

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra ekonomiky



Diplomová práce

Oceňování podniku

Bc. Jiří Jůna

© 2024 ČZU v Praze

ČESKÁ ZEMĚDĚLSKÁ UNIVERZITA V PRAZE

Provozně ekonomická fakulta

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Bc. Jiří Jůna

Veřejná správa a regionální rozvoj – c.v. Litoměřice

Název práce

Oceňování podniku

Název anglicky

Business Valuation

Cíle práce

Cílem diplomové práce je ocenění společnosti STROM PRAHA a.s. vybranými metodami, včetně následného vyhodnocení s ohledem na konkrétní podmínky podniku.

Metodika

Diplomová práce bude rozdělena na teoretickou a praktickou část.

V teoretické části budou na základě odborné literatury představeny základní pojmy související s oceňováním podniku a jednotlivé oceňovací metody, včetně zhodnocení jejich předností a nedostatků. Rovněž bude popsán samotný postup ocenění podniku.

Praktická část diplomové práce bude zaměřena na ocenění společnosti STROM PRAHA a.s. k 31. 12. 2021 vybranými metodami. Nejprve bude proveden sběr vstupních dat, která budou sloužit jako vstupy pro jednotlivé kroky oceňovacího postupu. Konkrétně bude zpracována a vyhodnocena strategická analýza, finanční analýza a zdraví podniku, analýza a prognóza generátorů hodnoty a bude vytvořen finanční plán podniku. Následně budou aplikovány vybrané oceňovací metody a stanovena hodnota společnosti.

Doporučený rozsah práce

60 – 80 stran

Klíčová slova

Ocenění podniku, hodnota podniku, oceňovací metody, strategická analýzy, finanční analýza, generátory hodnoty, finanční plán.

Doporučené zdroje informací

- BŘEZINOVÁ, Hana. Rozumíme účetní závěrce podnikatelů. 4. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2020. Účetnictví (Wolters Kluwer). ISBN 978-80-7598-913-0.
- DAMODARAN, Aswath. Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset. 3rd univ. ed. Hoboken, N.J.: Wiley, 2012. ISBN 978-111-8130-735
- MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.
- MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy. Druhé, upravené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-42-2.
- Mezinárodní oceňovací standardy 2017. Jesenice: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-44-6.
- RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 7. aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2021. Finance (Grada). ISBN 978-80-271-3124-2.
- ŠPIČKA, Jindřich. Finanční analýza organizace z pohledu zájmových skupin. V Praze: C.H. Beck, 2017. C.H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-7400-664-7.

Předběžný termín obhajoby

2022/23 LS – PEF

Vedoucí práce

Ing. Renata Aulová, Ph.D.

Garantující pracoviště

Katedra ekonomiky

Elektronicky schváleno dne 16. 6. 2022

prof. Ing. Miroslav Svatoš, CSc.

Vedoucí katedry

Elektronicky schváleno dne 2. 11. 2022

doc. Ing. Tomáš Šubrt, Ph.D.

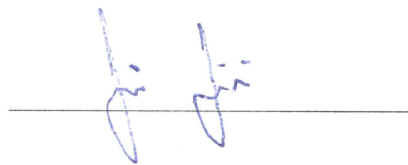
Děkan

V Praze dne 05. 02. 2024

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou diplomovou práci "Oceňování podniku" jsem vypracoval samostatně pod vedením vedoucího diplomové práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v práci a uvedeny v seznamu použitých zdrojů na konci práce. Jako autor uvedené diplomové práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušil autorská práva třetích osob.

V Praze dne 26. 3. 2024



Poděkování

Rád bych touto cestou poděkoval vedoucí diplomové práce Ing. Renatě Aulové, Ph.D. za ochotu, vstřícnost, odborné rady a cenné připomínky při zpracování této diplomové práce.

Oceňování podniku

Abstrakt

Předmětem této diplomové práce je ocenění podniku STROM PRAHA a.s. k 31. 12. 2022. Účelem ocenění je stanovení tržní hodnoty pro potenciálního kupujícího. Práce je rozdělena na teoretickou a praktickou část. V teoretické části jsou uvedeny nejdůležitější pojmy související s oceněním, účely ocenění, související legislativa či základní báze hodnoty podniku. Dále je popsán postup při ocenění podniku a v závěru praktické části jsou popsány jednotlivé metody ocenění. Praktická část zahrnuje kompletní ocenění podniku obsahující strategickou analýzu, finanční analýzu, rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná, generátory hodnoty a finanční plán. Následně je provedeno ocenění výnosovou metodou DCF entity a účetní metodou. V závěru budou jednotlivé metody porovnány, zhodnoceny a bude určena výsledná tržní hodnota podniku.

Klíčová slova: ocenění podniku, hodnota podniku, oceňovací metody, strategická analýza, finanční analýza, generátory hodnoty, finanční plán.

Business valuation

Abstrakt

The subject of this thesis is the evaluation of the company STROM PRAHA a.s. as of 31st December 2022. The purpose of the valuation is to determine the market value for a potential buyer. The thesis is divided into two parts, theoretical and practical. The theoretical part deals with the most important concepts related to valuation, as well as valuation purposes, related legislation or basic bases of enterprise value. Furthermore, the valuation procedure is described, and the theoretical part concludes with the individual valuation methods. The practical part includes a complete valuation of the business including strategic analysis, financial analysis, division of assets into operationally necessary and non-necessary, value generators and financial plan. Subsequently, the valuation is performed using the DCF entity income method and the accounting method. Finally, each method will be compared and evaluated, and the resulting market value of the business will be determined.

Keywords: enterprise valuation, enterprise value, valuation methods, strategic analysis, financial analysis, value generators, financial plan.

Obsah

1 Úvod.....	14
2 Cíl práce a metodika	15
2.1 Cíl práce	15
2.2 Metodika	15
3 Teoretická část.....	17
3.1 Ocenění podniku	17
3.1.1 Definice podniku.....	18
3.1.2 Účel ocenění	18
3.1.3 Legislativa související s oceněním podniku	19
3.2 Hodnota podniku.....	20
3.2.1 Hladiny hodnoty podniku	20
3.2.2 Báze hodnoty	21
3.3 Postup při ocenění podniku.....	25
3.3.1 Sběr podkladů a dat.....	26
3.3.2 Strategická analýza	27
3.3.3 Finanční analýza a zdraví podniku	34
3.3.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná	42
3.3.5 Generátory hodnoty – analýza a prognóza	45
3.3.6 Finanční plán podniku	48
3.4 Metody oceňování podniků.....	50
3.4.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)	51
3.4.2 Účetní hodnota na principu historických cen	67
4 Praktická část	68
4.1 Zadání ocenění	68
4.1.1 Zpracovatel ocenění.....	68
4.1.2 Předmět ocenění.....	68
4.1.3 Báze hodnoty	68
4.1.4 Datum ocenění	68
4.1.5 Ověření vstupních dat	69
4.1.6 Použité podklady.....	69
4.1.7 Datum vypracování ocenění	70
4.2 Popis oceňovaného podniku.....	70
4.2.1 Identifikační údaje	70
4.2.2 Vlastnická struktura a statutární orgány	71
4.2.3 Podíly v jiných společnostech.....	73
4.2.4 Předmět podnikání	73

