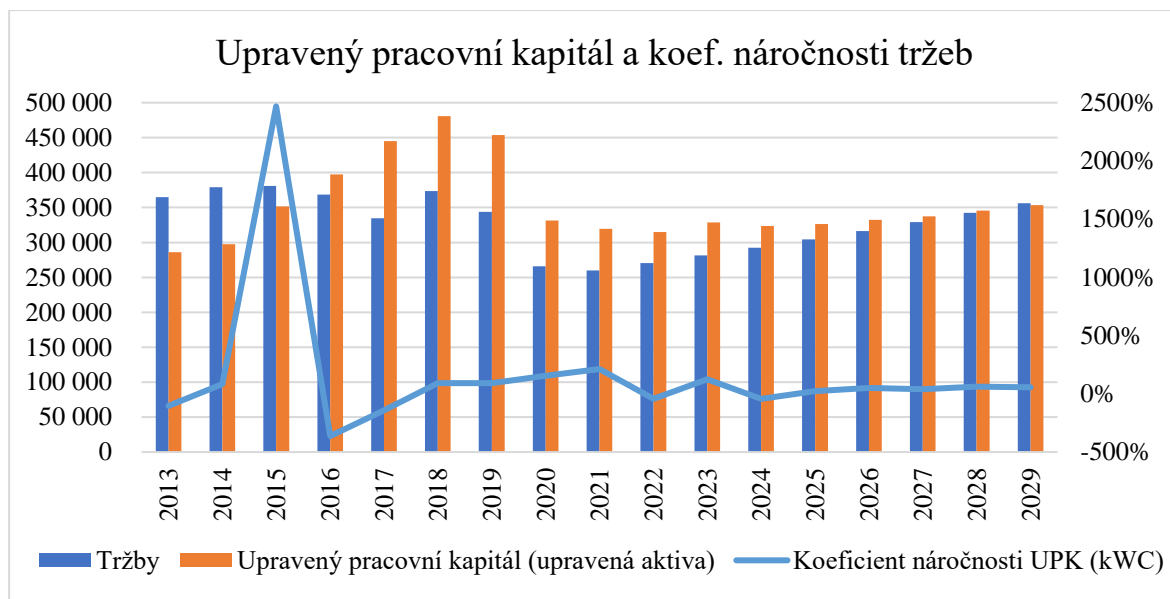
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby	364 826	378 904	381 088	368 437	334 812	373 520	343 980
Upr. pracovní kapitál	285 989	297 701	351 609	397 480	444 785	480 688	453 654
Změna tržeb	- 40 929	14 078	2 184	- 12 651	- 51 625	38 708	- 29 540
Změna UPK	42 767	11 712	53 908	45 871	47 305	35 903	- 27 034
Koeficient náročnosti	- 1,04	0,83	24,68	- 3,62	- 0,92	0,93	0,92
Průměr tržeb za období	3 611				9 168		
Průměrný upr. prac. kapitál	111 492				8 869		
Koef. náročnosti za období	30,88				0,97		

Zdroj: vlastní zpracování

V roce 2017 došlo k jednorázovému zvýšení aktiv výše zmiňovanou fúzí 3 podniků (např. 2.1.2), což nesouviselo s hospodářskými výsledky firmy a byly tím ovlivněny výsledky analýzy. Z toho důvodu koeficient náročnosti v čase výrazně kolísá a roční hodnoty nejsou vhodné k jakémukoli odhadu, proto byl pro účel tohoto ocenění vypočítán koeficient k_{PK} za dílčí sledovaná období, tzn. mezi lety 2013 až 2016 a 2017 až 2019.

Za první období (2013-2016) vykázala oceňovaná společnost absolutní růst tržeb ve výši 3,6 mil. Kč a zaznamenala nárůst aktiv o 111,5 mil. Kč. Znamená to tedy, že jedna koruna tržeb vyvolala příspěvek 30,87 korun k navýšení upravených aktiv. Analýzou příčiny tohoto nestandardního výsledku, který byl dosažen 2násobným zvýšením položky ostatních výnosů v letech 2015-2017, byly skokově navýšeny peněžní prostředky na účtech (mezi lety 2015 a 2016 růst o 369 %). Zároveň podniku klesla výkonová spotřeba a spotřeba materiálu a energií o 15 %.

Vyhodnocením výsledků let 2017-2019 bylo zjištěno, že 1 koruna tržeb snížila hodnotu aktiv o 0,03 Kč. I v tomto období trval trend zvyšování peněžních aktiv (+ 68 %) a snížení spotřeb materiálu a energií o 6,6 %.



Obrázek 34: Koeficient náročnosti tržeb

Zdroj: účetní výkazy, vlastní zpracování

Napříč období docházelo k růstu objemu hmotného movitého majetku (aktiva provozně potřebná), konkrétně o 59 %, v absolutním vyjádření o 71,1 mil. Kč. Tento růst byl způsoben převodem vozových souprav do majetku podniku po skončení leasingu.

Vývoj aktiv je silně závislý na pořizování a obměně vozidel a na nakládání s nemovitým majetkem. Byla přijat předpoklad, že v roce 2020 dojde k vyčlenění nemovitého majetku, do samostatného závodu. Společně s nemovitým majetkem bude vyčleněn také přidružený movitý majetek a drobné vybavení.

Další změny a majetkové operace nejsou v predikci budoucího vývoje dále analyzovány pro svou relativní bezvýznamnost při ocenění podniku jako celku.

Za poklesem koeficientu náročnosti tržeb v roce 2021 se skrývá očekávané oživení trhu a s tím spojená investice do obměny vozového parku. Vedení oceňované společnosti bude operativně reagovat na pozitivní impulzy z tržního prostředí.

Na základě odhadnutých dob obratu ve dnech a stanovení provozně potřebné výše peněžní likvidity na úrovni maximálně 1,3 krátkodobých závazků byla dopočítána výše jednotlivých položek upraveného pracovního kapitálu.

Tabulka 19: Upravený pracovní kapitál – prognóza

	2014	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Zásoby	13 704	15 441	14 196	10 689	11 116	11 561	12 023	12 504	13 005	13 525	14 066	14 628
Pohledáv. obchodní	86 096	69 469	68 033	64 133	66 698	69 366	70 538	70 858	71 959	72 132	75 017	78 018
Peněžní prostředky	14 032	81 973	70 083	85 616	70 955	74 861	62 362	59 669	62 045	64 423	67 253	69 681
Čas. rozl. aktivní	1 870	1 519	501	1 623	1 623	1 623	1 623	1 623	1 623	1 623	1 623	1 623
Krátkod. závazky	31 542	65 221	60 016	49 881	48 171	50 098	48 094	45 850	47 684	49 591	51 575	53 638
Čas. rozl. pasivní	5 037	224	4 374	316	343	366	384	395	395	395	395	395
Upr. prac. kapitál	79 123	102 957	88 423	111863	101879	106947	98 068	98 411	100553	101718	105990	109918
<i>k_{PK}</i>	- 68,2 %		23,8 %									

Zdroj: MAŘÍK (2018, s. 168), vlastní zpracování

V minulém období upravený pracovní kapitál výrazně klesal, což bylo způsobeno růstem potřebných finančních prostředků – aktiv a poklesem krátkodobých závazků jakožto pasiv. V období prognózy jsou však pasiva navyšována více než aktiva, a tudíž dochází k výraznému růstu upraveného pracovního kapitálu. Růst by měl dle propočtů činit téměř 24 % za 10 let. Tohoto výsledku je možné dosáhnout za předpokladu, že nerozdělený zisk předchozích období bude navyšován o rozdíl mezi náklady a výnosy daného roku a také v případě, že se potvrdí potřeba výše peněžních prostředků.

2.6.5 Investice do dlouhodobého majetku

Hlavním zdrojem příjmů oceňované společnosti jsou především níže uvedená aktiva. K datu ocenění představují dlouhodobý hmotný movitý majetek hlavně nákladní vozidla a přepravníky a hmotný nemovitý majetek haly a odstavné plochy. Vedení společnosti LITRA v minulosti cílevědomě a poměrně pravidelně obnovovalo automobilový park, což mu dovolilo využít globální trhy a splnit požadavky nadnárodních zákazníků (spolehlivost, plnění emisních norem a další). S tímto přístupem se ztotožňují, přičemž bude využito při zkoumání relace mezi investicemi brutto (skutečné výdaje do provozně nutného majetku) a tržbami.

V samostatné příloze tohoto ocenění jsou uvedena historická data mezi lety 2013 a 2019 o stavech odpisů a investic. Údaje jsou očištěny o provozně nepotřebná aktiva, u odpisů došlo k ponížení analogicky s úpravou aktiv. Výsledkem je zjištění investiční náročnosti tržeb k jednotlivým položkám vybraných aktiv. Ve sledovaném období činily tržby

oceňované společnosti celkem 2 198 746 tis. Kč, celková výše čistých investic překonala ve stejném období 16,3 mil. Kč.

2.6.5.1 Globální přístup

Jelikož není ve výhledu výraznější investice a nelze využít přístup na základě hlavních položek, přiklonil jsem se k volbě globálního přístupu. Je doporučován pro společnosti, které investují prostředky relativně rovnoměrně, například do pravidelné obměny vozového parku. Tento přístup je vhodný pro modelování investičních výdajů do dlouhodobého majetku na základě koeficientu náročnosti tržeb. Tento koeficient je definován v podobě:

$$k_{DMb} = \frac{I_b}{X}$$

I_b – investice brutto (výdaje na pořízení dlouhodobého majetku); X – tržby

Koeficient náročnosti tržeb na investice do dlouhodobého majetku v případě společnosti LITRA, s.r.o. činil 9,8 %. Bude-li výsledek očištěn od roku 2019, ve kterém se z důvodu tvorby finančních aktiv investovalo pouze 3,49 % tržeb, stoupne koeficient k_{DMb} na 11,1 %.

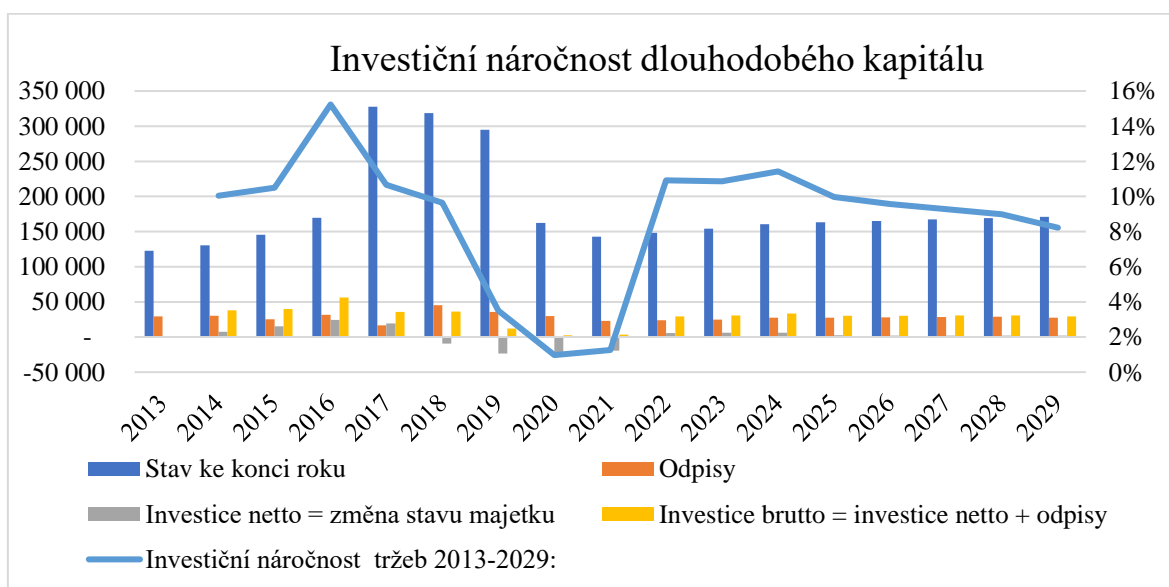
Investiční náročnost staveb činila 1,46 %, stroje a zařízení 0,15 %. U dopravních prostředků činila investiční náročnost tržeb vztaženo k zůstatkům pořizovacích cen 8,75 %.

Tyto informace jsou vstupem pro základní odhad investic v letech 2020-2029. Pro stanovení budoucího vývoje byl přijat zjednodušený předpoklad, že ačkoli budou kolísat investice nutné na korunu tržeb vynaložené mezi roky 2014-2019 do dlouhodobého majetku, zachovají v následujícím období stejnou procentuální výši. Podle celkové sumy tržeb za příštích 9 let je stanovena predikce investic brutto pro toto období.

V následném období nejsou kalkulovány náklady na majetek, který byl k 1. 1. 2020 vyčleněn do společnosti LITRA, PLUS s.r.o. V účetních výkazech byly použity zjištěné hodnoty vykázané k 1. 1. 2020. Vzhledem k tomu, že má oceňovaná společnost nadbytek vozidel a přepravníků, jež jsou již odepsány, bude docházet k obnově pouze provozně nutného majetku. Na základě těchto úvah modelují nižší výdaje v následujícím období než v tom minulém.

Během roku 2020 dojde k prohloubení krize způsobené paralýzou automotive průmyslu a celkovou epidemiologickou situací. První známky oživení je možné očekávat v průběhu roku 2021. Do konce roku 2021 budou realizovány první kontrakty přepravy na další roční období a může dojít k drobnému zisku. Pokud se tento trend potvrdí a naplní se očekávání postupného zlepšování situace, bude vedení firmy investovat do obnovy dopravních prostředků a do úprav jejich technických parametrů (v současné době je projednávána změna legislativy pro zvýšení přepravní kapacity návěsů – přepravníků). V letech 2021-2024 lze při splnění očekávání predikovat růst investic do vozového parku, servisního zázemí, softwaru a dalších zařízení a doplňků, které pomohou udržet či zvýšit konkurenční schopnost společnosti.

Pro další roky je modelován koeficient investiční náročnosti tržeb brutto na úrovni 9,9 %, když takto balancuje všechny uvedené faktory.



Obrázek 35: Investiční náročnost dlouhodobého kapitálu

Celkový součet tržeb od roku 2020 do roku 2029 by dle mého názoru mohl činit 3 018 mil. Kč. Předpokládané investiční výdaje brutto k_{DMb} za stejné období jsou kalkulovány ve výši 250 526 tis. Kč. Tato částka v sobě zahrnuje odpisy ve výši 300 449 tis. Kč. Tento poměr je způsoben očekávaným propadem investic v roce 2020. V dalším období kalkulují s pozvolným nárůstem investic i odpisů, jak je znázorněno výše. V závěru modelovaného období by mohlo dojít k opětovnému utlumení čistých investic, neboť lze očekávat střídání tzv. Juglarova střednědobého hospodářského cyklu (hospodářský cyklus investování

a opotřebení v délce 8-10 let). Porovnání investiční náročnosti tržeb s konkurencí nebylo pro nedostatek dat zveřejněných konkurencí provedeno.

2.6.5.2 Model odpisů, investice netto

Odpisy v minulosti spíše stoupaly, pouze v roce 2017 překonaly investice jejich celkový objem. Historické úrovně odpisů činily 29-42 mil. Kč (v roce 2018). V posledním sledovaném roce poklesly na úroveň necelých 35 mil. Kč, což byla úroveň, ve které se odpisy pohybovaly před rokem 2018. Z této částky tvoří odpisy budov průměrně 1,5 mil. Kč, zbytek tvoří odpisy dlouhodobého majetku. Zásoby byly odepisovány jen v některých letech v nevýznamném objemu jednotek desítek tisíc korun.