4.2.5	Charakteristika obchodního závodu.....	74
4.2.6	Popis jmění oceňované společnosti.....	77
4.3	Strategická analýza.....	79
4.3.1	Makroekonomická predikce – leden 2024.....	80
4.3.2	Analýza relevantního trhu a jeho prognóza.....	83
4.3.3	Analýza konkurenční síly.....	95
4.3.4	Perspektivnost a prognóza tržeb.....	107
4.4	Finanční analýza.....	109
4.4.1	Analýza účetních výkazů.....	109
4.4.2	Analýza poměrových ukazatelů.....	115
4.4.3	Bankrotní modely.....	122
4.4.4	Vyhodnocení finanční analýzy.....	123
4.5	Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná.....	124
4.5.1	Krátkodobý finanční majetek.....	124
4.5.2	Peněžní prostředky.....	125
4.5.3	Dlouhodobý finanční majetek.....	125
4.5.4	Ostatní nepotřebná aktiva.....	126
4.5.5	Součet provozně nepotřebného majetku.....	126
4.5.6	Provozně nutný investovaný kapitál.....	127
4.5.7	Korigovaný provozní výsledek hospodaření.....	127
4.6	Analýza a prognóza generátorů hodnoty.....	128
4.6.1	Tržby.....	129
4.6.2	Provozní zisková marže.....	129
4.6.3	Pracovní kapitál.....	132
4.6.4	Investice do dlouhodobého majetku.....	134
4.6.5	Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu.....	137
4.6.6	Orientační ocenění na základě generátorů hodnoty.....	138
4.7	Finanční plán.....	140
4.7.1	Výkaz zisku a ztrát.....	140
4.7.2	Rozvaha.....	142
4.7.3	Přehled o peněžních tocích.....	144
4.7.4	Finanční analýza plánu.....	145
4.8	Volba metody ocenění.....	146
4.9	Předpoklady tohoto ocenění.....	147
4.10	Ocenění.....	148
4.10.1	Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF entity).....	148
4.10.2	Účetní hodnota na principu historických cen.....	152
5	Zjištěné závěry a vyhodnocení.....	154
6	Závěr.....	156

7	Seznam použitých zdrojů	157
8	Seznam obrázků, tabulek, grafů, vzorců a příloh	160
8.1	Seznam obrázků	160
8.2	Seznam tabulek	160
8.3	Seznam grafů.....	161
8.4	Seznam vzorců	161
8.5	Seznam příloh.....	162
	Přílohy	163

Seznam zkratek

APV	Adjusted present value	Upravená současná hodnota
C	Capital	Celkový kapitál
CAPM	Capital asset pricing model	Model oceňování kapitálových aktiv
D	Debt	Dluh
DCF	Discounted cash flow	Diskontované peněžní toky
E	Equity	Vlastní kapitál
EBIT	Earnings before interest, taxes	Zisk před úroky a zdaněním
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation, amortization	Zisk před úroky, zdaněním a odpisy
EVA	Economic value added	Ekonomická přidaná hodnota
EVS	European Valuation Standards	Evropské oceňovací standardy
FCF	Free cash flow	Volný peněžní tok
FCFF	Free cash flow to the firm	Volný peněžní tok do firmy
FCFE	Free cash flow to the equity	Volný peněžní tok pro vlastníky
IVS	International Valuation Standards	Mezinárodní oceňovací standardy
IVSC	International Valuation Standards Council	Výbor pro mezinárodní oceňovací standardy
r_D	Cost of debt	Náklady na cizí kapitál
r_E	Cost of equity	Náklady na vlastní kapitál
r_f	Risk free rate	Bezriziková výnosová míra
R_j	Historical return on investments	Historické výnosy investice
RM	Mean return of market portfolio	Průměrný výnos tržního portfolia
ROA	Return on assets	Rentabilita aktiv
ROCE	Return on capital employed	Rentabilita investovaného kapitálu
ROE	Return on equity	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Return on sales	Rentabilita tržeb
T	Taxes	Daně
WACC	Weighted average cost of capital	Průměrné vážené náklady kapitálu
Apod.	a podobně	
Atd.	a tak dále	
Aj.	a jiné	
b.c.	běžné ceny	

CK	Cizí kapitál
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSN	Česká soustava norem
ČSÚ	Český statistický úřad
ČV	Odnímatelný čistý výnos
d	Daňová sazba
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
ESM	Evidence skutečných majitelů
FR	Přirážka za systematické finanční riziko
H _n	Hodnota netto
H _b	Hodnota brutto
HDP	Hrubý domácí produkt
JD	John Deere
k _{DMb}	Koeficient náročnosti tržeb na investice brutto
KČV	Kapitalizované čisté výnosy
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
KPVHD	Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi
KVH	Korigovaný výsledek hospodaření
MF	Ministerstvo financí
Např.	například
n _{CK}	Náklady na cizí kapitál
n _{VK}	Náklady na vlastní kapitál
NOZ	Nový občanský zákoník
OR	Přirážka za systematické obchodní riziko
PH	Pokračující hodnota
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
VZaZ	Výkaz zisku a ztrát

1 Úvod

Tato diplomová práce se zabývá komplexním tématem ocenění podniku, které je důležité pro strategická rozhodnutí firmy. Ocenění podniku zahrnuje hodnocení hmotných i nehmotných aktiv pomocí řady technik založených na kvalitativních a kvantitativních faktorech. Proces je složitý a závisí na různých proměnných, jako je typ aktiva, účel ocenění a požadovaný standard hodnoty.

Ocenění podniku je klíčové pro různé oblasti jako korporátní finance, řízení portfolia, fúze a akvizice. Je nezbytné pro stanovení ceny při fúzích nebo akvizicích, při expanzi do nových oblastí nebo získávání kontroly nad dodavatelským řetězcem. Ocenění také pomáhá v procesu řízení projektů, určování strategií a hodnocení výkonnosti podniku. Management a vlastníci firmy ho mohou využít k určení úspěšnosti strategie, dosažení finančních cílů, rozhodování o prodeji firmy, nákupech dalších firem nebo investicích do nových projektů. Proces ocenění je složitý a vyžaduje široké spektrum interdisciplinárních znalostí.

Oceňovatel obchodního závodu musí mít hluboké a detailní porozumění pro daný podnik a odvětví, ve kterém působí. Musí sledovat aktuální trendy a vývoj, které mohou ovlivnit hodnotu podniku. Oceňování je kontinuální proces, jelikož hodnota podniku se mění v závislosti na různých faktorech, jako je ekonomické prostředí, konkurence, inovace nebo změny v zákonech. Oceňovatel musí být neustále připravený zvládnout nepřetržitý tok informací a přehodnocovat argumenty v procesu oceňování.

Oceňování podniku je komplexní proces s určitou mírou nejistoty, protože je nemožné s absolutní jistotou předvídat budoucí vývoj a vliv různých faktorů na hodnotu podniku. Existují tři hlavní metody ocenění: na základě výnosů, na základě analýzy trhu (porovnávací metody) a na základě analýzy majetku. Ocenění na základě výnosů se zaměřuje na schopnost podniku generovat finanční výnosy, zatímco ocenění na základě analýzy trhu srovnává hodnotu podniku s hodnotami podobných podniků na trhu. Poslední majetkové metody mají za úkol analyzovat majetkovou podstatu podniku.

V této práci jsou v teoretické části podrobněji či alespoň částečně popsány všechny nejvíce používané metody, a to jak výnosové metody (DCF, KČV, EVA), tak tržní (násobitele) a majetkové (účetní, na principu tržních hodnot a likvidační).

2 Cíl práce a metodika

2.1 Cíl práce

Cílem této práce je ocenění podniku STROM PRAHA a.s. vybranými metodami a následné vyhodnocení jednotlivých použitých metod s ohledem na konkrétní podmínky podniku. Datum ocenění je k 31. 12. 2022. Dílčím cílem práce je jednotlivé použité metody komentovat a stanovit jejich vhodnost na tento podnik. Hlavním cílem je následně určit výslednou hodnotu podniku k 31. 12. 2022.

2.2 Metodika

Diplomová práce je rozdělena na teoretickou a praktickou část. V teoretické části je popsána teorie související s oceňováním podniku, tedy jsou specifikovány jednotlivé kroky nutné pro ocenění podniku. Nejprve je uvedena definice podniku, možné účely ocenění, související legislativa, hladiny hodnoty podniku a báze či typy hodnot používaných při ocenění podniku. Předposlední kapitola teoretické části bude věnována běžnému postupu při ocenění podniku, kde nejprve dochází ke sběru důležitých podkladů a dat pro ocenění s následnou jejich interpretací. Nejprve ve strategické analýze, následně ve finanční analýze a zdraví podniku. Dále jsou aktiva závodu posuzována z pohledu provozně nutných a nenutných pro chod závodu, posléze jsou představeny generátory hodnoty, jejich analýza a prognóza do budoucích období. Závěrem této kapitoly jsou informace o sestavení finančního plánu. Poslední kapitola teoretické části je věnována jednotlivým metodám pro ocenění podniku – výnosové, tržní a majetkové metody.

Praktická část diplomové práce je zaměřena na ocenění společnosti STROM PRAHA a.s. k 31. 12. 2022. Jedná se o podnik zabývající se zejména prodejem a servisem zemědělské techniky s vlastní prodejnou a servisní sítí po celé ČR. První kapitola praktické části je věnována zadání ocenění, jsou tedy uvedeny informace o předmětu ocenění, datu ocenění a použitých podkladech. Další kapitola je věnována kompletnímu popisu oceňovaného obchodního závodu z údajů z Obchodního rejstříku, webových stránek společnosti či z veřejně dostupných informací. Jsou zde uvedeny důležité údaje o historii závodu a zejména předmětu podnikání, které je stěžejní pro další kapitoly a ocenění. Třetí část je věnována strategické analýze podniku, tedy z tržeb konkurenčních společností je vymezen relevantní

trh, na kterém podnik působí. Následně je provedena analýza atraktivity trhu, ta je zpracována spojením PEST analýzy a Porterovy analýzy 5sil dle metodiky uvedené v bodě č. 3.3.2 Strategická analýza. Vyústěním jsou příležitosti a hrozby trhu. Dále je pomocí regresní analýzy provedena prognóza vývoje trhu, viz metodika v bodě č. 3.3.2, str. 30 a 31. Pro analýzu konkurenční síly je důležitá identifikace konkurence, data konkurence již byla využita pro sestavení relevantního trhu. Podíl tržeb oceňovaného podniku na tržbách trhu určuje tržní podíl. Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly je provedena spojením analýzy zdrojů a kompetencí a analýzy hodnotového řetězce dle metodiky uvedeny na str. 33 a 34. Výsledkem strategické analýzy je perspektivnost a prognóza tržeb vycházející z přechozích analýz viz metodika na str. 35. Následně je provedena finanční analýza podniku, jedná se o horizontální a vertikální analýzu účetních výkazů – rozvaha, výkaz zisku a ztrát a výkaz CASH FLOW, a dále analýzu poměrových ukazatelů – likvidita, rentabilita, aktivita či zadluženost. Výsledkem je vyhodnocení finančního zdraví včetně porovnání se zvoleným relevantním trhem, který je v tomto sestaven z konkurence. Metodika pro finanční analýzu je uvedeny v kapitole č. 3.3.3. Posléze je provedena analýza aktiv závodu a bude posouzeno, zda jsou všechny složky aktiv provozně potřebné či část je provozně nepotřebných, vše je provedeno metodikou uvedenou v bodě č. 3.3.4. V závěru této kapitoly bude zjištěn provozně nutný investovaný kapitál a stanoven korigovaný provozní výsledek hospodaření, který je důležitým článkem pro další ocenění. Sestavení provozně nutného investovaného kapitálu a KPVH je provedeno na základě zjištěné metodiky uvedené na stranách 45 a 46. Na základě předešlé kapitoly jsou zpracovány generátory hodnoty. Nejprve tržby, ty však byly zjištěny v závěru strategické analýzy. Na základě očekávaných tržeb jsou analyzovány provozní ziskové marže shora i zdola, upravený pracovní kapitál a investice do provozně nutného majetku. Je posouzen vývoj v minulých obdobích a jejich předpokládaný vývoj do budoucích období. Po vypracování generátorů hodnoty následuje sestavení finančního plánu v podobě výkazu zisku a ztrát, rozvahy a přehledu o peněžních tocích (výkaz cash flow). Následně je provedena zjednodušená finanční analýza vypracovaného finančního plánu. Poté přichází na řadu praktické ocenění závodu dvěma vybranými metodami – Metoda diskontovaných peněžních toků DCF entity (dle metodiky v bodě č. 3.4.1 a účetní hodnota na principu historických cen dle postupu v bodě č. 3.4.2. V závěru jsou jednotlivé metody porovnány a je posouzena jejich vhodnost pro oceňovaný závod. Výsledkem je stanovení hodnoty podniku k 31. 12. 2022.

3 Teoretická část

Oceňování podniků se v zahraničí (zejména na západě) zabývá široká škála odborníků, např. A. Damodaran, A. Rappaport, T. Copeland, T. Koller, J. Murrin (všichni USA), R. Bühner, A. G. Coenenberg a Geiserich E. Tichy (všichni Německo). V podmínkách České republiky je práce zaměřena spíše na české autory a publikace zabývající se tématy souvisejícími s oceňováním podniků.

V českém prostředí se po roce 1989 postupně sjednocovala metodika a postupy ocenění na české prostředí. Mezi prvními autory zabývajícími se komplexním oceňováním podniku byl v roce 1998 Jan Mlčoch s publikací *Oceňování podniku*¹, v roce 1999 jej následovala Eva Kislíngrová publikací *Oceňování podniku* (včetně 2. vydání v roce 2001)² a v roce 2003 se připojil Miloš Mařík, který se postupem času stal hlavním propagátorem oceňovacích postupů v ČR. Těmito postupy se zabývá zejména v publikaci *Metody oceňování podniku*³ a dále v publikaci *Metody oceňování podniku pro pokročilé*⁴. Během posledních 20 let se zapojili do diskuse k oceňovacím metodám a postupům i další čeští odborníci: např. Pavla Maříková, Jaroslav Šantrůček, Michal Dohányos, Tomáš Krabec, Marek Vochozka či Vítězslav Hálek, avšak jednalo se spíše o jednotlivé části a prvky oceňování podniků. Nejkomplexnější shrnutí postupů a metod však trvale popisuje a rozvíjí zejména profesor Mařík s jeho kolektivem autorů. Názory ostatních odborníků jsou převážně v souladu s principy popisovanými Maříkem.

V teoretické části jsou uvedeny základní pojmy související s oceňováním, účely ocenění, související legislativa, báze hodnoty, postup při ocenění a jednotlivě oceňovací metody.

3.1 Ocenění podniku

Před oceněním podniku je nutné si nejprve představit základní definici podniku a vyjmenovat pro jaké účely se podniky oceňují. Taktéž je potřebné uvést související legislativu.

¹ Mlčoch, Jan. *Oceňování podniku*. Praha : LINDE praha a.s., 1998.

² Kislíngrová, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha : C. H. Beck, 2001.

³ Mařík, Miloš a kolektiv. *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy*.

4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018.

⁴ Mařík, Miloš a kolektiv. *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU PRO POKROČILÉ, hlubší pohled na vybrané problémy*. 2. upravené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018.

3.1.1 Definice podniku

Podnik a jeho definice je různými autory popisována odlišně. Do konce roku 2013 byl pojem podnik vymezen v § 5 obchodního zákoníku⁵, poté byl však nahrazen pojmem „obchodní závod“ definovaným v § 502 nového občanského zákoníku.⁶ Definice obchodního závodu je následující:

„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 jeho provozu.“⁷

Výše uvedená definice obchodního závodu je důležitá pro všechny subjekty zabývající se oceněním podniků v ČR. V této práci je taktéž používán pojem podnik, jelikož je v českém oceňování historicky „zakořeněn“ a dodnes více využíván laickou i odbornou veřejností.