Vzhledem k identifikaci položek neprovozních je model odpisů propočten jen pro aktiva provozně potřebná. V následujících letech bude pokračovat odepisování majetku podobným tempem. Nejvýraznějším odepisovaným aktivem zůstane dlouhodobý hmotný majetek. Model odpisů je součástí příloh.

Pro potřeby sestavení kompletních modelovaných výkazů jsou řešeny investice do nových aktiv, respektive do průběžné obnovy stávajících skupin aktiv (v celkové výši uvedeného koeficientu náročnosti tržeb na dlouhodobá aktiva) a jim odpovídající odpisy. Investice jsou rozděleny pouze na 3 skupiny:

- | | |
|---|---------|
| - nemovitý majetek, především pozemky (prakovací a odstavné plochy) | 97,90 % |
| - hmotné movité věci | 2,00 % |
| - software | 0,01 % |

Je zřetelné, že dominantní je zastoupení nemovitého majetku, jímž jsou nákladní vozy a přepravníky. S obnovou vybavení dílen není třeba počítat z důvodu vyčlenění majetku do nově vzniklé společnosti.

Doby odepisování byly modelovány dle účetních standardů a činí v případě software 3 roky, u vozidel 5 let a u nemovitého majetku 30 let. Další položky kapitálu nebyly modelovány pro jejich bezvýznamné zastoupení.

2.6.6 Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu

Aplikací předpokladů byly konstruovány výkazy, díky nimž je k dispozici prognóza investic a odpisů. Byl proto dopočítán korigovaný provozní zisk po dopisech a daních. Tak jako v předešlých částech není uvažováno s využitím institutu odložené daně.

Tabulka 20: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu

	Minulost						Budoucnost					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Sazba daně	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %
KPVH před daní a odpisy	62 501	4 489	39 811	9 389	32 728	27 670	31 269	24 582	27 114	28 656	29 001	31 061
Zisková marže rZPx	13,3%	17,0 %	15,5 %	3,43 %	9,45 %	7,42 %	8,09 %	6,93 %	10,5 %	10,7 %	10,8 %	12,7 %
Tempo růstu KPVH	23,39 %						3,14 %					
Obrátka inv. kap.	9,96	9,53	6,56	9,39	10,37	28,63	102,90	79,16	9,16	9,20	8,76	10,03

Zdroj: MAŘÍK (2018, s. 172), vlastní zpracování

Obrátka investovaného kapitálu se v letech velmi liší. Její hodnoty v minulosti kolísaly mezi 28,6 a 6,9. Velký vliv na tyto výsledky mělo utlumení investic v posledním období. Pro rok 2020 byl projektován stav investic očištěný o majetek, který byl ke dni 01. 01. 2020 z oceňovaného podniku převeden na nástupnickou společnost. Soupis je součástí příloh. V dalším období (po roce 2021) by mohl ukazatel *ceteris paribus* oscilovat kolem 10.

2.7 Sestavení finančního plánu

Komplexní finanční plán společnosti LITRA sestává z plánované rozvahy, výkazu zisku a ztrát a výkazu cash-flow dle výše uvedených předpokladů definované provozní části hospodaření, případně samostatně modelovaných neprovozních položek. Model hospodaření vychází z plánu generátorů hodnoty, tedy z namodelovaných tržeb, provozní ziskové marže a výnosů mimo odpisy, položek dlouhodobého majetku (s modelem odpisů) a model financování investic.

Provozní část hospodaření je v předchozích částech namodelována prakticky celá, zbývá doplnit pouze méně podstatné položky rozvahy a další drobné skutečnosti, které již nemají zásadní dopad na celkové vyznění finančního plánu.

Mimo plán generátorů hodnoty stojí chybějící části rozvahy:

- rezervy – vzhledem k dlouhodobému postoji vedení firmy k tvoření rezerv nejsou v budoucnu modelovány,
- změny vlastního ani základního kapitálu nejsou uvažovány,
- rozdělení majetku společnosti ke dni 1. 1. 2020 má vliv na předpokládanou výši ážia a kapitálových fondů, které jsou upraveny na historickou úroveň v období před rozdělením společnosti a vykazují též podobných hodnot,
- položky rozvahy, které měly v uplynulých letech vždy nulový zůstatek, nejsou modelovány,
- zbývající část zisku je převáděna do nerozděleného zisku.

V případě výkazu zisku a ztráty je model provozní ziskové marže doplněn již jen o:

- daň z příjmů právnických osob vstupuje do výpočtu svou výší 19 %,
- není uvažována změna odložené daně – závazek je v rozvaze modelován klesajícím relativním zastoupením podobně s očekávaným vývojem tržeb společnosti,
- předpokládám vznik jiných pohledávek plynoucích z odštěpení části podniku,
- mimořádné výnosy a náklady jsou modelovány pouze v omezeném objemu,
- položky výkazu, které měly nahodilý charakter nebo byly po celou dobu bez vykázaného zůstatku, nejsou modelovány nebo jsou modelovány v omezeném rozsahu,
- výnosy a výnosové úroky z finančního majetku jsou z důvodu nízkých úrokových sazeb pro další období téměř zanedbány,
- nákladové úroky pro roky 2021-2026 jsou kalkulovány s ohledem na předpokládané zvýšení investic krytých cizím kapitálem,
- položky jiných provozních nákladů byly dopočítány dle průměru let předchozích a korigovány s ohledem na sníženou aktivitu společnosti a propad v roce 2019 a 2020,
- v celém období jsou očekávány prodeje nepotřebného majetku, které vstupují do celkových příjmů podniku, budou kalkulovány v minimu hodnot z předchozích let.

Kompletní namodelované účetní výkazy, tedy rozvaha, výkaz o peněžních tocích a výkaz zisku a ztrát jsou přílohou tohoto ocenění.

2.7.1 Finanční stabilita

Oceňovaná společnost vykazuje nadprůměrnou likviditu. Jelikož působí v odvětví, které je značně nestálé, je žádoucí strategií dostatečné likvidity zachovat. Očekávané provozní peněžní toky budou variabilní co do své intenzity a výše, když relativní zastoupení oběžných aktiv bude kolísat v souvislosti s investiční aktivitou firmy.

Zadluženost podniku byla dlouhodobě pod průměrem konkurence i odvětví, finanční zdraví a dostatečné *cash flow* poskytnou prostor pro krytí krátkodobých, případně střednědobých bankovních závazků, kterými budou financovány investice do provozně potřebného majetku.

Hlavní složkou zdrojů krytí zůstane vlastní kapitál, který bude rovněž nadále převyšovat dlouhodobý majetek.

Finanční rovnováha podniku je jak z krátkodobého hlediska likvidity, tak dlouhodobého (krytí aktiv, cizí zdroje a zadluženost) modelována dostatečná.

2.7.2 Výnosnost

Výnosnost predikují v prvních letech nižší (až zápornou), než jaké dosahovala společnost po roce 2013. Příčinou jsou nadstandardní výsledky některých let, například roků 2015 a 2016 zapříčiněné výrazným oživením automobilového trhu. Tento trend se nebude v nejbližší době opakovat, a proto nelze očekávat významný růst tržeb a s tím spojeného zisku. V prvních modelovaných letech je možné předpokládat výrazný propad objemu aktiv způsobený odloučením části podniku.

Ukazatel EBITDA *corrig* by se měl svou absolutní výší v dalším období pohybovat na úrovni let 2018 a 2019. V některých letech nelze vyloučit odchýlení se ukazatele od tohoto průměru. Ziskovost EBITDA *corrig* může dle ostatních ukazatelů oscilovat kolem 0 %, což je mírně pod průměrem minulých let.

Ukazatele rentability. S ohledem na model ziskovosti a pokračující udržování hotovosti nad úrovní obvyklou v odvětví neklesnou peněžní prostředky pod úroveň let 2018, 2019 ani

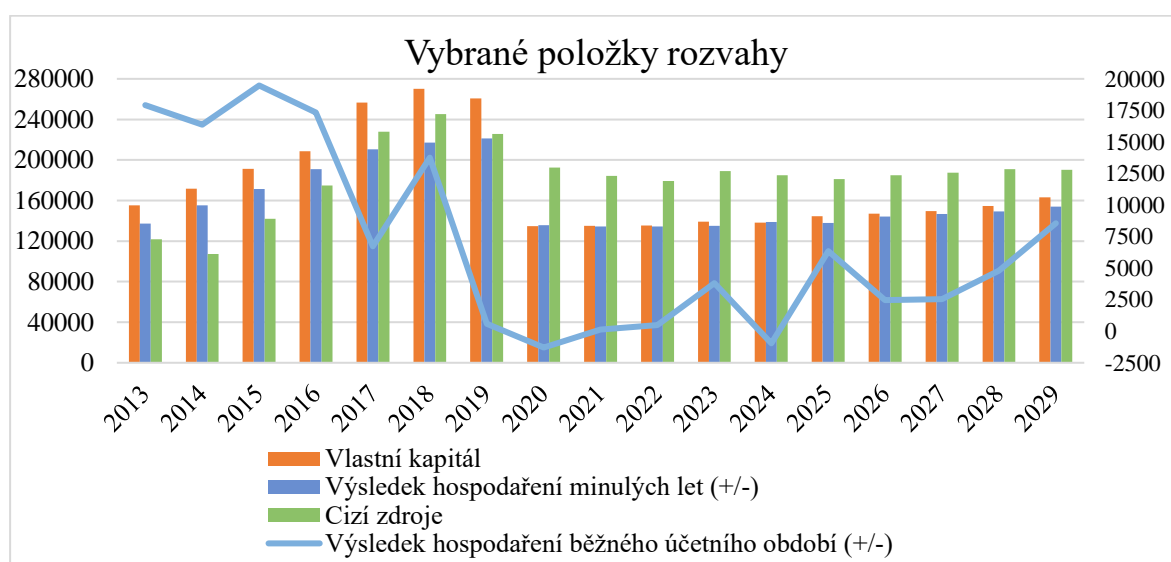
v období 2020 a 2021, takže se v dalších letech budou pohybovat mezi 60 a 83 mil. Kč. Například ukazatel ROCE dle modelu ve střednědobém období stagnuje s extrémem - 0,43 % v roce 2021. Poté vzroste, jelikož růst čistého zisku relativně převyšuje součet růstu vlastního kapitálu a dlouhodobých závazků (dlouhodobé závazky jsou modelovány jako konstatní).

Predikce vývoje tržeb, upraveného pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku naznačuje postupné stabilizování ukazatelů aktivity. Jedním s hlavních důvodů je rozdělení společnosti a vyčlenění části provozně nepotřebného majetku, čímž se zlepšily ukazatele spojené s dlouhodobým majetkem. Vytrvalý růst vlastního kapitálu způsobuje snižování obratu celkových aktiv.

Ukazatele zadluženosti zpočátku setrvávají na hodnotách z let 2013 a 2014. S ohledem na dostatečnou likviditu firmy není důvod ve větší míře modelovat využití cizího kapitálu a uvedené ukazatele postupně klesnou na hodnoty průměrné v odvětví.

2.7.3 Plánovaná rozvaha

Při projektování provozně nutného investovaného kapitálu z pasiv tento ukazuje, že je tvořen především vlastním kapitálem, popřípadě jeho podsložkami.



Obrázek 36: Vybrané položky plánované rozvahy
Zdroj: vlastní odhad

Pro ocenění podniku je mimo samotné struktury a výše provozně potřebného kapitálu důležitým atributem také jeho rentabilita ve vztahu k provozem generovanému zisku. Ten je upraven o nepravdělné a jiné položky jednorázového charakteru a tvoří provozní výsledek hospodaření po zdanění. V rozvaze záměrně absentují rezervy, což odpovídá údajům ze dvou posledních minulých let, dále nejsou plánovány položky záloh a náklady a příjmy příštích období.

Tabulka 21: Rentabilita aktiv a vlastního kapitálu

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
ROA v %	-4,6	-1,6	-0,4	-0,8	-0,8	-0,6	0,6	-1,1	1,6	0,3	0,3	1,1	2,3
ROE v %	-7,9	-2,9	-0,6	-2,1	-1,8	-1,5	1,5	-2,7	3,7	0,6	0,6	2,4	5,1

Zdroj: vlastní odhad

V rámci finančního plánu je rentabilita aktiv ROA a ROE modelována o něco horší než v minulém období. Důvodem je očekávaná stagnace KPVH a EBIT corrig, oproti tomu aktiva i vlastní kapitál budou po prvotních propadech a stagnaci postupně mírně růst (jak ukazuje předchozí tabulka).

V rámci analýzy vývoje finančního zdraví podniku byly vyhodnoceny a dle upraveného provozního výsledku hospodaření zpřesněny bankrotní indexy. Po uvedených úpravách se hodnoty indexu IN05 pohybují v pásmu, dle kterého firma netvoří hodnotu, ale také není bankrotující. Výsledek Altmanovy analýzy naznačuje, že se podnik nachází uprostřed intervalu šedé zóny. Obě analýzy jsou přílohou.

2.7.4 Vyhodnocení finančního plánu a generátorů hodnoty

Finanční plán tak, jak je navržen, podporuje závěry přijaté na základě strategické a finanční analýzy. Podnik již nebude dosahovat takových výsledků jako v minulosti, především ziskovou marží a obrat ovlivní tržní a ekonomické podmínky odvětví. Nelze však opomenout, že část konkurence již v letech 2017-2019 vykazovala záporné výsledky hospodaření, zatímco oceňovaná společnost vykazovala „pouze“ klesající zisky a kladné výsledky EBITDA.

Předpokládám, že bude oceňovaná společnost LITRA, s.r.o. vykazovat i přes všechna úskalí a negativní makroekonomické předpovědi kladných hospodářských výsledků, a že se rentabilita společnosti ustálí na hodnotách, které jí zajistí další pokračování v činnosti.

Jsem toho názoru, že analýza sestaveného finančního plánu potvrdila splnění předpokladu *going concern*, tedy pokračujícího podniku.

2.8 Ocenění

Výnosové metody ocenění jsou primárně určeny pro podniky *going concern*, kdy je hodnota statku určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. Společnost LITRA toto dle výše přijatých závěrů a výsledků strategické a finanční analýzy splňuje.

Z toho důvodu je ocenění podniku LITRA provedeno primárně výnosovými metodami, metodou diskontovaných peněžních toků – *discount cash flow* – DCF a metodou ekonomické přidané hodnoty – *economic value added* – EVA.

Záměrem ocenění je najít objektivizovanou hodnotu podniku hledáním potenciálních výnosů, které budou dosaženy z dnešního hlediska s vysokou pravděpodobností. Tedy hledání pouze těch růstových příležitostí, které se k datu ocenění jeví jako velmi pravděpodobné při zachování stávajícího konceptu podniku, stávajícího vedení a stávajícího způsobu financování. Ceny jsou vyjádřeny v jejich budoucí nominální výši v běžných cenách.

Pro připomenutí, oceňovaný podnik nemá k datu ocenění žádné bankovní závazky (úvěry, úpisy, ...) ani majetek najatý na základě leasingových smluv.

Výhodou při použití metody diskontovaných peněžních toků je, že lze do hodnoty promítnout pomocí vhodné diskontní míry i faktor času a rizika. Nevýhodou pak, že se hodí pro výnosové ocenění, ale již ne pro běžné řízení podniku. Metoda DCF je dle odborného mínění srovnatelná s ukazateli rentability ROA a ROE, u kterých existuje možnost zákonnými prostředky ovlivnit jejich výši, a proto je považována za překonanou.

Metoda EVA je indikací hodnoty při nekonečně dlouhém trvání podniku fungujícího dle podmínek platných k datu ocenění, resp. za zvolené relevantní období. Základním principem ekonomické přidané hodnoty je, že měří ekonomický zisk. Ekonomický zisk v tomto pojetí podnik dosáhne tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale také náklady kapitálu (vč. nákladů na vlastní kapitál).