3.1.2 Účel ocenění

Ocenění podniku je v České republice prováděno z několika důvodů (pro nějaké účely) a je možné je rozdělit na změny související se změnou vlastnictví či nikoliv.⁸ Níže jsou uvedeny základní účely ocenění podniku.

Ocenění související se změnou vlastnictví

- Koupě a prodej obchodního závodu,
- nepeněžitý vklad (vklad podniku),
- ocenění související s veřejným návrhem na koupi nebo směnu cenných papírů,
- ocenění související s nuceným přechodem cenných papírů – tzv. squeeze out,
- ocenění související s požadavkem společníků ovládané osoby na odkoupení jejich podílů ovládající osobou pro případ, kdy se cítí jednáním ovládající osoby poškozeni,
- ocenění související s povinnou nabídkou na převzetí při ovládnutí společnosti,
- ocenění pro účely fúze (sloučením, splynutím),

⁵ Zákon č. 513/1991 Sb., Obchodní zákoník.

⁶ Zákon č. 89/2012 Sb., Občanský zákoník (tzv. nový občanský zákoník).

⁷ § 502 zákona č. 89/2012 Sb., Občanský zákoník.

⁸ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.* 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 42.

- ocenění pro účely rozdělení (rozštěpení, odštěpení a rozdělení sloučením),
- pro účely dědictví v návaznosti na úmrtí společníka.⁹

Ocenění, kdy nedochází ke změnám vlastnictví

- Změna právní formy,
- zástavní právo k podílu v korporaci,
- ocenění v případě poskytnutí úvěru,
- ocenění související se sanací podniku,¹⁰
- vypořádání společného jmění manželů (může docházet i ke změně vlastnictví)¹¹

Dle Vochozky a kol. je podnik oceňován pro účely managementu či akcionářů. Management oceněním hodnotí svoje působení a činnost, akcionáře zajímá vývoj hodnoty v čase, zda hodnota roste, klesá či stagnuje.¹²

3.1.3 Legislativa související s oceněním podniku

V podmínkách České republiky se setkáváme s českými předpisy (zákony či pokyny), mezinárodními a evropskými oceňovacími standardy či návrhem českého standardu. Jedná se o následující předpisy:

- Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky ministerstva financí – v platném znění,
- metodický pokyn České národní banky¹³,
- Mezinárodní oceňovací standardy (IVS – International Valuation Standards)¹⁴,
- Evropské oceňovací standardy (EVS – European Valuation Standards)¹⁵ a
- Návrh českého standardu pro oceňování podniku.¹⁶

⁹ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.* 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 42 a 43

¹⁰ Tamtéž, str. 43

¹¹ **Hálek, Vítězslav.** *Oceňování majetku v praxi.* Bratislava : DonauMedia, s.r.o., 2009. str. 246.

¹² Vochozka, MBA, Ph.D. a kolektiv, prof. Ing. Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku.* 2. aktualizované vydání. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2011, 2020. str. 480. ISBN 978-80-271-1701-7

¹³ **ČNB.** Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění. [Online] 9 2014. [Citace: 26. 9 2022.].

¹⁴ **IVSC, International Valuation Standards Council.** *Mezinárodní oceňovací standardy 2022.* Jesenice : Ekopress, s.r.o., 2022.

¹⁵ Vydává Evropská skupina odhadcovských asociací (TEGoVA – The European Group of Valuers Associations), internetová stránka www.tegova.org.

¹⁶ **IOM, VŠE Praha.** České oceňovací standardy - Návrh českého standardu pro oceňování podniku. *VŠE institut oceňování majetku.* [Online] 2011. [Citace: 1. 9 2022.].

V ČR je, jen pro určité případy – zejména související se znaleckými posudky, závazný zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a taktéž metodický pokyn ČNB pro oceňování cenných papírů¹⁷. U oceňovacích standardů se však jedná pouze o doporučené zásady a postupy, které jsou mezinárodně uznávány a každý oceňovatel by je měl respektovat.¹⁸

3.2 Hodnota podniku

Hodnota podniku se dělí na hladinu hodnoty a bázi hodnoty podniku, tyto jednotlivé části jsou popsány níže.

3.2.1 Hladiny hodnoty podniku

Jak uvedl ve své publikaci Mařík a kol: „*podnik můžeme oceňovat na různých hladinách*.“¹⁹

- hodnota brutto,
- hodnota netto.

Hodnota brutto

Je hodnotou podniku jako celku (entity), jedná se o hodnotu pro vlastníky a věřitele poskytující úročený cizí kapitál. V českých zákonech je tato hladina hodnoty nejvíce podobná pojmu majetek v občanském zákoníku.

Hodnota netto

Jedná se o hodnotu kapitálu vloženou vlastníky, tedy hodnota pro vlastníky. Tento typ hladiny hodnoty je pro oceňovatele podniku nejčastější. Pro hodnotu netto není v současné době v ČR určen vhodný odpovídající pojem. Toto ocenění je tedy oceněním vlastního kapitálu, avšak tento pojem je používání v účetnictví a může docházet k nedorozumění. Vlastní kapitál v účetnictví je založen na účetních pravidlech a historických cenách, ve většině tedy realitě neodpovídající hodnotě. Netto hodnota (vlastní kapitál) pro případ ocenění by naproti tomu měla odpovídat realitě. Pro ocenění hodnoty podniku jako celku

¹⁷ ČNB. Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění. [Online] 9 2014. [Citace: 26. 9 2022.].

¹⁸ Mařík, Miloš a kolektiv. *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 22,

¹⁹ Tamtéž, str. 19.

netto hodnotou používáme zejména výnosové metody či metody tržního porovnání. Je nutné si uvědomit, že ocenění podniku, stejně jako ocenění jiných statků, je založeno zejména na **principu porovnání**.²⁰

3.2.2 Báze hodnoty

Oceňování podniků patří svou podstatou do tržního prostředí. Dlouhodobá stabilizace tržních podmínek ve 20. století až dosud vytvořila předpoklady pro určení metod či zásad pro stanovení různých typů hodnot. Jak uvádí ve své publikaci Mařík a kol.: „*postupně se vyvinuly zejména tyto základní báze hodnot:*

- tržní hodnota
- investiční hodnota
- spravedlivá hodnota
- objektivizovaná hodnota
- kolínská škola²¹

Tržní hodnota

Je nutné si uvést definici tržní hodnoty, nejprve tak jak ji definují Mezinárodní oceňovací standardy (IVS) a poté jak ji definuje zákon o oceňování majetku.

„Odhadovaná částka, za kterou by měly být aktivum nebo závazek směněny k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím v transakci uskutečněné v souladu s principem tržního odstupu, po náležitém marketingu, kdy každá ze stran jednala informovaně, uvážlivě a nikoli v tísní.“²²

„Tržní hodnotou se pro účely tohoto zákona rozumí odhadovaná částka, za kterou by měly být majetek nebo služba směněny ke dni ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím, a to v obchodním styku uskutečněném v souladu s principem tržního odstupu, po náležitém marketingu, kdy každá ze stran jednala informovaně, uvážlivě a nikoli v tísní. Principem tržního odstupu se pro účely tohoto zákona rozumí, že účastníci směny jsou

²⁰ **Mařík, Miloš a kolektiv. METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.** 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 19 a 20.

²¹ Tamtéž, str. 25.