Mezi metodami DCF *entity* a EVA existují vztahy, které je třeba respektovat, aby byly výsledky obou metod srovnatelné. Pro zajištění srovnatelných výsledků výše uvedených metod ocenění je třeba vytvořit stejné podmínky pro zpracování:

- investovaný provozně potřebný kapitál u metody DCF je stejný jako NOA (*net operating assets*) u metody EVA,
- v obou metodách jsou použity stejné průměrné vážené náklady kapitálu,
- je použit stejný výpočet volných peněžních toků (stejný zisk), tedy u metody DCF není výchozí veličinou účetní provozní zisk, ale NOPAT (*net operating profits after taxes*),
- v případě nenulového růstu g ve druhé fázi je třeba počítat, že má-li růst tímto tempem EVA, musí růst tím samým tempem nejen NOPAT, ale i NOA.

Při hledání hodnot budou použity následující výpočtové vzorce:

1) Ocenění metodou diskontovaných peněžních toků

Hodnota podniku jako celku (H_b) se určuje pomocí obecného výrazu:

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

kde: $FCFF_t$ = volné *cash flow* do firmy v roce t

i_k = kalkulovaná úroková míra (tj. diskontní míra)

n = počet let předpokládané existence

WACC – průměrné vážené náklady kapitálu (*weighted average cost of capital*)

- tj. diskontní míra i_k

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

<i>WACC</i>	průměrné vážené náklady kapitálu
<i>CK</i>	cizí kapitál v tržní hodnotě
<i>VK</i>	vlastní kapitál v tržní hodnotě
<i>K</i>	investovaný kapitál
<i>n_{CK}</i>	náklady cizího kapitálu
<i>n_{VK(Z)}</i>	náklady vlastního kapitálu při daném zadlužení
<i>d</i>	sazba daně z příjmů

Náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení $n_{VK(n)}$ budou vypočteny dle modelu CAPM (modifikace modelu dle prof. Damodarana na konkrétní případ):

$$n_{VK(n)} = r_f + \beta_n \cdot RPT + RPZ + R_1 + R_2 + R_3$$

r_f	bezriziková míra
β_n	koeficient beta nezadlužený
<i>RPT</i>	riziková prémie kap. trhu USA + riz. přirážka (A. Damodaran)
<i>RPZ</i>	riziková prémie země (dle státních dluhopisů)
R_1	riziko malé společnosti
R_2	riziko nejisté budoucnosti
R_3	riziko nižší likvidity

2) Ekonomická přidaná hodnota

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

Capital – hodnota vázaná v aktivech nutných pro dosažení operačního zisku. Srovnatelnou hodnotou je z pohledu aktiv NOA – čistá operační aktiva.

NOPAT:

$$\text{Čistý provozní zisk po zdanění} = \text{provozní zisk} \cdot (1-t); \quad t - 19 \% \text{ (daň)}$$

V případě NOPAT se upravené daně počítají podobně jako u metody DCF, tj.:

- nezahrnují vliv nákladů a výnosů nesouvisejících s provozem firmy,

- počítají se za předpokladu, že by byl podnik financován jen vlastním kapitálem (nejsou např. snižovány nákladovými úroky).

WACC jsou pro ukazatel EVA kalkulovány za stejných podmínek (stejným způsobem) jako pro využití v při ocenění metodou DCF *entity*.

2.8.1.1 Náklady vlastního kapitálu

Pro určení předpokládané výnosnosti vlastního kapitálu je třeba stanovit veličiny úrokových měr. Konstrukce stanovení rizikové a bezrizikové míry je značně nekonzistentní a snadno subjektivně ovlivnitelná. S ohledem na tuzemskou literaturu považuji za možný a správný přístup v následující podobě.

Stanovení bezrizikové míry na úrovni:

- k datu ocenění aktuálního výnosu do splatnosti českého státního dluhopisu s dobou do splatnosti 10 let či delší pro první fázi modelu, resp. dlouhodobého (geometrického) průměru výnosu do splatnosti,
- českých státních dluhopisů,
- použití českých státních dluhopisů coby bezrizikové míry je zohledněno v konstrukci rizikové prémie země, a to odečtením části volatility připadající na dluhové financování od podílu volatility a opuštěním konstrukce inflačního diferenciálu, riziko selhání země je přitom čerpáno z databáze prof. Damodarana (*rating based default spread*),
- tato databáze je rovněž zdrojem rizikové prémie trhu, a to v podobě dlouhodobého geometrického průměru z dat kapitálového trhu USA,
- koeficient β je získán z databáze prof. Damodarana, ta je v podání autora tržní betou obsahující část celkového rizika, které je tržním rizikem, což by mohlo poskytnout lepší odhady nákladů na vlastní kapitál pro nediversifikované vlastníky (nevýhodou může být relativně hrubé oborové členění),
- koeficientem β je násobena pouze riziková prémie trhu,
- zohlednění velikosti společnosti ve vztahu k vlastnímu kapitálu R_1 (prémie za velikost), je v případě tuzemské literatury řešena např. v rámci modelu INFA, kde se prémie pohybuje v intervalu 0-5 % v závislosti na velikosti vlastního kapitálu (Kislingerová, 2001, str. 201),

- riziková přírážka faktoru nejisté budoucnosti R_2 není uvažován, není nutné zohledňovat rozdíly míry inflace ČR a USA, jelikož obě ekonomiky vykazovaly v roce 2019 podobné hodnoty,
- riziková přírážka za sníženou likviditu R_3 v důsledku neobchodovatelnosti na veřejných kapitálových trzích je stanovena v mezích obvykle uvažovaného intervalu.

Konkrétními hodnotami uvedených parametrů jsou k datu ocenění 31. 12. 2019 tyto:

- aktuální výnosnost dluhopisového koše českých státních dluhopisů s průměrnou dobou do splatnosti 10 let pro výnosové ocenění metodou DCF s délkou první fáze 6 let, průměrný výnos do splatnosti k uvedenému datu činil dle databáze ARAD ČNB **1,51 %**
- bezriziková sazba pro druhou fázi na bázi geometrického průměru desetiletých dluhopisů (měsíční průměr) dle databáze ARAD ČNB **1,95 %**
- riziková prémie trhu v podobě geometrického průměru hodnot akciových pojistných rizik z kapitálového trhu (země) USA je přejata z databáze prof. Damodarana (postup doporučují i MAŘÍK, MAŘÍKOVÁ 2011); jedná se o geometrický průměr za nejdelší dostupné období, tedy 1928–2020 (rovněž viz doporučení MAŘÍK 2018), dle datové sestavy „*Discount Rate Estimation – Historical Returns on Stocks, Bonds and Bills – United States*“ ve výši **6,12 %**
- k rizikové prémii za akciové riziko v USA se přidává riziková prémie země, aby se získala celková prémie za akciové riziko pro zemi, dle datové sestavy „*Country Risk Premium (CRP) and Equity Risk Premium (ERP) by Country with default spreads*“ k rizikové prémii US **0,89 %**
- koeficient průměrné uvolněné β byl převzat z uvedené databáze stanovené pro odvětví autopřepravy pro západní Evropu a při korelaci přes 40 % činí 0,87, při zapracování vlivu umístění země je však počítáno s ukazatelem β ve velikosti obvykle uvažovaného intervalu (0,5-1,5) **1,0**
- prémie za velikost je uvažována ve výši **3 %**
- přírážka za likviditu byla stanovena v dolní části obvykle uvažovaného intervalu (0 až 3 %) **1,5 %**

Náklady na úrok z úvěrů zjištěné z účetních závěrek činí 6,5 %, sazba daně z příjmů 19 %.

Podíl cizích zdrojů vykazoval ke dni ocenění hodnotu 0,464.

Nezadlužené náklady vlastního kapitálu (2019) činí 14,02 %.

$$n_{VK(n)} = r_f + \beta_n \cdot RPT + RPZ + R_1 + R_2 + R_3$$

$$n_{VK} = 1,51 + 1,0 \cdot 6,12 + 0,89 + 3 + 0 + 1,5 = 13,02 \%$$

Vážené náklady kapitálu WACC (2019) činí 13,02 %

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

	úrok z úvěrů	daňová sazba	podíl cizích zdrojů	úrok z VK	podíl vl. zdrojů	Výsledek
WACC (2019) =	6,5	19	0,00	13,02	1,00	13,02 %

2.8.2 Metoda DCF *entity*

Z hlediska principu se jedná o základní výnosovou metodu. Peněžní toky jsou reálným příjmem, a tedy reálným vyjádřením užitku z držení aktiv (podniku), a přesně odrážejí teoretickou definici hodnoty.

Metod DCF je více, v tomto případě je pro ocenění využita metoda *entity* (*entity* = jednotka). Smyslem vybrané metody je zjistit výnosové ocenění vlastního kapitálu. Podklady sestávají z výsledků strategické analýzy, finanční analýzy a zdůvodněného kompletního finančního plánu.

Podnik je tedy v případě této metody chápán jako celek na úrovni investovaného kapitálu. Diskontní míra bude stanovena na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu.

2.8.2.1 Úprava dat pro metodu DCF

První zásadou pro určení NOPAT (*net operating profits after taxes*) je zajištění symetrie mezi NOA a NOPAT, tedy řazení odpovídajících aktiv shodně do obou ukazatelů.

Vzhledem ke skutečnosti, že společnost bude dle vypracovaného modelu využívat v dalších letech cizí zdroje, byť v minimálním rozsahu, je pro účely metody DCF proveden přepočítání nákladů vlastního kapitálu při nulovém zadlužení na konkrétní hladinu zadlužení v daném roce v tržních cenách kapitálu.

2.8.2.2 Volné peněžní toky

Volné peněžní toky jsou vymezeny úpravami modelovaného korigovaného provozního výsledku hospodaření především o položky nákladů nepředstavujících v daném období výdaj (např. odpisy). Dalšími úpravami je zohlednění investiční politiky a vývoje položek pracovního kapitálu na úrovni vlastníků společnosti a dále ještě zadluženosti podniku (změna úročených cizích zdrojů a jejich zpoplatnění).

Z přehledu volných peněžních toků je patrné, že v prvních dvou letech plánu bude KPVH oscilovat v minimálních kladných hodnotách díky utlumené investiční aktivitě. Účetní zisk byl korigován rozpuštěním rezerv již v roce 2019.

Po vyčištění a oživení podnikatelského prostředí lze očekávat oživení investic, což je modelováno jejich užitím do obnovy dlouhodobého majetku a vlastní výroby, kdy se přes položku aktivace účtuje zavedení repasovaných nástaveb do majetku společnosti. V počátku modelování investic globálním přístupem společně s normalizací nákladovosti služeb bude KPVH kladný. Významnou položkou v propočtu peněžních toků budou odpisy, zvláště na počátku modelovaného období zvýšené vlivem aktuálních investic.

Peněžní toky budou snižovány nepravidelnými investicemi, zvláště na počátku modelovaného období v takové výši, že dojde k relativnímu snížení peněžních prostředků. Tato skutečnost je zohledněna při vymezení provozně potřebného a nepotřebného krátkodobého finančního majetku k datu ocenění.

FCFF – peněžní toky do firmy (*free cash flow to firm*)

Výchozí položkou rozvahy je korigovaný provozní výsledek hospodaření. Dle provedeného propočtu dojde v nejbližších dvou letech ke spotřebě přibližně třetiny aktuální výše krátkodobého finančního majetku. Pokles je modelován na úroveň minimální peněžní zásoby 1,3násobku krátkodobých závazků. V pozdějších letech již budou peněžní toky kladné. Změna provozně potřebného pracovního kapitálu je ve všech letech výhledu relativně malá.

2.8.2.3 Třífázová metoda

Budoucí období bude rozděleno na 3 fáze. První zahrnuje období potřebné pro stabilizaci hospodaření společnosti, vyrovnaní se s následky krize. Toto období nebude ve výpočtech dle metody DCF *entity* figurovat. Poté lze při 2. fázi vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Třetí fáze navazuje na 2. a trvá do nekonečna. Hodnotu podniku za období 3. fáze bude označovat výraz pokračující hodnota.

Třífázová metoda byla zvolena z důvodu, že:

- vedení společnosti realizovalo majetkové operace, které budou mít vliv na budoucí vývoj ekonomických ukazatelů,
- lépe postihuje makro a mikroekonomické dopady pandemie Covid-19 jako mimořádné události,
- s ohledem na bohaté zkušenosti vedení společnosti očekávám snahu o zachování prosperity podniku v dalším (druhém) období,
- předpokládám, že se společnost dostává do přechodného období, ve kterém nebude vykazovat žádný zisk či ztrátu ve velikosti neohrožující existenci podniku (2020-2021).

V příloze je uveden vývoj parametrů, běžně zohledňovaných v propočtu pokračující hodnoty, během první fáze. Doba 1. fáze pro výnosové ocenění společnosti LITRA je stanovena na 2 roky a 2. fáze na 8 let, což je vyznačeno a odůvodněno níže.

Tabulka 22: Fáze pro ocenění podniku

Fáze 1 - stabilizační	Fáze 2	Fáze 3 - pokračující hodnota
2020-2021	2022-2029	2030 - nekonečno

Zdroj: vlastní zpracování

Doba odpovídá předpokládanému časovému období stabilizace jednotlivých stěžejních finančních ukazatelů v návaznosti na plán generátorů hodnoty:

- tržby – modelován je zprvu výrazný pokles a následně stagnace růstu trhu i tržního podílu oceňované společnosti,
- čistá provozní zisková marže – je modelována s ohledem na obnovené investice v období od roku 2022,
- upravený pracovní kapitál – využit je model na bázi koeficientu náročnosti růstu tržeb na upravený pracovní kapitál, díky čemuž konverguje tempo opět k růstu tržeb,
- investice do dlouhodobého majetku – vzhledem k nižší investiční aktivitě v posledních 2 letech před datem ocenění dochází k disharmonii mezi vývojem dlouhodobého majetku a tržeb, a tedy i FCFF, když tato je do dalších let přenášena zároveň zvýšenými odpisy (dopad i na EBIT), jedná se o nejsilnější faktor ovlivňující délku první fáze, která je ukončena až v době sladění odpisů a investic do dlouhodobého majetku,
- financování – není až tak významné, ke změně dochází hlavně v horizontu 3–4 let po datu ocenění, kdy je modelováno využití úročených zdrojů.

Pro výpočet hodnoty podniku podle třífázové metody byl použit následující vzorec:

$$H = \sum_{t=1}^{T1} \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \sum_{t=T1+1}^{T2} \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCFF_{T2+1}}{(1+i_k)^{T2} \cdot (i_k - g)}$$

kde: FCFF = volný peněžní tok

T1 = délka první fáze v letech

T2 = délka druhé fáze v letech

H = hodnota podniku netto

i_k = diskontní úroková míra

g = stabilní dlouhodobě udržitelné tempo růstu ve třetí fázi

Délku první fáze všeobecně není jednoduché stanovovat. Existují různá doporučení a v odborné literatuře se uvádí více přístupů (např. Mařík 2018). Po zvážení konkurenční pozice oceňované firmy, jejích ekonomických výsledků a prognózy odvětví byla stanovena první fáze v délce 2 let, neboť:

- podnik netvoří novou hodnotu, takže je třeba do první fáze zahrnout i období, které podnik potřebuje pro přiblížení své výnosnosti do blízkosti hodnoty typických pro odvětví (mimo již vyčleněné období),
- lze očekávat změny v rozsahu investic a fungování a stabilizaci firmy,
- v tomto časovém horizontu dojde k oživení ekonomiky především v zahraničí,
- stabilizují se základní parametry, mezi nimiž jsou obrát kapitálu, zisková marže a nebo rentabilita kapitálu.

Pro účel odhadu pokračující hodnoty je mimo tento korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních nutný dále odhad dlouhodobého tempa růstu a rentability investic, popř. místo obou položek míry investic ve druhé fázi.

S ohledem na uvedené dochází ke sladění tempa růstu tržeb, EBIT korig a EBITDA korig, FCF (FCFF) a provozně nutného pracovního kapitálu cca po deseti letech od data ocenění. Vstupem pro propočet pokračující hodnoty je tak KPVH po daních za rok 2029.

Tempo růstu g je ve 3. fázi dle mého názoru odpovídající jeho snížení k dlouhodobé úrovni inflace, či spíše mírně nad ní, když reálný růst trhu bude jen velmi nízký. Modelováno je tempo 3,0 %.

Posledním stěžejním parametrem pokračující hodnoty je rentabilita investic netto coby přírůstková veličina k rentabilitě provozně nutného investovaného kapitálu, tedy průměrné veličině. Z tohoto vztahu vyplývá, že se v dlouhém období budou obě rentability rovnat, výhled rentability investic netto pro druhou fázi je tak faktickým výhledem rentability investovaného kapitálu.

V rámci strategické analýzy provedené hodnocení konkurenční síly společnosti je v národním srovnání mírně nadprůměrné. Vážené náklady vlastního kapitálu ve 2. fázi by se na základě výše uvedených dat měly pohybovat kolem hodnoty 14,4 %. Tato hodnota je přejata i do 3. fáze.

2.8.2.4 Ocenění metodou DCF

Po stanovení parametrů pokračující hodnoty je možné přistoupit k finálnímu ocenění společnosti LITRA. Hodnota podniku brutto provozní na počátku 2. fáze představuje

pokračující hodnotu podle vzorce uvedeného pro použitou variantu DCF. Směrem k datu ocenění je ve variantě *entity* hodnota vždy navýšena o příslušný roční peněžní tok do firmy a odúročena za pomoci průměrných vážených nákladů kapitálu. V posledním kroku výpočtů jsou k provozní hodnotě firmy přičtena neprovozní aktiva.

V příloze ocenění je zkrácený postup propočtu variantou modelu DCF *entity* s vypočtenými hodnotami, která je z pohledu konečného výsledku plně kompatibilní. Veškeré statistiky a výsledky výpočtů jsou uvedeny v přílohách.

Ocenění je následující:

Hodnota pro 1. fázi:

$$H_1 = \sum_{t=1}^{T_1} \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} = \frac{-25\,692}{(1+0,161)^1} + \frac{-17\,797}{(1+0,162)^2} =$$

$$= -35\,309,80 \text{ tis. Kč}$$

Hodnota pro 2. fázi:

$$H_2 = \sum_{t=T_1+1}^{T_2} \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} = \frac{9\,114}{(1+0,178)^1} + \frac{-1\,964}{(1+0,162)^2} + \frac{-4\,434}{(1+0,161)^3} + \frac{689}{(1+0,145)^4}$$

$$+ \frac{2\,626}{(1+0,144)^5} + \frac{3\,740}{(1+0,144)^6} + \frac{6\,580}{(1+0,144)^7} + \frac{11\,264}{(1+0,144)^8} =$$

$$= 13\,297,08 \text{ tis. Kč}$$

Pokračující hodnota:

$$H_p = \frac{FCFF_{T_2+1}}{(1+i_k)^{T_2} \cdot (i_k - g)} = \frac{11\,264}{0,144 - 0,03} =$$

$$= 86\,369,77 \text{ tis. Kč}$$

Výnosová hodnota:

$$H = -35,310 + 13,297 + 86,370 = 64,36 \text{ mil Kč.}$$

Hodnota společnosti LITRA k 31. 12. 2019 zohledňující neprovozní aktiva byla metodou diskontovaných peněžních toků odhadnuta na cca 64,36 milionů korun českých.

Výpočty směřující k předpokládané hodnotě jsou uvedeny v přílohách.

2.8.3 Metoda EVA

Principem ekonomické přidané hodnoty je, že měří ekonomický zisk. Toho podnik dosahuje tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu (vč. nákladů na vlastní kapitál). Ukazatel EVA je mimo ocenění podniku využíván i při řízení a motivování pracovníků či jako nástroj finanční analýzy.

2.8.3.1 Úprava dat pro metodu EVA

Úpravy dat uvedených především z rozvaze pro využití v dané metodě představuje hlavně vyčlenění provozně nepotřebného majetku oceňované společnosti.

Ukazatel WACC a jeho výpočet je zcela shodný s postupy uvedenými v případě úpravy nákladů vlastního kapitálu pro ocenění diskontovaných peněžních toků.

Podrobněji jsou úpravy popsány v předchozích částech (2.8) a doplněny o výkazy v přílohách.

2.8.3.2 Ocenění metodou EVA

Jak již bylo naznačeno, ukazatel EVA je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady vlastního i cizího kapitálu.

Základní podoba vzorce výpočtu ukazatele EVA dvoufázovou metodou je:

$$EVA = NOPAT - Capital.WACC$$

Po úpravě lze konkrétní výpočet za rok t provést dvěma způsoby. Byl zvolen následující:

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} \cdot WACC_t$$

Hodnota podniku podle dvoufázové metody se vypočte dle vzorce:

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

- kde: H_n = hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota netto)
 EVA_t = EVA v roce t
 NOA_0 = čistá operační aktiva k datu ocenění
 NOA_{t-1} = čistá operační aktiva ke konci předchozího roku (tj. k počátku roku t)
 T = délka první fáze v letech
 $NOPAT_t$ = operační výsledek po dani v roce t
 $WACC$ = průměrné vážené náklady kapitálu (stejně jako u metody DCF)
 A_0 = neoperační aktiva k datu ocenění
 D_0 = hodnota úročených dluhů k datu ocenění

Současná hodnotu budoucích EVA je tržní hodnotou označovanou jako MVA (*market value added*). Pokud je tato hodnota pozitivní, má se za to, že firma vykazuje přidanou hodnotu. Některými autory je tato hodnota považovaná za *goodwill*.

$$MVA = \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1 + WACC)^T}$$

Zjednodušeným vyjádřením vzorce pro cenění podniku metodou EVA je:

$$H_n = NOA_0 + MVA - D_0 + A_0$$

Podmínky zpracování a přípravy parametrů pro srovnatelný výsledek výnosových metod DCF a EVA:

- investovaný provozně potřebný kapitál u metody DCF je stejný jako NOA u metody EVA,
- v obou metodách jsou použity stejné průměrné vážené náklady kapitálu,
- je použit stejný výpočet volných peněžních toků (stejný zisk), tedy u metody DCF není výchozí veličinou účetní provozní zisk, ale NOPAT,
- v případě nenulového růstu g ve 2. (3.) fázi je třeba počítat, že má-li růst tímto tempem EVA, musí růst tím samým tempem nejen NOPAT, ale i NOA.

Výpočet plánované roční výše ekonomické přidané hodnoty:

$$EVA_t = NOPAT_t - WACC \cdot NOA_{t-1}$$

Výpočet vlastní hodnoty podniku:

$$\begin{aligned} \text{Hodnota vlastního kapitálu} &= \text{NOA} + \text{MVA} - \text{úročený cizí kapitál} + \text{neprovozní aktiva} \\ &= 252,0 + (-84,97) - 124,12 + 50,67 = 93,58 \text{ mil. Kč.} \end{aligned}$$

Výnosová hodnota netto činí 42,91 mil. Kč.

Hodnota podniku společnosti LITRA, s.r.o. k 31. 12. 2019 zohledňující neprovozní aktiva, aktivace majetku, odpisy a cizí kapitál byla metodou ekonomické přidané hodnoty odhadnuta na cca 93,6 milionů korun českých.

Výpočty směřující k předpokládané hodnotě jsou uvedeny v přílohách.

Závěr

Používání výnosového ocenění není jediným možným přístupem k ocenění. V tomto konkrétním případě jsem zvolil přístupy, jejichž korelace postihuje předpokládanou hodnotu firmy pro zcela informovaného potenciálního kupujícího za účelem jednání o ceně. Volil jsem tak záměrně, protože jsem měl informaci o záměru přenechání společnosti jinému vlastníkovi – o záměru prodeje. Chtěl jsem ověřit použitelnost novějších metod oceňování podniků v konkrétním případě a podrobit tak kritické analýze ocenění zpracované společností I. Znalecká, a.s., znalecký ústav (viz pozn. pod čarou str. 42)

Metody DCF a ani metoda EVA nejsou znaleckou veřejností považovány za hlavní oceňovací metody. Jejich využití v praxi není rozšířeno. Z výsledků uvedených níže je patrné, že toto výnosové cenění naráží na určité hranice, které jsou v tomto konkrétním ocenění vyjádřené nižšími vypočtenými předpokládanými hodnotami ve srovnání s účetními či daňovými hodnotami majetku společnosti LITRA a s oceněním vypracovaným znaleckým ústavem.

Ocenění společnosti metodou DCF *Entity* skončilo výrokem předpokládané hodnoty ve výši 64,36 mil. Kč.

Ocenění metodou EVA *Entity* uzavřel výrokem předpokládané hodnoty ve výši 93,6 mil. Kč.

Osobně se ztotožňuji s odhadnutou částkou 93,6 mil. Kč, a to především z důvodu, že výpočtová metoda zohledňuje hodnotu stávajícího majetku. Je tak přesnějším vyjádřením investiční hodnoty firmy LITRA.

Předpokládám, že využitím jiných přístupů k ocenění, například nákladových metod, by bylo možné stanovit odlišné, pravděpodobně vyšší hodnoty prodávajícího majetku. Tento přístup by byl vhodným v případě stanovení hodnoty pro prodávajícího ke zjištění, jakých částek by měl či mohl za podnik na volném trhu požadovat. S ohledem na uskutečněná

zjištění a výše uvedené informace se zpracovatel domnívá, že toto ocenění je oceněním tržním pro dobrovolně kupujícího a je jej možné využít jako podkladu pro jednání o výši kupní ceny.

Jak je uvedeno v úvodu, cílem tohoto dokumentu bylo využít dostupných poznatků a postupů k praktické demonstraci zvolených výnosových metod ke stanovení předpokládané hodnoty podniku. Domnívám se, že cíle práce byly v tomto ohledu naplněny.

Seznam použité literatury

- ASA Europe, 2017. *Mezinárodní oceňovací standardy (International Valuation Standards – IVS)*, Praha: Ekopress, 238 s. ISBN: 978-80-87865-44-6
- GRÜNWALD, R. a HOLEČKOVÁ, J. 2007. *Finanční analýza a plánování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-26-2
- KISLINGEROVÁ, E. 2001. *Oceňování podniku*. 2. přepracované vydání. Praha: C. H. Beck. ISBN 80-7179-529-1.
- KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Grada, 2009. ISBN 978-80-247-6753-6. Elektronicky v 1/2021 z: <https://www.bookport.cz/e-kniha/ocenovani-podniku-a-standardy-hodnoty-386948/>
- MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5
- MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2018. 552 s. ISBN 978-80-87865-42-2
- SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. 2. aktualiz. vyd. Brno: Computer Press, 2011. ISBN 978-80-251-3386-6.
- SEPPELFRICKE, P. 2012. *Handbuch Aktien – und Unternehmensbewertung: Bewertungsverfahren, Unternehmensanalyse, Erfolgsprognose*. 4. überarbeitete Auflage. Stuttgart: Schäffer – Poeschel. ISBN-13: 978-37-91028-79-8
- SYNEK, M. a KISLINGEROVÁ E. 2015. *Podniková ekonomika*. 6. přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck. ISBN 978-80-7400-274-8
- ZIMA, P. 2016. *Oceňování podniků v právní praxi*. V Praze: C.H. Beck. Právní praxe. ISBN 978-80-7400-623-4

Elektronické zdroje:

- AMADEUS, databáze, 2021. *Ekonomická databáze společností, zdroj obchodních informací*. [online]. Bureau Van Dijk, Brusel, Belgie. [cit. 2021-03-01]. Dostupné z: <https://amadeus-bvdinfo-com.zdroje.vse.cz/>

- ČESKO. Zákon č. 40/1964 Sb. ze dne 26. února 1964, Občanský zákoník. In: *Sbírka zákonů* 5. 3. 1964, roč. 1964, částka 19. ISSN 0322-8037.
- DAMODARAN, ASWATH, 2020. *Country Risk: Determinants, Measures and Implications – The 2020 Edition (July 14, 2020)*. NYU Stern School of Business, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3653512> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3653512> [cit. 2021-05-06]. Dostupné z: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- FELIX, MARTIN, 2016. *Pro dopravce*. ČESMAD BOHEMIA, [online] [cit. 2021-1-27]. Dostupné z: <https://www.prodopravce.cz/vyroci-50-let-cesmad-bohemia>
- MERTLÍK.EU. stránky společnosti [online] [cit. 2021-1-29]. Dostupné z: <https://www.mertlik.eu/o-nas> [online] [cit. 2021-1-29]
- OBCHODNÍ REJSTRÍK, Praha 2021. *Databáze právnických osob*. Ministerstvo spravedlnosti České republiky, [online] [cit. 2021-2-05]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik>
- ORBIS, databáze, 2021. *Ekonomická databáze společností, zdroj obchodních informací*. [online]. Bureau Van Dijk, Brusel, Belgie. [cit. 2021-3-01]. Dostupné z: <https://orbis4europe.bvdinfo.com/>
- PROQUEST. 2019. *Databáze článků ProQuest* [online]. Ann Arbor, MI, USA: ProQuest. [cit. 2020-10-03]. Dostupné z: <http://knihovna.tul.cz>
- SYDOS, Praha, 2019. *Ročenka společnosti*. [online] [cit. 2021-1-29]. Dostupné z: https://www.sydos.cz/cs/rocenka-2019/rocenka/htm_cz/uvod.html
- VRCHNÍ SOUD, Praha, 2009. *Usnesení Vrchního soudu v Praze, spisová značka 7 Cmo 447/ 2009*. [online]. Praha: Vrchní soud 24. 10. 2012 [cit. 2020-02-17]. Dostupné z: <http://kraken.slv.cz/29Cdo4946/2010>,

Seznam zkratek

ARES	Administrativní registr ekonomických subjektů
ČESMAD	Sdružení automobilových dopravců ČESMAD BOHEMIA, z.s
ČSÚ	Český statistický úřad
DCF	Metoda diskontovaného volného peněžního toku (<i>Discounce cash flow</i>)
DCF APV	Metoda diskontovaného volného peněžního toku – upravená současná hodnota
EVA	Ekonomická přidaná hodnota (<i>Economic Value Added</i>)
GDP	Hrubý domácí produkt (<i>Gross Domestic Product</i>)
HDP	Hrubý domácí produkt
IDW	Německý znalecký ústav (<i>Das Institut der Wirtschaftsprüfer</i>)
ISCO	Klasifikace práce dle druhu vykonávané práce a úrovně dovedností
IVS	Mezinárodní oceňovací standardy (<i>Internacional Value Standards</i>)
LITRA	společnost LITRA, s.r.o., zkrácené označení oceňované společnosti
MIS	Manažerský informační systém
MDČR	ministerstvo dopravy České republiky
MKD	mezinárodní kamionová doprava
OZ	Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník (také tzv. <i>nový občanský zákoník</i>)
PHM	pohonné hmoty
SDA	Svaz dovozců automobilů
s.zn.	spisová značka
VS	Vrchní soud v Praze
ZOK	Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (<i>zákon obchodních korporacíh</i>)
ZOM	zákon o oceňování majetku