²² **IVSC, International Valuation Standards Council. Mezinárodní oceňovací standardy 2022.** Jesenice : Ekopress, s.r.o., 2022, bod 20.14., str. 7.

osobami, které mezi sebou nemají žádný zvláštní vzájemný vztah a jednají vzájemně nezávisle.“²³

Obě výše uvedené definice tržní hodnoty jsou velmi obdobné. Tržní hodnotu si lze představit jako cenu, která je pro prodávajícího i kupujícího výhodná, pohybuje se na dokonalém trhu, na které je aktivum obvykle prodejné a data o cenách jsou dostupná. Důležité je zmínit, že obě strany, všechna data či předpoklady musí být v podobě, které lze přijmout běžným účastníkem trhu. Avšak trh s podniky je velmi specifický a určení konkrétní hodnoty je obtížné. Tržní hodnota je tak obecně spíše chápána jako odhad očekávaného intervalu hodnot.²⁴

Použití tržní hodnoty bude zejména v případě prodeje podniku (bez zatím konkrétního kupujícího) a při vstupu podniku na burzu.²⁵

Investiční (subjektivní) hodnota

Tato báze hodnoty je zjišťována pro potřeby konkrétního subjektu, jeho představy a finančního cíle do budoucnosti. Definice této hodnoty je uvedena v IVS a zní následovně:

„Hodnota aktiva pro vlastníka nebo potenciálního vlastníka vzhledem k jeho individuálním investičním nebo provozním cílům (může být také označována jako subjektivní hodnota).“²⁶

Základní rysy investiční hodnoty jsou:

- peněžní toky jsou odhadovány výhradně na základě podkladů managementu či investora a nejsou oceňovatelem výrazně upravovány – tedy např. finanční plány dodané podnikem,
- diskontní míra je stanovena na základě alternativních možností investovat – vše z pohledu subjektu, z jehož pohledu je oceňováno.²⁷

²³ § 495 zákona č. 89/2012 Sb., Občanský zákoník.

²⁴ **Mařík, Miloš a kolektiv. METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.** 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 28-30.

²⁵ Tamtéž, str. 46 a 47

²⁶ **IVSC, International Valuation Standards Council. Mezinárodní oceňovací standardy 2022.** Jesenice : Ekopress, s.r.o., 2022, bod 20.11., str. 6.

²⁷ **Mařík, Miloš a kolektiv. METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.** 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 34.

Touto metodou budeme oceňovat nejčastěji při prodeji a koupi podniku konkrétního subjektu či při rozhodování mezi likvidací a sanací podniku.²⁸

Spravedlivá hodnota

Spravedlivá hodnota je určena zejména pro dva konkrétní informované subjekty, definice dle IVS je následující:

„Jde o odhadovanou cenu za převod aktiva nebo závazku mezi určenými znalými a ochotnými stranami, která odráží příslušné zájmy těchto stran.“²⁹

Dle mezinárodních oceňovacích standardů jsou uvedeny příklady ocenění s využitím spravedlivé hodnoty, jedná se o následující příklady:

- ocenění podílu ve veřejně neobchodovaném podniku mezi dvěma vlastníky, kdy mezi nimi spravedlivá hodnota je odlišná od tržní hodnoty,
- určení spravedlivé ceny mezi pronajímatelem a nájemcem v případě trvalého převodu aktiva, či v případě zrušení nájemního závazku.³⁰

Objektivizovaná hodnota

Mařík a kolektiv ve své knize uvádí, že objektivní hodnota neexistuje, a proto začali oceňovatelé podniku používat pojem „objektivizovaná“ hodnota. Tato báze hodnoty je specifikována v německých oceňovacích standardech (český překlad v knize Miloše Maříka) takto:

„Objektivizovaná hodnota (něm. Der objektivierte Unternehmenswert) představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.“³¹

²⁸ **Mařík, Miloš a kolektiv. METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.** 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 46

²⁹ **IVSC, International Valuation Standards Council. Mezinárodní oceňovací standardy 2022.** Jesenice : Ekopress, s.r.o., 2022, bod 20.6., str. 5.

³⁰ Tamtéž, bod 50.4., str. 26

³¹ **Mařík, Miloš a kolektiv. METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.** 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 35

Objektivizovaná hodnota čerpá data z trhu a taktéž předpokládá, že podnikatelský subjekt bude pokračovat ve stejném modelu podnikání, v zásadách chování stávajícího managementu, či v existujícím způsobu financování. Při ocenění na bázi této hodnoty odhadci vychází ze skutečností subjektu platných k datu ocenění podniku. Objektivizovaná hodnota je brána jako dolní mez hodnoty podniku.³²

Ocenění na základě objektivizované hodnoty se nejčastěji používá při poskytnutí úvěru, pro zjištění současné reálné bonity podniku, při nemožnosti použití tržní hodnoty či při použití alternativy k tržní hodnotě u prodeje podniku zatím neznámému kupci.³³

Kolínská škola

Tato báze hodnoty má evropský původ a vychází ze skutečnosti, kdy tržní hodnotu je problematické stanovit vzhledem k omezení evropského trhu s podniky, jedná se o následující omezení:

- obdobné podnikové transakce nejsou velké,
- trh je netransparentní (nedostatečné přehledy a podmínky transakcí),
- neví se, jaká cena byla zaplácena (pokračující podnik či určité synergie)³⁴.

Kolínská škola tak vychází z názoru, že ocenění většiny podniků při prodeji je čistě subjektivní ocenění z pohledu kupujícího a prodávajícího. Hodnota podniku touto bází je založena na obecných funkcích, a ne na jednotlivých podnětech. Těmito funkcemi jsou:

- **poradenská funkce** – poskytuje informace o minimální a maximální ceně,
- **rozhodčí funkce** – nezávislý oceňovatel by měl odhadnout rozpětí hodnoty transakce a z něj určit spravedlivou hodnotu,
- **argumentační funkce** – oceňovatel hledá zlepšující podpůrné argumenty pro jednu ze stran,
- **komunikační funkce** – poskytnutí podkladů pro komunikaci s veřejností, zejména s bankami a investory,
- **daňová funkce** – poskytnutí podkladů pro daňové účely.³⁵

³² Mařík, Miloš a kolektiv. *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 35 - 37

³³ Tamtéž, str. 47

³⁴ Tamtéž, str. 38

³⁵ Tamtéž, str. 38 a 39

Kolínská škola je využívána, obdobně jako spravedlivá hodnota, zejména při prodeji mezi dvěma konkrétními subjekty či při podnikových transformacích.³⁶

Závěrečná shrnutí jednotlivých metod

V závěru této kapitoly budou do tabulky níže znázorněny jednotlivé báze hodnoty a jejich nejčastější použití při ocenění dle předcházejících informací.

Tabulka 1: Báze hodnoty a jejich využití

Báze hodnoty	Využití báze hodnoty
Tržní hodnota	- Prodej bez konkrétního kupujícího - Vstup na burzu
Investiční hodnota	- Prodej s konkrétním kupujícím - Při rozhodnutí mezi sanací a likvidací
Spravedlivá hodnota	- Při prodeji obchodního podílu mezi dvěma konkrétními vlastníky (veřejně neobchodovaný subjekt) - Převedení majetku mezi nájemcem a vlastníkem
Objektivizovaná hodnota	- Prodej bez konkrétního kupujícího - Poskytnutí úvěru - Zjištění reálné bonity podniku
Kolínská škola	- Při prodeji obchodního podílu mezi dvěma konkrétními vlastníky - Při podnikových transformacích

Zdroj: Vlastní konstrukce

3.3 Postup při ocenění podniku

Postup při ocenění podniku je následující:

- 1) **Sběr vstupních dat** – základní data o podniku, ekonomická data, relevantní trh, konkurence, výroba, marketing, zaměstnanci apod.
- 2) **Analýza dat**
 - a) Strategická analýza – posoudit, zda je obchodní závod schopen udržet se na trhu a zhodnotit jeho konkurenční pozici, výsledkem prognóza tržeb.
 - b) Finanční analýza – vypracování finanční analýzy (rozhodnutí, výkaz zisku a ztráty, výkaz cash-flow) s následným jejím vyhodnocením a závěrem o předpokladu nekonečného trvání závodu apod.
 - c) Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná – v tomto bodě je určeno, zda jsou v obchodním závodu provozně potřebná a nepotřebná aktiva.