Seznam obrázků

Obrázek 1: Vztahy mezi zásadami pro zpracování znaleckého posudku.....	19
Obrázek 2: Pyramida postupu sběru a analýzy dat.....	25
Obrázek 3: Relevance a měřitelnost analytických nástrojů pro předpověď úspěchu.....	26
Obrázek 4: Struktura vazeb strategické analýzy podniku	28
Obrázek 5: Postup sestavování finančního plánu	37
Obrázek 6: Srovnání vývoje objemu nákladní přepravy dle druhu dopr. prostředku.....	45
Obrázek 7: Srovnání nákladní přepravy dle druhu dopravního prostředku absolutně	46
Obrázek 8: Průměrné mzdy dle tříd CZ-ISCO	49
Obrázek 9: Registrace nových vozidel	53
Obrázek 10: Objem struktury aktiv	61
Obrázek 11: Objem vybraných dlouhodobých aktiv	62
Obrázek 12: Objem oběžných aktiv	62
Obrázek 13: Vývoj struktury pasiv.....	63
Obrázek 14: Objem a struktura vlastního kapitálu	64
Obrázek 15: Objem a struktura cizích zdrojů.....	64
Obrázek 16: Objem a struktura tržeb.....	66
Obrázek 17: Podíl hlavních skupin provozních nákladů na tržbách	66
Obrázek 18: Peněžní toky.....	67
Obrázek 19: Celkový peněžní tok	68
Obrázek 20: Ukazatele rentability společnosti LITRA	70
Obrázek 21: Marže EBITDA – srovnání s konkurencí	71
Obrázek 22: Srovnání marže EBITDA v odvětví CZ-NACE 4941	72
Obrázek 23: Analýza aktivity společnosti LITRA	72
Obrázek 24: Analýza aktivity konkurence	73
Obrázek 25: Ukazatele zadluženosti.....	74
Obrázek 26: Ukazatel věřitelského rizika.....	75
Obrázek 27: Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy	75
Obrázek 28: Porovnání likvidity s konkurencí	76
Obrázek 29: Pozice oceňované společnosti.....	87
Obrázek 30: Vývoj registrací nových vozidel	87
Obrázek 31: Ziskovost společnosti LITRA	89

Obrázek 32: Zisková marže odvětví a vybrané konkurence	90
Obrázek 33: Provozní zisková marže shora	91
Obrázek 34: Koeficient náročnosti tržeb.....	100
Obrázek 35: Investiční náročnost dlouhodobého kapitálu	103
Obrázek 36: Vybrané položky plánované rozvahy	108

Seznam tabulek

Tabulka 1: Odlišnosti přístupů ke zpracování finančního plánu	36
Tabulka 2: Mikroekonomické ukazatele odvětví více než 150 firem	47
Tabulka 3: Vybrané ekonomické ukazatele společnosti LITRA.....	54
Tabulka 4: Prognóza tržeb společnosti LITRA	56
Tabulka 5: Ukazatel úrokového krytí společnosti LITRA	74
Tabulka 6: Analýza okamžité likvidity společnosti LITRA.....	77
Tabulka 7: Altmanova analýza oceňované společnosti.....	78
Tabulka 8: INDEX IN analýza společnosti LITRA	78
Tabulka 9: Provozně nutná aktiva společnosti LITRA	83
Tabulka 10: Korigované výsledky hospodaření společnosti LITRA	85
Tabulka 11: Zkrácený VZaZ s KPVH oceňované společnosti.....	85
Tabulka 12: Korigovaný provozní zisk a zisková marže LITRA.....	90
Tabulka 13: Prognóza spotřeb energie a materiálu	93
Tabulka 14: Prognóza nákladů na služby	94
Tabulka 15: Bilance osobních nákladů.....	95
Tabulka 16: Prognóza shora a zdola společnosti LITRA	96
Tabulka 17: Doba obratu vybraného pracovního kapitálu	98
Tabulka 18: Upravený pracovní kapitál a koeficient náročnosti.....	99
Tabulka 19: Upravený pracovní kapitál – prognóza	101
Tabulka 20: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu.....	105
Tabulka 21: Rentabilita aktiv a vlastního kapitálu	109
Tabulka 22: Fáze pro ocenění podniku.....	117

Seznam příloh

Příloha A	Výpis z obchodního rejstříku.....	133
Příloha B	Výpis ze Živnostenského rejstříku	135
Příloha C	Výroční zpráva za rok 2019	138
Příloha D	Data Orbis LITRA.....	143
Příloha E	Výsledovka	144
Příloha F	Rozvaha – aktiva.....	145
Příloha G	Rozvaha – pasiva	146
Příloha H	Finanční ukazatele	147
Příloha I	Peněžní toky	148
Příloha J	DCF výpočty.....	149
Příloha K	EVA výpočty	150

Příloha A Výpis z obchodního rejstříku

Tento výpis z veřejných rejstříků elektronicky podepsal "KRAJSKÝ SOUD V ÚSTÍ NAD LABEM" dne 18.5.2021 v 23:06:43.
EPVid:s8Un+ETQI5niOMGJMFBEJA

Výpis

z obchodního rejstříku, vedeného
Krajským soudem v Ústí nad Labem
oddíl C, vložka 7887

Datum vzniku a zápisu:	9. listopadu 1994
Spisová značka:	C 7887 vedená u Krajského soudu v Ústí nad Labem
Obchodní firma:	LITRA, s.r.o.
Sídlo:	Liberec 1, Purkyňova 8, PSČ 46001
Identifikační číslo:	615 39 821
Právní forma:	Společnost s ručením omezeným
Předmět podnikání:	specializovaný maloobchod velkoobchod pronájem a půjčování věci movitých opravy silničních vozidel celní deklarování silniční motorová doprava nákladní silniční motorová doprava osobní zastupování v celním řízení
Statutární orgán:	
Jednatel:	PAVEL KUČERA, dat. nar. 17. prosince 1949 Purkyňova 786/8, Liberec I-Staré Město, 460 01 Liberec Den vzniku funkce: 9. listopadu 1994
Způsob jednání:	Jednatel jedná jménem společnosti samostatně.
Společníci:	
Společník:	PAVEL KUČERA, dat. nar. 17. prosince 1949 Purkyňova 786/8, Liberec I-Staré Město, 460 01 Liberec
Podíl:	Vklad: 300 000,- Kč Splaceno: 100% Obchodní podíl: 30% Druh podílu: základní bez zvláštních práv a povinností Kmenový list: nebyl vydán
Společník:	Cotra Autotransport AG (Cotra Transports Automobiles SA) Industriestrasse 1, 4852 Rothrist zapsaná v hlavním rejstříku Obchodního rejstříku kantonu Aargau, Švýcarsko, pod číslem firmy CH-400.3.920.151-5
Podíl:	Vklad: 700 000,- Kč Splaceno: 100% Obchodní podíl: 70% Druh podílu: základní bez zvláštních práv a povinností Kmenový list: nebyl vydán
Základní kapitál:	1 000 000,- Kč
Ostatní skutečnosti:	Na základě smlouvy o fúzi sloučením ze dne 16.9.2008 přešlo na společnost LITRA, s.r.o., se sídlem Liberec 1, Purkyňova 8, PSČ 460 01, IČO 615 39 821, zapsané ve vložce 7887 oddílu C obchodního rejstříku vedeného Krajským soudem v Ústí nad Labem, jmění zanikající společnosti IMARA s.r.o., se sídlem

Liberec 1, Purkyňova 786/8, PSČ 460 01, IČO 250 23 110, zapsané ve vložce 12560 oddílu C obchodního rejstříku vedeného Krajským soudem v Ústí nad Labem.

Počet členů statutárního orgánu: 1

Obchodní korporace se podřídila zákonu jako celku postupem podle § 777 odst. 5 zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech.

Společnost LITRA, s.r.o., identifikační číslo 615 39 821 se sídlem Liberec, Liberec I Staré Město, Purkyňova 8, PSČ 460 01, jako nástupnická společnost, se sloučila se společnostmi Dyna, s.r.o., identifikační číslo 636 75 579 se sídlem Jeronýmova 232/15, Liberec, Liberec VII Horní Růžodol, PSČ 460 07 a IMTRA a.s., identifikační číslo 289 21 801 se sídlem Mnichovo Hradiště, Víta Nejedlého 359, PSČ 295 01, které v důsledku sloučení zanikly, a to dle projektu přeměny ze dne 22.11.2017. Na společnost LITRA, s.r.o. přešlo jmění shora uvedených zanikajících společností Dyna, s.r.o. a IMTRA a.s..

Rozhodnutím valné hromady společnosti LITRA, s.r.o. dne 08.10.2020 bylo rozhodnuto o rozdělení společnosti LITRA, s.r.o., identifikační číslo 615 39 821 se sídlem Liberec, Liberec I Staré Město, Purkyňova 8, PSČ 460 01, odštěpením se vznikem jedné nové společnosti, a to společnosti LITRA Plus s.r.o. se sídlem Mnichovo Hradiště, Veselá, 5. května 213, identifikační číslo 09593381, PSČ 295 01. Na nástupnickou společnost LITRA Plus s.r.o. přešla vyčleněná část jmění společnosti LITRA, s.r.o., které je uvedeno v projektu rozdělení odštěpením se vznikem jedné nové společnosti ze dne 25.08.2020.

Příloha B Výpis ze Živnostenského rejstříku

Výpis z veřejné části Živnostenského rejstříku

Platnost k 21.01.2021 21:09:18

Obchodní firma: **LITRA, s.r.o.**
Adresa sídla: **Purkyňova 786/8, 460 01, Liberec - Liberec I-Staré Město**
Identifikační číslo osoby: **61539821**
Statutární orgán nebo jeho členové:
 Jméno a příjmení: **Pavel Kučera (1)**
 Vznik funkce: **09.11.1994**

Živnostenské oprávnění č.1

Předmět podnikání: **Opravy silničních vozidel**
Druh živnosti: **Ohlašovací řemeslná**
Vznik oprávnění: **09.11.1994**
Doba platnosti oprávnění: **na dobu neurčitou**
Odpovědný zástupce:
 Jméno a příjmení: **Pavel Kučera (1)**

Živnostenské oprávnění č.2

Předmět podnikání: **Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona**
Obory činnosti: **Výroba strojů a zařízení
Výroba motorových a přípojných vozidel a karoserií
Velkoobchod a maloobchod
Údržba motorových vozidel a jejich příslušenství
Skládování, balení zboží, manipulace s nákladem a technické činnosti v dopravě
Zasilatelství a zastupování v celním řízení
Pronájem a půjčování věcí movitých**
Druh živnosti: **Ohlašovací volná**
Vznik oprávnění: **09.11.1994**
Doba platnosti oprávnění: **na dobu neurčitou**
Odpovědný zástupce:
 Jméno a příjmení: **Pavel Kučera (1)**

Živnostenské oprávnění č.3

Předmět podnikání: **Silniční motorová doprava - nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti přesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí, - nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti nepřesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí, - osobní provozovaná vozidly určenými pro přepravu nejvýše 9 osob včetně řidiče**
Druh živnosti: **Koncesovaná**
Vznik oprávnění: **24.11.1994**
Doba platnosti oprávnění: **na dobu neurčitou**
Odpovědný zástupce:
 Jméno a příjmení: **Ing. Jiří Šámal (2)**

Provozovny k předmětu podnikání číslo

1. Opravy silničních vozidel

Umístění: **Černá, 295 01, Mnichovo Hradiště**
Adresa: **295 01, Mnichovo Hradiště**
Identifikační číslo provozovny: **1005012709**
Zahájení provozování dne: **02.07.1997**

Adresa: **Vita Nejedlého 359, 295 01, Mnichovo Hradiště**
Identifikační číslo provozovny: **1005012717**
Zahájení provozování dne: **23.02.2001**
Adresa: **5. května 213, 295 01, Mnichovo Hradiště - Veselá**
Identifikační číslo provozovny: **1011613255**
Zahájení provozování dne: **05.05.2017**

2. Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
Obor činnosti: Výroba strojů a zařízení

Adresa: **5. května 213, 295 01, Mnichovo Hradiště - Veselá**
Identifikační číslo provozovny: **1011613255**
Zahájení provozování dne: **05.05.2017**

Obor činnosti: Výroba motorových a přípojných vozidel a karoserií

Adresa: **5. května 213, 295 01, Mnichovo Hradiště - Veselá**
Identifikační číslo provozovny: **1011613255**
Zahájení provozování dne: **05.05.2017**

Obor činnosti: Velkoobchod a maloobchod

Adresa: **5. května 213, 295 01, Mnichovo Hradiště - Veselá**
Identifikační číslo provozovny: **1011613255**
Zahájení provozování dne: **05.05.2017**

Obor činnosti: Údržba motorových vozidel a jejich příslušenství

Adresa: **5. května 213, 295 01, Mnichovo Hradiště - Veselá**
Identifikační číslo provozovny: **1011613255**
Zahájení provozování dne: **05.05.2017**

Obor činnosti: Skladování, balení zboží, manipulace s nákladem a technické činnosti v dopravě

Adresa: **5. května 213, 295 01, Mnichovo Hradiště - Veselá**
Identifikační číslo provozovny: **1011613255**
Zahájení provozování dne: **05.05.2017**

Obor činnosti: Zásilkovnictví a zastupování v celním řízení

Adresa: **5. května 213, 295 01, Mnichovo Hradiště - Veselá**
Identifikační číslo provozovny: **1011613255**
Zahájení provozování dne: **05.05.2017**

Obor činnosti: Pronájem a půjčování věcí movitých

Adresa: **5. května 213, 295 01, Mnichovo Hradiště - Veselá**
Identifikační číslo provozovny: **1011613255**
Zahájení provozování dne: **05.05.2017**

3. Silniční motorová doprava - nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti přesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí, - nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti nepřesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí, - osobní provozovaná vozidly určenými pro přepravu nejvýše 9 osob včetně řidiče

Adresa: **Vita Nejedlého 359, 295 01, Mnichovo Hradiště**
Identifikační číslo provozovny: **1005012717**
Zahájení provozování dne: **23.02.2001**
Adresa: **5. května 213, 295 01, Mnichovo Hradiště - Veselá**
Identifikační číslo provozovny: **1011613255**
Zahájení provozování dne: **05.05.2017**

Seznam zúčastněných osob

Jméno a příjmení: **Pavel Kučera (1)**
Datum narození: **17.12.1949**
Občanství: **Česká republika**

Jméno a příjmení: **Ing. Jiří Šámal (2)**
Datum narození: **19.09.1988**
Občanství: **Česká republika**

Úřad příslušný podle §71 odst.2 živnostenského zákona: **Magistrát města Liberce**

Ministerstvo průmyslu a obchodu osvědčuje, že údaje uvedené v tomto výpise jsou k datu platnosti výpisu zapsány v živnostenském rejstříku.

Příloha C Výroční zpráva za rok 2019

Výroční zpráva o hospodaření společnosti

CELKOVÉ ZHODNOCENÍ VÝVOJE 2019

Toto hodnocení je reálným obrazem přepravního trhu v Evropě, ale i v České republice. Přepravní trh obecně je hodně variabilní a nestálý. Nicméně situace se mění každým okamžikem a nenadálá pozitiva se stávají.

Přepravní trh v České a Slovenské republice, ale i celé Evropě a to zejména ve specializované přepravní činnosti hotových vozidel je ovlivňován jak touto úzkou specializací tak i nerovnými podmínkami jak pro vznik nových firem a nákup techniky, ale i podporou provozu těchto firem jako je různá výše spotřební daně, výše odvodů z mezd, možnost použití zelené nafty, atd. Bohužel „balíček mobility“ několik roků projednáváný a schvalovaný z Bruselu, který měl přinést jednotná pravidla zatím stále není v platnosti a tím jsou problémy i v konkurenceschopnosti. Tato situace by mohla v konečném důsledku přinést i „pročištění trhu přeprav“, ale i přepravců.

Bohužel pro stagnaci výroby byl a je velký přetlak přepravní nabídky nad poptávkou, což způsobuje tlak na ceny, které neustále klesají. Samotný pokles cen je způsoben i provozem malých firem s nízkými náklady, které dnes napřímo nabízí své služby automobilkám nebo jejich logistickým společnostem. Samozřejmě za nižší ceny než mají střední firmy.

Pokusili jsme se v roce 2019 vyřešit nedostatek řidičů z let 2017 a 2018 nábořem řidičů ze zahraničí, zejména Ukrajiny, Ruska a Moldávie. Nicméně toto řešení není optimální, protože v rámci nediskriminace jsou jejich požadavky stejné na podmínky a odměňování jako u českých řidičů, ale pracovní výkon bývá o hodně nižší a nároky na dovolené a pracovní volna jsou neúměrné. Vzhledem k tomu, že převážná většina těchto zahraničních řidičů chce zůstat na trvalo v České republice tak se i mění požadavky na dovolené a dny volna k lepšímu.

Situace kolem koruny, respektive jejím posilování během roku až na 24,20 CZK/EUR nepřispělo k dobré ekonomické situaci a spolu se zvýšenými náklady za paliva, opravy, náklady pro řidiče včetně ubytování jsou zdrojem snížení výnosů. Dalším fenoménem zvýšených nákladů je poruchovost vozidel, kdy např. výrobci se některé závady projevují už po ujetí 150 000 km a intenzita těchto závad stoupá s počtem ujetých kilometrů. Pokud zůstane vývoj kurzu v intencích března roku 2020, tak bychom měli pro budoucnost mít podstatně lepší výsledky.

Nenaplnilo se očekávání „čím více kamionů v provozu tím bude větší obrát, ale i zisk“. Tato skutečnost je zejména z výše uvedených důvodů, ale i z vlastního provozu, kdy nerovnoměrnost výroby spolu s plánováním přeprav a prouměrných přeprav, zvýšením všech nákladů včetně oprav vozidel, ale i vlastního obchodu se zvládnutím všech možností, které dopravní trh skýtá. Reorganizací na dispu a personální ohměnou a zvládnutím vlastního procesu plánování provozu by se i zde měla měnit situace k lepšímu.



TRŽBY

V roce 2019 realizovala společnost LITRA s.r.o celkové výnosy činnosti v této struktuře ('000 Kč)

Výnos	2019	2018
Tržby za prodej zboží	0	0
Tržby z hlavních činností - tuzemsko	50 717	62 325
Tržby z hlavních činností - zahraničí	293 263	311 195
Tržby z prodeje majetku a materiálu	1 235	6 091
Ostatní provozní výnosy	27 727	39 764
Finanční výnosy	9 664	8 739
Celkem	382 606	428 114

OBJEMOVÉ UKAZATELE

V roce 2019 přepravila společnost LITRA celkem 70 091 ks osobních vozidel a 2 005 ks vozidel nákladních. Nejvýznamnějšími zákazníky byli v roce 2019 společnosti: Škoda Auto a.s., Volkswagen Group, GEFCO France, GEFCO Benelux, CAT France, Daimler-Chrysler, VOLVO a Mitsubishi.

STAV ZAMĚSTNANCŮ

K 31.12.2019 pracovalo ve společnosti LITRA s.r.o. celkem 182 zaměstnanců. Z toho 107 řidičů, 31 THP pracovníků, 27 dílenských a 17 ostatních pracovníků.

VOZOVÝ PARK

K 31.12.2019 tvořilo vozový park společnosti celkem 84 aktivních vozových souprav. Další soupravy jsou v depozitu buď jako rezerva nebo na prodej.

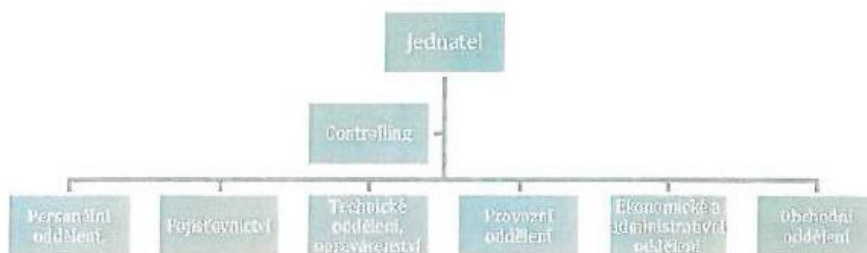
V roce 2019 LITRA s.r.o. investovala do pořízení celkem 4 nových nebo repasovaných souprav a vleků. Pořízeny byly osvědčené soupravy sestávající z tahače Scania P410, a přepravních nástaveb a vleků Kassbohrer Supertrans, Rolfo a Lohr.

AKTIVITY SPOLEČNOSTI V OBLASTI VÝZKUMU A VÝVOJE

Společnost nevyvíjí aktivity v oblasti výzkumu a vývoje.



ORGANIZAČNÍ STRUKTURA



AKTIVITY V OBLASTI OCHRANY ŽIVOTNÍHO PROSTŘEDÍ A PRACOVNĚ-PRÁVNÍCH VZTAŽÍCH
Ve společnosti LITRA, s.r.o. je zavedeno standard ISO 9001 a ISO 14001. Každý rok ve společnosti probíhá kontrolní audit.

DALŠÍ AKTIVITY SPOLEČNOSTI

Společnost i nadále pokračovala ve svých aktivitách v oblasti vzdáleného poměrového měření paliva v nádržích s cílem dovybavit 100% flotily tímto zařízením. Dále pokračuje v implementaci stahování digitálních tachografů na dálku, tak aby odpadlo mechanické stahování dat z tachografů v místě sídla společnosti.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ SPOLEČNOSTI V ROCE 2020

Výhled pro rok 2020 je ještě více problémový než pro rok 2019. V prvních dvou měsících roku 2020, které byly už ve znamení krize (byť byla nazývána snížením výkonnosti ekonomiky). Na skladech se hromadila vozidla, která nikdo nekupoval, byly dvou až třídenní čekací doby na vyložení a cenotvorba za dopravu s převýšením nabídky nad poptávkou vykonala své jako v roce 2019. Do těchto problémů přišla zásadní zkáza v podobě infekce koronavirem COVID 19, která postupně zásadně dramatickým způsobem zasáhla do všech zemí, ale i celého světa včetně USA a Číny, která byla původcem. Jak se rozšiřovala nákaza, tak se samozřejmě postupně zavíraly všechny továrny včetně automobilů a s tímto postupně uzavřely provoz všechny automobilky.

Jelikož se ve všech zemích zastavil život v podobě nouzového stavu a dalších podobných opatření, bude velkým problémem „návrat k normálu“, pokud nějaký vůbec bude. Předpokladem pro toto hodnocení je, že mnoho lidí bude považovat mimo základních potravin nákup čokolí navíc za zbytečný a u vozidel za zbytečný luxus. Z tohoto důvodu poptávka po jakýchkoli vozidlech klesne na 50 % a postupné ožívání trhu začne dle mého názoru až od září a to velice pozvolna a bude trvat 2 roky.

Z tohoto důvodu je k zamyšlení, kolik budeme potřebovat přepravních kapacit a zda budeme ti vyvolení, kteří budou kříženou mezinárodní přepravu vůbec provozovat, protože současné 13 denní omezení bez karantény možná bude trvat delší dobu.

Společnost LITRA, s.r.o. bude v těchto případech postupovat co nejvíce obezřetně, aby zamezila velkým ztrátám.



Zpráva o auditu účetní závěrky za účetní období 2019

Audit roční účetní závěrky sestavené k 31. 12. 2019 provádí auditor: Audit Exact s.r.o., se sídlem Politických vězňů 1419/11, 110 00 Praha 1 - Nové Město, č. oprávnění č. 570. Ověření provádí statutární auditor Ing. Petra Macháčková, č. oprávnění 2391.

Zpráva auditora:

Zpráva auditora bude po jejím vyhotovení přiložena jako příloha k této výroční zprávě.

Informace z účetní závěrky za sledované účetní období:

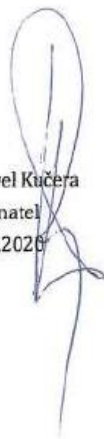
- V příloze této výroční zprávy jsou uvedeny informace z účetní závěrky za účetní období roku 2019 v rozsahu „Rozvaha“, „Výkaz zisku a ztráty“ a „Příloha“ včetně „Přehledu o peněžních tocích“ a „Přehledu o vlastním kapitálu“.

Zpráva o vztazích mezi propojenými osobami

(v souladu se zákonem č. 90/2012 Sb. o obchodních korporacích)

Zpráva o propojených osobách byla vyhotovena v souladu se zákonem č. 90/2012 Sb. O obchodních korporacích a je nedílnou součástí této výroční zprávy.

Pavel Kučera
jednatel
8.4.2020



Stránka 5

Příloha D Data Orbis LITRA

LITRA LITRA, S.R.O.
LIBEREC, Czech Republic

Active

Private

BvD ID n° CZ61539821

The Global Ultimate Owner of this controlled subsidiary is MR
STEPHANE WERNER MEYER-HOYE

Key information

PURKYNOVA 8 46001 LIBEREC Czech Republic ☎ +420 326 774 210 🌐 www.litra.cz	Activity: Date of incorporation:	Corporate, Transport, Freight & Storage 09/11/1994
--	---	--

Turnover for 2019 \$ 16.9 m ↘ -13.9%	Net income for 2019 \$ 26.3 th ↘ -96%
---	--

Ownership 2 shareholders 1 subsidiary 18 companies in the corporate group	PEPs and sanctions ▶ This company is not the same or similar to a risk relevant name
---	--

Financial profile

	31.12.2019		31.12.2018		31.12.2016		31.12.2015		31.12.2014
	USD		USD		USD		USD		USD
	12 months		12 months		12 months		12 months		12 months
	Local GAAP		Local GAAP		Local GAAP		Local GAAP		Local GAAP
Exchange rate: CZK/USD	0,04421		0,04451		0,03900		0,04028		0,04379
Operating revenue (Turnover)	16 858 053 ↘		19 574 868 ↗		17 098 717 ↘		18 328 675 ↘		19 177 411
P/L before tax	147 120 ↘		530 446 ↘		791 919 ↘		955 688 ↗		886 748
P/L for period [=Net income]	26 259 ↘		612 526 ↘		631 109 ↘		782 469 ↗		717 132
Cash flow	1 583 529 ↘		2 522 033 ↗		1 807 208 ↘		2 087 174 ↗		2 063 633
Total assets	21 517 087 ↘		22 954 598 ↗		14 950 973 ↗		13 429 222 ↗		12 437 462
Shareholders funds	11 530 614 ↘		12 156 414 ↗		8 231 795 ↗		7 844 062 ↗		7 782 911
Current ratio (x)	2,93 ↘		5,82 ↗		5,22 ↘		5,81 ↗		4,16
Profit margin (%)	0,87 ↘		2,71 ↘		4,63 ↘		5,21 ↗		4,62
ROE using P/L before tax (%)	1,28 ↘		4,36 ↘		9,62 ↘		12,18 ↗		11,39
ROCE using P/L before tax	n.a.		2,48 ↘		5,93		n.a.		8,24
Solvency ratio (Asset based)	53,59 ↗		52,96 ↘		55,06 ↘		58,41 ↘		62,58
Number of employees	182 ↘		192 ↘		225 ↘		238 ↗		225

Management Ing. Ing. Pavel Kucera	News stories since last year 0 negative stories 0 stories in total
---	---

Příloha E Výsledovka

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Tržby za prodej výrobků a služeb	364520	379869	381088	362297	334812	373570	343980	265779	260095	270409	281319	297572	304274	316445	329103	342267	355958
Tržby za prodej zboží	6	335	0	140	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výnosová potřeba	210759	215907	210570	194553	191568	207165	183607	127909	136030	138766	143754	150674	156397	162653	169159	175925	182962
Náklady vynaložené na prodané zboží	144776	136457	138671	123260	114185	118541	107797	71078	80109	83314	86084	89234	92409	96199	100047	104049	108211
Spotřební materiál a energie																	
Služby	65983	79510	71899	70150	77383	88024	75810	56831	55920	55452	57670	61440	63888	66454	69112	71876	74751
Změna stavu zásob vlastních činností (+/-)																	
Alimance (-)	-8124	-6511	-6511	-13734	-30487	-19345	-4769	-1820	-2300	-2300	-2300	-2300	-2300	-2300	-2000	-2000	-2000
Ostatní náklady	69142	75529	84456	87016	79867	80509	80199	67840	62085	65758	69148	71997	75916	78953	82111	85396	88812
Mzdové náklady	51966	56278	63019	65064	59526	60023	59854	50459	48382	48382	51003	53599	55743	57973	60292	62703	65211
Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady	17276	19251	21437	21952	20331	20484	20345	17381	15986	17177	18145	19397	20173	20980	21820	22692	23600
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	16923	18702	20347	20891	19345	19592	19530	16719	15242	16500	17160	18520	19169	19926	20733	21563	22425
Ostatní náklady	353	549	1090	1061	986	892	815	662	754	676	985	878	1004	1044	1086	1129	1175
Uprava hodnot v provozní činnosti	29129	30746	31462	30154	34066	42899	35277	29954	28222	23748	24689	27276	27720	28088	28442	28779	27386
Upravené odpisy (-) SW a odevratná rozdíla	29129	30746	31462	30154	34066	42899	35277	29954	28222	23748	24689	27276	27720	28088	28442	28779	27386
Uprava hodnot dlouhodobého nehmotného a imateriálního majetku	29129	30746	31462	30154	34066	42899	35277	29954	28222	23748	24689	27276	27720	28088	28442	28779	27386
Uprava hodnot DPH a imateriálního majetku - evtl.é	29129	30746	31462	30154	34066	42899	35277	29954	28222	23748	24689	27276	27720	28088	28442	28779	27386
Uprava hodnot zásob	0	0	668	44	0	-38	0	149	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uprava hodnot pohledávek	0	0	-1594	-33	71	-113	-213	42	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	29077	34735	64324	61221	79676	45855	28962	13950	15458	16858	18958	16950	16950	16950	18350	18350	18350
Tržby z prodání dlouhodobého majetku	3566	7281	1065	2689	4193	5420	685	183	300	300	300	300	300	300	300	300	300
Tržby z prodání uverů	839	828	850	360	451	671	550	438	550	550	550	550	550	550	550	550	550
Jiné provozní výnosy	26616	26616	62379	58172	75032	39764	27227	13329	14607,6	16007,6	18107,6	16100	16100	16100	17500	17500	17500
Ostatní provozní náklady	57688	58405	84348	108228	131140	94540	78095	52669	52156	55018	58018	56150	57150	58150	61150	61150	61150
Ostatní provozní náklady (tuzem)	56829	51523	83952	106229	129600	92882	80331	52669	52156	55018	58018	56150	57150	58150	61150	61150	61150
Zahraniční cena prodaného dlouhodobého majetku																	
Prody materiálu	859	719	448	296	375	598	474	378	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Darčí a poplatky	41414	42721	41974	43899	37289	39834	44363	31138	31138	32000	32000	33000	34000	35000	36000	36000	36000
Rezerva v provozní oblasti a podobné výnosy - ovládaná a ovládaná osobou																	
Jiné provozní náklady	15415	8802	41978	63320	91741	53048	35868	20952	20868	23868	23868	23000	23000	23000	25000	25000	25000
Provozní výsledek hospodářství (+/-)	35209	36503	42510	22492	8882	13492	13044	12066	4311	5916	6517	4715	5891	7101	8141	10917	15548
KPVH (+/-)	23519	31755	33027	9745	-23902	-6266	-3650	1506	1761	3366	3967	1725	3341	4851	5891	8667	13298
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíl	12	109	76	0	70	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výnosy z podílů - ovládaná a ovládaná osoba	12	109	76	0	70	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výnosové úroky a podobné výnosy	594	332	345	308	681	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výnosové úroky a podobné výnosy - ovládaná a ovládaná osoba	594	332	345	308	681	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nákladové úroky a podobné náklady	734	159	0	5	94	15	0	97	150	100	100	100	50	50	0	0	0
Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní finanční výnosy	10089	5303	5713	1959	13620	8739	9462	23332	12700	9500	8000	5500	12000	11000	10000	10000	10000
Ostatní finanční náklady	22918	21849	24705	3304	10199	10299	7640	27651	16900	14900	9900	10900	10000	15000	15000	15000	15000
Finanční výsledek hospodářství (+/-)	-12058	-16255	-18271	-1028	478	-1575	2024	-4298	-4157	-5315	-1811	-5470	1955	-4045	-4995	-4995	-4995
Výsledek hosp. před zdaněním (+/-)	23152	20248	23939	21464	13160	11918	3328	-3092	154	601	4706	1195	7846	3056	3146	5922	10553
Korigovaný VPHZ (+/-)	10856	15059	14035	8395	-20375	-7841	1608	-2793	-2536	-2184	1967	-3775	5291	801	891	3667	8298
Čistý obrát za účetní období (+/-)	400467	410823	449180	428588	425664	422023	381369	303061	287403	296008	307426	314172	332374	343545	356603	369767	383458
Sazba daně	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Dan	4369	3847	4548	4078	2500	2264	632	-1847	20	114	894	-237	1491	381	598	1125	2005
Výsledek hospodářství po zdanění (+/-)	18753	16401	19391	17386	10660	9654	2696	-1145	134	487	3812	968	6355	2475	2548	4797	8548
Výsledek hospodářství za účetní období (+/-)	18753	16401	19391	17386	10660	9654	2696	-1145	134	487	3812	968	6355	2475	2548	4797	8548