³⁶ Mařík, Miloš a kolektiv. *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 47.

- d) Generátory hodnoty – výpočet generátorů hodnoty do budoucnosti na základě minulosti a strategické analýzy.
- e) Orientační ocenění na základě generátorů hodnoty – orientačně ocenit podnik či otestovat schopnost podniku tvořit hodnotu.

3) Sestavení finančního plánu – na základě předchozí analýzy dat sestavit odůvodněný finanční plán.

4) Ocenění

- a) Volba metody ocenění – zvolit vhodné metody na podmínky konkrétního podniku.
- b) Ocenění dle zvolených metod – ocenění podniku vybranými metodami.
- c) Souhrnné ocenění – rekapitulace všech metod, výsledná jejich reconciliace s určením vhodné hodnoty pro konkrétní podnik se stanovením i vhodného rozpětí hodnoty.³⁷

V publikaci Kislingerové je uvedeno, že v kontextu provádění hodnocení podniku je třeba, aby oceňovací specialista v minimální míře řešil následující problematiku:

- analýzu makroprostředí,
- analýzu mikroprostředí,
- posoudit finanční situaci podniku a
- zhodnotit podnikatelský záměr.³⁸

Jednotlivé body a postupy při ocenění podniku jsou podrobněji určeny v podkapitolách níže.

3.3.1 Sběr podkladů a dat

Prvním krokem při procesu ocenění je sběr podkladů a dat, která jsou základem pro provedení ocenění. Jedná se následující podklady a data:

- 1) Základní data o podniku** – název podniku, právní forma, předmět podnikání, historie podniku, vlastnická struktura apod.

³⁷ Mařík, Miloš a kolektiv. *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 71.

³⁸ Kislingerová, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha : C. H. Beck, 2001. str. 28.

- 2) **Ekonomická data** – účetní výkazy za 3–5 let, zprávy auditora, výroční zprávy, plány podniku.
- 3) **Data pro určení relevantního trhu** – vymezení trhu na kterém podnik působí, vývoj trhu, segmentace trhu, atraktivita relevantního trhu.
- 4) **Data pro konkurenční strukturu relevantního trhu** – hlavní konkurenti, substitute výrobků, bariéry vstupu, poměr sil k dodavatelům a klientům.
- 5) **Data pro odbyt a marketing** – struktury výrobků, hlavní produkty či služby, cenová politika, reklama, odbyt, výzkum apod.
- 6) **Data o výrobě a dodavatelích** – kvality řízení, stav majetku, charakter výroby, kapacity výroby atd.
- 7) **Data o pracovnících** – struktura zaměstnanců, trh práce, pohyb zaměstnanců, produktivita práce, atmosféra na pracovišti aj.³⁹

3.3.2 Strategická analýza

Strategická analýza je základním kamenem každého ocenění, její vypracování by dle Maříka a kol. mělo „*vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku*“.⁴⁰ Strategickou analýzu je možné rozdělit na vnější a vnitřní potenciál s následnou prognózou tržeb do budoucích období. Vnější potenciál je myšlen relevantní trh a jeho prognóza, tedy určení šancí a rizik v podnikatelském prostředí ve kterém podniká oceňovaný subjekt. Vnitřní potenciál má za úkol vymezit silné a slabé stránky podniku vůči konkurenci, jedná se tedy o analýzu konkurence podniku.⁴¹ Závěrečným bodem strategické analýzy je prognóza tržeb podniku na základě předchozích analýz. Jednotlivé složky analýzy budou popsány v textu níže.

1. Relevantní trh a jeho prognóza

Doporučené členění analýzy vnějšího potenciálu je dle Mařík a kol. následující:

- vymezení relevantního trhu,

³⁹ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.* 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 72 a 73

⁴⁰ Tamtéž, str. 74

⁴¹ Tamtéž, str. 74

- odhad velikosti relevantního trhu,
- analýza atraktivity relevantního trhu a
- prognóza vývoje relevantního trhu.⁴²

Jednotlivé kroky jsou zjednodušeně popsány níže, kompletní praktické osvětlení postupu včetně konkrétního případu bude provedeno v praktické části při ocenění vybraného podniku.

Vymezení relevantního trhu

Nejprve je nutné jasně vymežit trh, na kterém oceňovaný podnik působí. Trh musí být vymezen, jak produktem, tak dle územní působnosti – ČR, Evropa, kraj apod. Dále je nutné určit jací jsou na trhu zákazníci a dále konkurenci na trhu.⁴³ Příslušnost ke specifickému odvětví má vysokou váhu a analýza primárních charakteristik poskytuje investičnímu subjektu konceptuální pochopení plánovaného kapitálového vkladu.⁴⁴

Odhad velikosti relevantního trhu

Velikost relevantního trhu je možné stanovit několika způsoby, avšak jeho odhad by měl být zejména ve velikosti poptávky. Nejčastějšími postupy velikosti trhu jsou:

- dle spotřeby daného produktu, např. spotřeba jednotlivých druhů zboží,
- dle statistiky o prodejkách jednotlivých odvětví, nejčastěji statistiky MPO, ČSÚ, oborovými sdruženími apod.,
- v případě použití statistik o prodejkách v ČR je nutné očištění dat českého trhu o vývoz a dovoz (v případě podstatného vývozu či dovozu),
- pokud je trh tvořen pouze několika velkými podniky, tak je možné trh vytvořit z dat o prodejkách těchto podniků.

Po určení relevantního trhu a jeho velikosti máme k dispozici informace o vývoji trhu, tedy je zde patrné tempo růstu, které bude základem pro budoucí tempo, a tím i pro prognózu tržeb oceňovaného podniku.⁴⁵

⁴² **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.* 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 77.

⁴³ Tamtéž, str. 77.

⁴⁴ **Kislingerová, Eva.** *Oceňování podniku. 2. přepracované a doplněné vydání.* Praha : C. H. Beck, 2001. str. 32.

⁴⁵ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.* 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 77.

Analýza atraktivity relevantního trhu

Dalším bodem je hodnocení daného trhu, nejčastěji je prováděno analýzou atraktivity trhu. Tato analýza by nás měla informovat o šancích a rizicích daného trhu a taktéž poskytnout podklady pro rizikovou přírážku, která je složkou diskontní míry.

Hlavními kritérii z hlediska poptávky a možností prodeje jsou:

- růst trhu,
- velikost trhu,
- intenzita přímé konkurence,
- průměrná rentabilita,
- substituce,
- bariéry vstupu,
- citlivost na konjunkturu,
- struktura a charakter zákazníků a
- vlivy prostředí.

Jednotlivá kritéria je však nutné na konkrétní případy podniků individuálně upravovat. Taktéž je vhodné jednotlivá kritéria analyzovat, komentovat a zdůvodnit. Výsledkem atraktivity trhu jsou specifikované příležitosti a hrozby trhu.⁴⁶

Vhodnými nástroji atraktivity relevantního trhu jsou například:

- PEST analýza makrookolí – hodnotí se následujícími faktory: politické, ekonomické, sociální a technologické,
- Porterova analýza 5 sil zabývající se analýzou konkurence z pohledu následujících sil: síla aktuální konkurence, síla vlivu vstupu nové konkurence, síla odběratelů, síla dodavatelů a sílu substitutů.⁴⁷

Atraktivita trhu je metodicky kombinací PEST analýzy a Porterovy analýzy 5 sil. Trh je posuzován v následujících oblastech: růst trhu, velikost trhu, intenzita konkurence, bariéry vstupu, substituční výrobky, rentabilita, citlivost na konjunkturu, síla zákazníků či vlivy prostředí, změny zákonů apod. Každému použitému kritériu analýzy je přisouzena jeho

⁴⁶ Mařík, Miloš a kolektiv. *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 82 – 84.

⁴⁷ Kislingerová, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha : C. H. Beck, 2001. str. 35.

významnost na atraktivitě trhu v podobě váhy. Jednotlivá kritéria jsou následně hodnocena na bodové škále od 0 do 6, kdy čím vyšší známka, tím pozitivnější je v dané oblasti atraktivita. Následně jsou body přiděleném jednotlivým kritériím vynásobeny zvolenou váhou, po celkové součtu vážených bodů je vyjádřen procentní podíl z maximálně možných získaných bodů. Ze zjištěného procentního výsledku je vyvozena atraktivita posuzovaného trhu.

Prognóza vývoje relevantního trhu.

Vývoj trhu do budoucích období je nutné modifikovat dle typu ocenění. V případě subjektivního ocenění se bude jednat o prognózu vycházející z představ konkrétního investora. Objektivizované ocenění bude mít prognózu na základě současného stavu a částečně k přihlédnutí dalšího podloženého vývoje. Naopak při tržním ocenění by prognóza měla vycházet z názorů odborné veřejnosti, např. zpracované výhledy daného odvětví. U tržního ocenění by měl být kladen důraz na provázanost prognózy relevantního trhu s prognózami národohospodářských ukazatelů. Například se jedná o počet obyvatel, inflaci, hrubý domácí produkt či spotřebu. Nejvíce vhodné by bylo si nechat zpracovat marketingovou studii relevantního trhu, avšak v praxi je toto řešení velmi nereálné.⁴⁸ Zpracování odvětvových prognóz provádějí odborníci v makléřských, investičních společnostech a bankách. Tyto analýzy a prognózy jsou klíčové pro hodnocení podniků. Kvalitní zpracování vyžaduje nejen přístup k informacím, ale také určitou zkušenost pro efektivní práci analytiků.⁴⁹

Doporučované či navrhované postup pro prognózu relevantního trhu je shrnut následovně:

- Analýza časových řad a jejich extrapolace,
- jednoduchá a vícenásobná regresní analýza,
- odhad budoucího vývoje při porovnání se zahraničím.

V praxi je nejčastěji využívána jednoduchá regresní analýza, u té je důležité zvolení vhodné nezávisle proměnné x , která by měla splňovat silnou závislost se závisle proměnnou y , taktéž mezi nezávisle proměnnými x by měla být závislost slabá. Pro sílu závislosti mezi

⁴⁸ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.* 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 85.

⁴⁹ **Kislingerová, Eva.** *Oceňování podniku.* 2. přepracované a doplněné vydání. Praha : C. H. Beck, 2001. str. 37.

x a y se nejčastěji využívají Pearsonovy korelační koeficienty, které se pohybují v intervalu $(-1, 1)$ a všeobecně platí čím blíže hranicím intervalu, tím vyšší závislost, silná závislost je považována od 0,75.⁵⁰

Po zvolení vhodné nezávisle proměnné následuje odhad prognózy relevantního trhu na základě výpočtu jednoduché regresní analýzy. Používanými funkcemi jsou např.: lineární, logaritmická, odmocninná, parabolická, exponenciální a další. Nejvhodnější pro dlouhodobý horizont je funkce lineární, zbývající funkce jsou spíše pro kratší předpovědi.⁵¹

Hodnocení kvality modelu se provádí na základě koeficientu determinace a testů regresních modelů. Koeficient determinace R^2 ilustruje měřítko variability závislé proměnné y , které je interpretováno nezávislou proměnnou x v regresním modelu. Vyšší hodnoty R^2 signalizují lepší kvalitu modelu.⁵² Regresní modely lze testovat:

- celkový F-test modelu (v Excelu Významnost F),
- dílčí t-test jednotlivých koeficientů (v Excelu Hodnota P,).

Hodnota P i Významnost F musí být větší než hladina významnosti, tak aby model byl statisticky významný⁵³.

Jedním z hlavních předpokladů pro prognózu dlouhodobého tempa růstu trhu je, že by se měl dlouhodobý růst pohybovat mezi dlouhodobou inflací a dlouhodobým tempem růstu HDP v běžných cenách.⁵⁴

2. Analýza konkurence podniku

V předcházející analýze jsme byli informováni o relevantním trhu a jeho velikosti do budoucna. Analýza konkurenční síly podniku se zaměřuje na tržní podíl podniku na relevantním trhu a jeho vývoj do budoucna. Dle Mařík a kol. jsou určeny následující kroky:

- určení tržního podílu podniku v minulosti,
- identifikace konkurentů,

⁵⁰ **Mařík, Miloš a kolektiv. METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.** 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 514-516.

⁵¹ Tamtéž, str. 518.

⁵² **Svatošová, CSc., prof. Ing. Libuše a Kába, CSc., doc. RNDr. Bohumil. Statistické Metody I.** Praha : Česká zemědělská univerzita v Praze, Provozně ekonomická fakulta, 2007. str. 118.

⁵³ **Mařík, Miloš a kolektiv. METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.** 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 517.

⁵⁴ Tamtéž, str. 87.

- analýza potenciálu a konkurenční síly podniku a
- prognóza tržního podílu do budoucna.⁵⁵

Stanovení tržního podílu podniku

Tržní podíl podniku za minulost se stanovuje různě, tak jako se různými způsoby vymezuje relevantní trh. Avšak všeobecně lze říci, že se jedná o podíl oceňovaného podniku na relevantním trhu dle zvolených veličin. Konkrétně lze tržní podíl určit např. poměrem tržeb podniku na celkových tržbách relevantního trhu či poměrem prodaných kusů na celkových prodaných kusech relevantního trhu apod.

Identifikace hlavních konkurentů

Dalším důležitým krokem je identifikovat hlavní konkurenty, obvykle alespoň 3 hlavní konkurenty podniku. Informace o konkurenci lze získat z různých databází, z odborného tisku a v neposlední řadě i od managementu oceňovaného podniku. Po identifikaci konkurentů je nutné porovnat nejdůležitější ekonomické ukazatele, tedy pokud jsou k dispozici účetní podklady konkurence. Mezi hlavní porovnávané veličiny lze zahrnout výši tržeb (tedy i tržní podíl konkurence), výsledky hospodaření, rentabilita, zadluženost apod.⁵⁶ Jednotlivé ekonomické ukazatele nám určí, jaká je pozice oceňovaného podniku v porovnání s konkurencí.

Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly

Analýza vnitřního potenciálu má za úkol zjistit, zda je podnik schopen využít příležitosti vycházející z rozvoje trhu, a dále zda schopen čelit možným hrozbám a konkurenci. Je potřebné v kooperaci s předchozí identifikací konkurentů porovnat konkurenční sílu oceňovaného podniku vůči hlavním konkurentům. Výsledkem této analýzy jsou informace o případných výhodách vůči konkurenci, jakou má oceňovaný podnik strategii vůči konkurentům včetně posouzení celkové konkurenční síly podniku.⁵⁷

Běžnými nástroji pro tuto analýzu jsou přímé a nepřímé faktory, které se svou strukturou liší podle typu oceňovaného podniku. U výrobního závodu, jsou zvoleny jiné prvky než o obchodního podniku. Mezi přímé faktory například patří cena výrobků, kvalita výrobků a služeb, intenzita reklamy, šíře sortimentu, dostupnost, kvalita servisní činnosti,

⁵⁵ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.* 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 94.

⁵⁶ Tamtéž, str. 96.

⁵⁷ Tamtéž, str. 97.

image firmy, distribuce, výhody místa apod. Nepřímé faktory jsou zejména finanční situace, majetek a investice, kvalita managementu či výkonnost personálu.⁵⁸ Výše uvedené faktory lze zjistit např. Analýzou zdrojů a kompetencí (nehmotné a hmotné zdroje a kompetence – finanční zdroje, stavby, stroje, nápady, znalosti či schopnost využití svých zdrojů) či Analýzou hodnotového řetězce (operace přispívající ke generování hodnoty) apod. Závěr kapitoly zhodnotí jednotlivé přímé a nepřímé faktory v porovnání s konkurencí, z výsledků vyloupenou konkurenční výhody a nevýhody, ty musí být řádně komentovány.