Příloha F Rozvaha – aktiva

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Struktura aktiv	265189	297781	351489	397486	444785	486688	653654	351598	319556	314976	328424	323595	326173	331317	337469	345789	353575
Upravená aktiva	278096	293997	333682	383582	484589	515698	486738	162172	142636	148424	154387	160445	163658	165225	167386	169289	171165
II. Dlouhodobé majetky	124142	131835	146686	171245	327784	318481	294764	162172	142636	148424	154387	160445	163658	165225	167386	169289	171165
B.I. Dlouhodobé nehmotné majetky	324	282	269	381	199	149	98	47	118	205	160	132	506	500	500	500	500
2. Oceňovací přírůstek			269	181	115	149	98	47	118	205	160	132	506	500	500	500	500
2.1. Software	265	77	269	181	115	149	98	47	118	205	160	132	506	500	500	500	500
Podíly na dceřných společnostech																	
5. (D)M a nedokončený DKM					84	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5.2. Nedokončený DKM	130	205			84	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B.II. Dlouhodobé hmotné majetky (DHM)	123754	130865	146419	169544	327805	318331	294666	162125	142518	148219	154147	160313	162538	164725	166806	168789	170665
DHM upravená hodnota	121951	119787	139943	151618	275658	269990	246141	162125	142518	148219	154147	160313	162538	164725	166806	168789	170665
III.1. Pozemky a stavby	201	379	343	307	52486	53642	53270										
1.1. Pozemky					22737	22737	22723										
1.2. Stavby	201	379	343	307	29749	30905	30547										
2. Hmotné movité věci a jejich soubory	121750	119408	139630	151311	205164	212308	192871	161848	142518	148219	154147	160313	162538	164725	166806	168789	170665
3. Oceňovací rozdíl k dohodě majetka					56237	52381	48525										
5. Podíly na dceřných společnostech	423	10278	5116	17926	13698	0	0	277	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5.2. Nedokončený DHM	423	10278	5116	17926	13698	0	0	277	0	0	0	0	0	0	0	0	0
I. III. Dlouhodobé finanční majetky	1434	1588	1549	1526	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5. Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	1274	1588	1549	1526	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. Oběžná aktiva	152104	158192	185148	218722	155177	195885	194625	168925	175298	164938	172593	161527	161492	165469	168549	174797	189787
C.1. Zásoby	11276	16865	19482	17145	18185	18025	17585	14196	10689	11116	11561	12823	12584	13065	13525	14066	14628
Korigované zásoby	7893	11813	14603	12438	13541	13704	13033	13760	9710	10379	9885	9422	9303	10404	10924	11465	12027
Materiel korigovaný -30%	11276	1474	1928	15696	15213	14338	15178	13760	13871	14828	14121	13461	14148	14862	15605	16378	17182
2. Nedokončená výroba a polotovary	1191	3404	1433	1433	2192	3667	2408	436	979	737	1678	2601	2601	2601	2601	2601	2601
C. II. Pohledávky	123271	128895	113895	153277	88372	189924	98876	84486	78993	82858	86171	87142	89318	98419	98922	93477	96478
II.1. Dlouhodobé pohledávky	13376	14344	16237	54566	164	165	504	323	200	200	200	200	200	200	200	200	200
1.5. Pohledávky - ostatní	14344	14237	54566	164	165	504	323	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200
1.5.2. Dlouhodobé podrozvahové zálohy					11	11	352	323	200	200	200	200	200	200	200	200	200
1.5.4. Jiné pohledávky	13376	14344	16237	54566	153	154	152	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Krátkodobé pohledávky	18995	18751	99638	98711	88189	189769	98992	84322	78793	82658	85871	86542	89118	98219	98922	93277	96278
2.1. Pohledávky z obchodních vztahů	89126	86956	86539	83278	73415	94652	69469	68033	64133	66698	69366	70538	70838	71959	72132	75017	78018
2.4. Pohledávky - ostatní			13049	13433	14624	13117	20923	16296	14660	15660	16665	16494	18260	18260	18260	18260	18260
2.4.3. Úst. - daňové pohledávky	7349	4820	6577	9155	6427	8196	6736	5590	7060	7300	7044	7044	8900	8900	8900	8900	8900
2.4.4. Krátkodobé postupné zálohy	728	430	695	452	439	30	17	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
2.4.5. Dobašlá část aktivní	11317	7346	6161	4528	8086	11567	9305	8330	8330	8330	8330	8330	8330	8330	8330	8330	8330
2.4.6. Jiné pohledávky	241	433	0	489	165	1130	218	800	660	660	945	1000	1000	1000	1000	1000	1000
IV. Poslední prostředky	17558	14832	51871	48286	48796	67927	81973	76883	85616	78925	74881	62362	59669	62845	64423	67253	69481
IV.1. Poslední prostředky v podkladě	2001	2038	1591	1591	1807	2207	2692	1364	1500	1900	1900	1900	1900	1900	1900	1900	1900
2. Poslední prostředky na účtech	1201	49813	38707	46992	46992	65726	79881	68719	84116	69453	72861	60462	57769	60145	62323	63353	67781
D.1. Časové realitní aktiva	1850	1879	1566	1686	1628	1332	1519	581	1623	1623	1623	1623	1623	1623	1623	1623	1623
D.1. Náklady, přitiská období			1136	1197	1021	705	1423	442	0	0	0	0	0	0	0	0	0
X. III. Příjmy příštích období	679	430	403	607	627	96	59										

Příloha G Rozvaha – pasiva

PASIVA CELKEM	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
PASIVA CELKEM	278696	263997	335682	382567	484589	516698	686728	331 598	319 556	314 976	328 524	323 595	326 173	332 317	337 609	345 789	353 875
A. Vlastní kapitál	155222	171753	191174	206494	256431	278192	268634	134 832	124 956	125 444	129 256	128 288	144 643	147 118	149 666	154 463	163 811
A.1. Základní kapitál	180	180	180	180	180	180	180	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
1. Základní kapitál	180	180	180	180	180	180	180	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
A.2. Akcie a kapitálové fondy	155	155	185	86	28141	28141	28141	619	619	619	619	619	619	619	619	619	619
1. Akcie	0	0	0	0	-459	-459	-459	-459	-459	-459	-459	-459	-459	-459	-459	-459	-459
2. Kapitálové fondy	155	155	185	86	28600	28600	28600	160	160	160	160	160	160	160	160	160	160
2.2. Ostatní rezervy z přecenění majetku a závazků	155	155	185	86	-160	-160	-160	160	160	160	160	160	160	160	160	160	160
2.2.1. Ostatní rezervy z přecenění při převzetích obchodních																	
2.3. korporel	0	0	0	0	57044	57044	57044	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.4. Rezerva z přecenění obchodních korporací	0	0	0	0	-18284	-18284	-18284	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
II.1. Fondy ze zisku	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
II.1.1. Ostatní rezervy fondy	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
IV. Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	127178	155183	171477	196947	218535	217276	221079	125 725	124 431	124 655	125 843	128 855	127 887	144 242	146 717	149 265	154 862
IV.1. Nerozděný zisk minulých let	127178	155103	171477	196233	221583	228318	224013	148 659	134 431	134 555	135 043	138 855	137 887	144 242	146 717	149 265	154 862
2. Neobnovitelná zřetla z minulých let					-8666	-8666	-8666	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3. Jiný výsledek hospodaření let minulých (+/-)					714	-8666	-2982	-12934									
V.1. Výsledek hospodaření běžného oběhového období (+/-)	17924	16375	19472	17341	6726	12761	294	-1 294	124	487	3 812	968	6 255	2 475	2 548	4 797	8 548
I. C. Údaje zůstatky	121795	107287	142995	174811	227983	242196	225689	192 392	184 263	179 189	188 983	184 924	181 126	184 894	187 608	190 851	199 169
B.1. Rezervy	6389	5962	2689	2561	4039	2914	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Rezerva na daň z příjmů	3697	3543	721	-417	867	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3. Rezerva podle rozvahových právních předpisů	2692	2419	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4. Ostatní rezervy	2571	2919	2868	2978	3168	2914	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. Závazky	155664	161245	138586	172256	223768	242382	225689	192 392	184 263	179 189	188 983	184 924	181 126	184 894	187 608	190 851	199 169
C.1. Dohoděná závazky	46860	67783	106529	131676	194467	208899	168459	132 376	124 482	121 618	128 895	126 839	125 286	127 129	127 817	129 276	136 431
4. Závazky z obchodních vztahů	32834	54935	92003	116706	168796	185652	124126	119 561	119 402	118 018	121 000	120 330	116 286	114 025	111 789	108 457	103 322
8. Odložený daňový závazek	13976	14758	14525	14976	25671	26447	26333	21 415	15 000	13 000	17 865	16 500	19 000	23 095	26 028	30 819	33 269
C.2. Kreditová závazky	38704	31542	31978	46574	29281	32583	65221	68 016	69 881	68 171	59 898	48 894	45 858	47 684	49 591	51 575	53 638
3. Kreditová příjmová záloha	15	15	18	19	17	17	17	14	17	17	17	17	17	17	17	17	17
4. Závazky z obchodních vztahů	21538	19007	16037	23102	15612	16882	50145	50 288	37 367	38 537	39 308	39 277	40 014	41 615	43 279	45 010	46 811
8. Závazky - ostatní	29963	15937	15453	13672	16684	15699	9 734	12 097	9 617	10 773	8 800	9 987	10 387	10 701	11 028	11 368	11 768
B.3. Závazky k zaměstnancům	5923	4329	4412	4138	4266	4665	4340	3 360	3 278	3 483	3 760	3 888	4 083	4 248	4 418	4 595	4 779
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního																	
B.4. pojistění	2434	2299	2467	2345	2157	2216	2185	1 839	2 106	1 916	2 035	2 138	2 247	2 356	2 430	2 527	2 628
B.5. Saz. - daňové závazky a dotace	1535	995	1279	1221	1052	983	1212	721	983	1 045	1 110	1 166	1 225	1 274	1 325	1 378	1 434
B.6. Dohoděná závazky	66	96	192	31	55	67	27	71	23	35	50	50	51	51	51	51	51
B.7. Jiné závazky	5193	4521	7573	7718	6148	9353	7295	3 803	5 707	3 138	3 879	1 558	2 379	2 477	2 477	2 477	2 477
D. Časové rozlišení pasiv	1078	5037	333	242	265	316	224	4 374	316	343	366	384	395	395	395	395	395
D.1. Vyřazení příjmů období	1078	5022	301	229	255	310	228	4374	0	0	0	0	0	0	0	0	0
D.2. Výnosy příjmů období	15	32	32	3	6	6	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Příloha H Finanční ukazatele

Ukazatel aktivity	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Dotn obrátit kreditních pohledávek	108,44	101,47	94,12	96,43	94,74	105,80	94,60	114,22	109,06	110,01	110,02	106,98	105,44	102,64	98,88	98,11	97,37
Dotn obrátit kreditních závazků	38,19	29,97	30,21	39,64	31,51	32,37	68,26	81,29	69,04	64,11	64,11	59,18	54,25	54,25	54,25	54,25	54,25
Obrátit celkových aktiv	1,82	1,93	1,79	1,64	1,51	1,57	1,51	1,91	1,92	1,99	2,01	2,11	2,10	2,15	2,19	2,21	2,18
Obrátit dlouhodobého majetku	2,94	2,87	2,60	2,15	1,02	1,17	1,17	1,64	1,82	1,82	1,82	1,82	1,87	1,92	1,97	2,02	2,08
Ukazatel dlouhodobí finanční rovnováhy																	
Kvót dlouhodobého majetku vlastním kapitálem	125,0%	130,2%	130,3%	121,8%	78,2%	84,8%	88,5%	83,1%	94,6%	91,3%	90,3%	86,2%	88,7%	89,0%	89,5%	91,2%	95,2%
Kvót dlouhodobého majetku celkovým dlouhodobým kapitálem	151,5%	171,8%	193,0%	180,9%	129,7%	142,9%	130,6%	151,6%	178,3%	170,8%	168,7%	161,2%	160,0%	158,1%	156,3%	155,3%	155,6%
Podíl dlouhodobého majetku na aktivech	44,6%	46,2%	44,0%	44,6%	67,6%	61,8%	60,6%	48,9%	44,6%	47,1%	47,0%	49,6%	50,0%	49,7%	49,6%	49,0%	48,4%
Ukazatel zadínanosti																	
Zadínanost I (debt equity) = cizí zdroje/vlastní kapitál	74,43%	58,95%	72,45%	82,62%	87,26%	89,67%	86,52%	142,69%	136,59%	132,30%	135,65%	133,72%	125,27%	125,62%	125,22%	123,56%	116,66%
Zadínanost II (debt ratio) = celkové cizí zdroje/aktiva	40,40%	34,01%	39,39%	43,34%	50,31%	50,40%	49,35%	58,02%	57,67%	56,89%	57,59%	57,19%	55,61%	55,61%	55,53%	55,21%	53,78%
Ukazatel úroňového krytí = EBIT/ nákladové úroky	16	101		1680	-216	-522			-25	-14	21	-37	107	17			
Ukazatel likvidity																	
Čistá likvidita = oběta aktiva/ kreditní závazky	3,84	4,69	5,75	5,11	5,24	5,81	2,89	2,81	3,43	3,33	3,36	3,27	3,43	3,38	3,30	3,29	3,27
Pohotovost likvidita = (oběta akt. - zásoby)/ kreditní závazky	3,64	4,25	5,18	4,77	4,68	5,30	2,65	2,58	3,30	3,19	3,21	3,11	3,25	3,20	3,13	3,12	3,10
Okamžitá likvidita = Finanční majetok/ kreditní závazky	0,45	0,44	1,62	0,99	1,67	2,02	1,26	1,17	1,72	1,47	1,49	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
Altmannův index																	
X1 * 3,107	0,25	0,21	0,21	0,17	0,09	0,08	0,02	-0,03	0,00	0,01	0,04	-0,01	0,07	0,03	0,03	0,05	0,09
X2 * 0,998	1,27	1,27	1,08	0,93	0,75	0,78	0,76	0,80	0,81	0,86	0,85	0,90	0,93	0,95	0,97	0,99	1,00
X3 * 0,420	1,39	1,03	0,75	0,67	0,55	0,54	0,68	0,43	0,42	0,43	0,42	0,42	0,45	0,45	0,46	0,47	0,50
X4 * 0,447	0,41	0,44	0,41	0,41	0,42	0,40	0,44	0,38	0,36	0,36	0,35	0,36	0,36	0,37	0,37	0,37	0,37
X5 * 0,998	0,38	0,37	0,43	0,42	0,28	0,33	0,27	0,31	0,39	0,37	0,37	0,35	0,35	0,35	0,35	0,35	0,36
Z	3,70	3,33	2,89	2,58	2,10	2,13	2,17	1,89	1,98	2,03	2,04	2,03	2,17	2,15	2,18	2,23	2,33
Index IN05																	
v1 * aktivní cizí zdroje	0,31	0,36	0,32	0,30	0,25	0,25	0,26	0,22	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,24	0,24
v2 * EBIT/ nákladové úroky	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36
v3 * EBIT aktiva	0,16	0,20	0,16	0,08	-0,18	-0,06	-0,01	-0,03	-0,03	-0,03	0,02	-0,05	0,07	0,01	0,01	0,04	0,09
v4 * tržby/aktiva	0,26	0,25	0,22	0,19	0,15	0,16	0,15	0,16	0,16	0,17	0,17	0,18	0,19	0,19	0,20	0,20	0,20
v5 * oběta aktiva/kreditní závazky	0,35	0,42	0,52	0,46	0,47	0,52	0,26	0,25	0,31	0,30	0,30	0,29	0,31	0,30	0,30	0,30	0,29
IN05	1,43	1,60	1,57	1,39	1,05	1,23	1,02	0,96	1,03	1,03	1,08	1,02	1,15	1,10	1,10	1,13	1,13

Příloha I Peněžní toky

Označení	Údaje řádku	2013	2014	2015	2016	2017	31.12. 2017	2018	2019	1.1.2020	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
P. Přehled o peněžních tocích																				
	Slav peněžních prostředků (PP) a ekvivalencí na začátku účetního období	1	8311	17548	14032	51871	40300	63646	48796	81973	79973	69934	85616	70655	34861	62362	59669	62045	64423	67253
	PENĚŽNÍ TOKY Z HLAVNÍ VYBĚLEČNÉ ČINNOSTI (PROVOZENÍ ČINNOSTI)																			
Z.	Účtené zisk nebo ztrata před zdaněním	2	23151	20248	23056	21464	18333	13337	11917	3326	-3092	154	601	4706	-1195	7646	3056	3146	5022	10553
A.1.	Úprava o nepovolené operace	3	26616	29752	28589	28416	15546	17318	38682	32387	29798	22629	23613	24450	27196	27615	27903	28287	28624	27231
A.1.1.	Odjavy aktivních aktiv (*) a vyj. ziskem nebo ztrátou opr. pol. k majetku	4	29129	30766	32388	30143	18519	16376	43100	35440	29763	22822	21748	24089	27276	27720	28488	28442	28779	27386
A.1.2.	Změna stavu opravných položek, rezerv	5	715	-683	-2373	-1028	417	1057	-1223	-3127	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A.1.3.	Zisk (ztrata) z prodeje aktivních aktiv, výtěžek do výnosů, do nákladů *	6	-3336	-18	-1003	-1096	-2448	-200	-3198	-381	18	-150	-150	-150	-150	-150	-150	-150	-150	-150
A.1.4.	Výnosy z dividend a podílů na zisku (-)	7	-12	-109	-76	0	-70	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A.1.5.	Výnosové náklady úroků (*), s výjimkou úroků zahrnovaných do ocenění dlouhodobého majetku a vyukazované ziskových úroků (-)	8	140	-182	-345	-117	-872	85	15	-2	-1	-43	-85	-89	70	45	45	-5	-5	-5
A.1.6.	Příjmy úroků z ostatní nepovolené operace	9	0	0	0	714	0	0	457	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A.*	Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a zdaněním pro kap.	10	49767	50000	51645	49888	17579	24655	56691	35715	26688	22782	24114	23156	26601	35463	31039	31433	34646	37784
A.2.	Změna stavu rozpočítaných aktiv, pracovního kapitálu	11	-18811	-2869	-387	-29348	-563	-3237	-16934	17511	-3563	-4726	-4586	2864	-3164	-7973	-1027	18	-3693	-6518
A.2.1.	Změna stavu pohledávek z provozní činnosti (*), jiná čas. rozlišení	12	-11911	5133	7386	-40298	7938	1784	-21251	19852	7268	4331	-3863	-3313	-971	-2177	-1100	-173	-2885	-3001
A.2.2.	Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti (*), jiná čas. rozl.	13	3235	-2003	-4436	8693	-6628	-6934	4227	-2780	-14720	-5752	-3367	4932	-2656	-6277	-427	-329	-1348	-3072
A.2.3.	Změna stavu záloh (*), -)	14	-1435	-4799	-3337	2257	-2873	1913	80	439	3389	-3307	428	443	462	481	500	520	541	563
A.2.4.	Změna stavu krátkodobého finančního maj. nepatřícího do PP a ekv.	15	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A.**	Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním	16	30956	47121	51298	20632	17616	24118	33667	53216	23125	18824	17989	31220	22837	27488	30612	31481	30854	32774
A.3.	dobroč. maj. (-)	17	-734	-156	0	-5	-9	-85	0	0	0	97	150	100	100	50	50	0	0	0
A.4.	Příjmy úroků (-)	18	594	332	345	322	681	-15	2	1	140	215	189	30	5	5	5	5	5	5
A.5.	Zapůjčená data z příjmů a zloženky na území obč. (-)	19	-4	-4670	-4300	-4123	-334	-4602	1844	-1246	-2481	-1500	114	894	-227	1491	581	598	1125	2005
A.7.	Příjmy dividend a podílů na zisku (-)	21	0	0	76	0	70	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A.***	Čistý peněžní tok z provozní činnosti	22	30512	42643	47379	16726	17424	20731	35496	51962	20645	16791	18189	32403	22746	29634	30648	32054	31964	34284
	PENĚŽNÍ TOKY Z INVESTIČNÍ ČINNOSTI																			
II.1.	Výdaje spojené s nabízením aktivních aktiv	23	-31112	-38384	-47322	-54520	-35669	-33797	-11723	-2583	-3286	-29513	-35713	-13414	-30312	-30256	-30523	-30763	-29262	
II.2.	Příjmy z prodeje aktivních aktiv	24	3356	18	1003	1066	2448	200	3196	683	-18	150	150	150	150	150	150	150	150	150
II.3.	Zapůjčky a úvěry od finančních institucí	25	-2000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B.***	Čistý peněžní tok z investiční činnosti	26	-31756	-38366	-46317	-53434	-34649	-30691	-11340	-2561	-2681	-3136	-29385	-30423	-33264	-30182	-30106	-30373	-30613	-29112
	PENĚŽNÍ TOKY Z FINANČNÍCH ČINNOSTI																			
C.1.	Dopady změn dlouhodobých, popř. krátkodobých závazků na PP a ekv.	27	1278	-7912	36825	25448	39709	-108	14233	-26593	-28083	2026	-3384	1926	-1975	-1544	1834	697	1459	-2745
C.2.	Dopady změn vlastního kapitálu na PP a ekv.	28	13	109	-49	-26	-158	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C.2.1.	Zvýšení PP a ekv. z tržeb ziskového kapitálu (RP) (+)	29	13	109	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C.2.2.	Výplacení podílů na vlastním kapitálu společnostem (-)	30	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C.2.3.	Další výdaje PP společnostem a akcionářům	31	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C.2.4.	Úhrada úroků z úvěrů	32	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C.2.5.	Příjem z dividend nebo podílů na zisku včetně zapl. odložené daň (-)	33	0	0	-49	-26	-158	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C.2.6.	Výplacení dividend nebo podílů na zisku včetně zapl. odložené daň (-)	34	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C.***	Čistý peněžní tok z finančních činností	35	1291	-7803	36776	25128	39551	-109	14233	-26593	-28083	2026	-3384	1926	-1975	-1544	1834	697	1459	-2745
F.	Čistý výtěžek, resp. snížení peněžních prostředků	36	9647	-3526	37838	-11578	16951	-14847	19128	14046	-847	-10339	15682	-14681	3906	-12499	-2693	2378	2830	2627
G.	Stav peněžních prostředků a ekvivalencí na konci období	37	17508	14002	51870	40300	57251	48796	67927	81973	79973	69934	85616	70655	34861	62362	59669	62045	64423	67253

Příloha J DCF výpočty

DCF Entity	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029 III. fáze
Naklády vlastního kapitálu po vyladění kapitálové struktury	14,02	13,02	13,02	13,02	13,02	13,02	13,02	13,02	13,02	13,02	13,02
Průměrné vážené naklády kapitálu	13,02	16,14	16,21	17,77	16,18	16,06	14,48	14,43	14,37	14,36	14,36
Hodnota podniků brutto PROVOZNI k počátku období	480 688	379 326	331 598	319 556	314 976	328 524	323 595	326 173	332 317	337 469	345 709
Cizí kapitál k počátku období	201 934	174 271	161 229	157 169	156 555	160 308	159 607	156 300	155 640	155 068	153 467
Hodnota podniků netto PROVOZNI k počátku období	278 754	205 055	170 369	162 387	158 421	168 216	163 989	169 873	176 677	182 401	192 242
Výsledný podíl cizího kapitálu	0,42	0,46	0,49	0,49	0,50	0,49	0,49	0,48	0,47	0,46	0,44
Hodnota neprovozních aktiv k počátku období	69 259	81 492	70 584	87 239	72 578	76 484	63 985	61 292	63 668	66 046	68 876
Hodnota podniků netto k počátku období	348 013	286 547	240 953	249 626	230 999	244 700	227 974	231 165	240 346	248 447	261 118
Naklády kapitálu	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029 III. fáze
Free cash flow to firm - FCFE	- 27 366	- 25 692	- 17 797	9 114	- 1 964	- 4 434	689	2 626	3 740	6 580	11 264
WACC	0,130	0,161	0,162	0,178	0,162	0,161	0,145	0,144	0,144	0,144	0,144
T1 - délka první fáze v letech	-	1	2								
T2 - délka druhé fáze v letech			1	2		3	4	5	6	7	8
Hb (p) - hodnota podniků brutto PROVOZNI k počátku období	480 688	379 326	331 598	319 556	314 976	328 524	323 595	326 173	332 317	337 469	345 709
H dané fáze	-	22 129	- 13 181	7 737	- 1 455	- 2 833	401	1 340	1 668	2 565	3 874
H - hodnota podniků											64 357
Naklády kapitálu	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029 III. fáze
Bezriziková sazba	1,51%	1,51%	1,51%	1,51%	1,51%	1,51%	1,51%	1,51%	1,51%	1,51%	1,51%
Nezadlužená beta	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Riziková přirážka trhu	6,12%	6,12%	6,12%	6,12%	6,12%	6,12%	6,12%	6,12%	6,12%	6,12%	6,12%
Riziková přirážka za likviditu	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Riziková přirážka země	0,89%	0,89%	0,89%	0,89%	0,89%	0,89%	0,89%	0,89%	0,89%	0,89%	0,89%
Premie za malou společnost	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Naklády vlastního kapitálu nezadlužené	13,02%	13,02%	13,02%	13,02%	13,02%	13,02%	13,02%	13,02%	13,02%	13,02%	13,02%
Cizí kapitál k 1.1.	-	1 617	1 617	2 500	1 667	1 667	833	833	833	833	1 600
Podíl cizího kapitálu k 1.1.	0,00%	0,61%	0,62%	0,92%	0,62%	0,59%	0,28%	0,27%	0,26%	0,26%	0,26%
Podíl vlastního kapitálu k 1.1.	100,00%	99,39%	99,38%	99,08%	99,38%	99,41%	99,72%	99,73%	99,74%	99,74%	99,74%
Podíl cizího a vlastního kapitálu k 1.1.	0,00%	0,61%	0,63%	0,93%	0,62%	0,60%	0,29%	0,27%	0,26%	0,26%	0,26%
Naklády vlastního kapitálu zadlužené	13,02%	13,63%	13,65%	13,95%	13,64%	13,62%	13,31%	13,29%	13,28%	13,28%	13,28%
Naklády cizího kapitálu nominální	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
Danová sazba	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Naklády cizího kapitálu po dani	5,27%	5,27%	5,27%	5,27%	5,27%	5,27%	5,27%	5,27%	5,27%	5,27%	5,27%
WACC - průměrné vážené naklády kapitálu	13,02%	16,14%	16,21%	17,77%	16,18%	16,06%	14,48%	14,43%	14,37%	14,36%	14,36%

Příloha K EVA výpočty

EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA

a) Roční ekonomická přidaná hodnota (entity)	I. fáze										II. fáze	
	2022	2 023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2029	2029	2029	2029
NOPAT,	14 898	20 021	17 594	25 277	22 181	22 500	25 022	27 645	27 645	27 645	27 645	27 645
NOA t-1	229 933	229 616	238 258	232 091	231 849	236 125	238 742	247 229	247 229	247 229	247 229	255 540
Náklady investovaného kapitálu (WACC _t *NOA _{t-1})	37 276	37 161	38 269	33 613	33 447	33 935	34 271	35 490	35 490	35 490	35 490	36 683
EVA (tis. Kč)	- 22 378	- 17 140	- 20 676	- 8 336	- 11 266	- 11 435	- 9 250	- 7 845	- 7 845	- 7 845	- 7 845	- 9 038
b) Ocenění podniku na základě ekonomické přidané hodnoty (entity)												
		2022	2 023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2029	2029	2029
EVA	- 22 378	- 25 172	- 17 140	- 20 676	- 8 336	- 11 266	- 11 435	- 9 250	- 7 845	- 7 845	- 7 845	- 9 038
WACC	16,21%	17,77%	16,18%	16,06%	14,48%	14,43%	14,37%	14,36%	14,36%	14,36%	14,36%	14,36%
Odměriteľ po WACC	0,741	0,629	0,541	0,467	0,408	0,356	0,311	0,272	0,238	0,238	0,238	0,238
Současná hodnota ročních EVA (discount k 1.1.2020)	- 16 580	- 15 836	- 9 281	- 9 646	- 3 397	- 4 012	- 3 561	- 2 519	- 1 868	- 1 868	- 1 868	- 1 868
Pokrácující hodnota												62 960
Současná hodnota pokrácující hodnoty												2 152
Současná hodnota I fáze												82 815
MVA												84 967
NOA k datu ocenění												252 006
Výnosová hodnota brutto												167 039
Uročený cizí kapitál celkem k datu ocenění												124 126
Výnosová hodnota netto												42 913
Neoperacní aktiva k datu ocenění												50 670
Výsledná výnosová hodnota vlastního kapitálu												93 584