Analýza vnitřního potenciálu využívá všechny výše uvedené analýzy a spojuje je v jeden celek. Vnitřní potenciál je posuzován přímými a nepřímými faktory, mezi přímé faktory je zařazena např. kvalita zboží, cenová úroveň, intenzita reklamy, výhody místa a distribuce, image podniku či kvalita servisu a služeb. Nepřímé faktory tvoří obvykle kvalita managementu, výkonný personál, majetek a investice či finanční situace podniku. Každému použitému kritériu analýzy je přisouzena jeho významnost na konkurenční síle v podobě přisouzené váhy. Jednotlivá kritéria jsou následně hodnocena na bodové škále od 0 do 6, kdy čím vyšší známka, tím má oceňovaný podnik silnější pozici proti konkurenci. Následně jsou body přiděleným jednotlivým kritériím vynásobeny zvolenou vahou, po celkové součtu vážených bodů je vyjádřen procentní podíl z maximálně možných získaných bodů. Ze zjištěného procentního výsledku jsou vyvozeny konkurenční výhody a nevýhody, ze kterých je vyvozen očekávaný voj tržního podílu oceňovaného podniku do budoucnosti.

Prognóza tržního podílu do budoucnosti

Na základě předchozí analýzy a identifikaci hlavní konkurenčních výhod a nevýhod, a taktéž s přihlédnutím k vývoji tržního podílu v minulosti, bude vypracován odhad budoucího tržního podílu podniku. Pokud budou u oceňovaného závodu převažovat výhody a jeho konkurenční síla bude dobrá, dá se očekávat růst tržního podílu na úkor konkurence. V opačném případě je očekávána spíše stagnace či propad tržního podílu.

⁵⁸ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.* 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 100.

3. Perspektivnost podniku a prognóza tržeb

Závěrečná část strategické analýzy je vyústěním analýzy relevantního trhu, analýzy konkurence a analýzy vývoje tržeb z minulosti a jejich a extrapolace. Nejprve je nutné dle předchozích analýz podniku posoudit jeho perspektivnost.⁵⁹

Odhadované tempo růstu tržeb je odvozeno z růstu trhu (prognózy) a změny tržního podílu oceňovaného závodu:

*„Index růstu trhů v roce t * Index růstu tržního podílu v roce t = Index růstu tržeb podniku v roce t“⁶⁰*

Po sestavení prognózy tempa růstu tržeb je nutné posouzení tempa růstu za minulost, tak aby růst do budoucnosti byl odůvodnitelný. Pokud se například z analýzy objeví značně odlišné tempo, které je v rozporu s předchozím vývojem tržeb, musíme buď být schopni adekvátně tuto změnu interpretovat změnou faktorů, které jsme zkoumali v rámci tržního vývoje, vnitřního potenciálu a konkurenční síly, nebo musíme provést revizi našeho původního odhadu. Prognóza dlouhodobého růstu tržeb závodu musí korespondovat s předpokládaným dlouhodobým růstem relevantního trhu.⁶¹

3.3.3 Finanční analýza a zdraví podniku

Finanční analýza je klíčovým nástrojem, který umožňuje hodnotit ekonomickou situaci podniku, identifikovat jeho silné a slabé stránky, a tím pomáhá v rozhodovacích procesech. S využitím různých finančních ukazatelů jako je rentabilita, likvidita, zadluženost a další, analyzuje minulý vývoj, současný stav a predikuje budoucí vývoj podniku. Finanční analýza tedy poskytuje podrobný pohled na finanční zdraví firmy a její schopnost splácet své závazky, investovat do rozvoje nebo vytvářet zisk a taktéž vytvořit podklad pro finanční plán. Její výstupy jsou důležité pro manažery firmy, ale také pro věřitele, investory, zaměstnance, zákazníky a další zainteresované strany.⁶²

Základními účetními výkazy pro zpracování finanční analýzy jsou:

- Rozvaha,

⁵⁹ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.* 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 112

⁶⁰ Tamtéž, str. 113

⁶¹ Tamtéž, str. 113.

⁶² **Růčková, Petra.** *Finanční analýza - metody, ukazatele, využití v praxi.* 7. aktualizované vydání. Praha : GRADA publishing, a.s., 2021, str. 9-11.

- výkaz zisku a ztrát,
- přehled o peněžních tocích,
- výkaz o změnách vlastního kapitálu a
- příloha k účetní závěrce.⁶³

Důležitým aspektem finanční analýzy je zvolená délka zpracovaného časového horizontu. Mařík a kol. pracují s časovým horizontem 5 let a považují tuto délku za minimální, doporučují ale delší časové období.⁶⁴ V publikaci Petry Růčkové jsou použity 4 roky, avšak je uvedeno, že tento údaj je pro klasickou finanční analýzu velmi krátký.⁶⁵ V běžné oceňovací praxi se obvykle používá časový horizont 5 let.

Finanční analýza se dělí na analýzu účetních výkazů (absolutní ukazatele), analýzu poměrových ukazatelů, bankrotní modely s následným vyhodnocením finanční analýzy či finančního zdraví podniku.

Analýza účetních výkazů (absolutní ukazatele)

Předmětem analýzy jsou rozvaha, výkaz zisku a ztrát a přehled o peněžních tocích (výkaz cash flow). Na těchto výkazech je provedena vertikální a horizontální analýza. Vertikální analýza určuje podíl jednotlivých složek (či skupin) účetních výkazů na celkové sumě, v případě rozvahy se jedná o podíl z bilanční sumy, u VZaZ se většinou určuje podíl položek na celkových tržbách za prodej výrobků, služeb a zboží. Vertikální analýza tedy sleduje vývoj jednotlivých složek v čase a jak se jejich podíl k určité veličině měnil. Horizontální analýza vyjadřuje proměnu jednotlivých položek v časovém horizontu v procentuální hodnotě.⁶⁶

Vzorec 1: Vzorec pro horizontální analýzu, relativní změna⁶⁷

$$\text{relativní změna} = \frac{\text{běžné období} - \text{předchozí období}}{\text{předchozí období}} \times 100$$

⁶³ Růčková, Petra. *Finanční analýza - metody, ukazatele, využití v praxi*. 7. aktualizované vydání. Praha : GRADA publishing, a.s., 2021, str. 23.

⁶⁴ Mařík, Miloš a kolektiv. *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018.

⁶⁵ Růčková, Petra. *Finanční analýza - metody, ukazatele, využití v praxi*. 7. aktualizované vydání. Praha : GRADA publishing, a.s., 2021. str. 9-11.

⁶⁶ Růčková, Petra. *Finanční analýza - metody, ukazatele, využití v praxi*. 7. aktualizované vydání. Praha : GRADA publishing, a.s., 2021, str 120-132.

⁶⁷ Tamtéž, str. 127.

U výkazu cash flow se zkoumá zejména vývoj jednotlivých peněžních toků v čase a jaké prvky je ovlivňovaly. Nejdůležitějším peněžním tokem je provozní peněžní tok, který nám udává, zda v provozní části držíme příjmy nad výdaji.⁶⁸

Analýza poměrových ukazatelů

Základními poměrovými ukazateli jsou, dle publikací Mařík a kol.⁶⁹, Růčkové⁷⁰ a Knápková a další⁷¹, zejména likvidita, zadluženost, rentabilita a aktivita. Tyto poměrové ukazatele mají za úkol hodnotit finanční situaci s ohledem na úhradu závazků, ziskovost či finanční rovnováhu. Jednotlivé ukazatele včetně jejich vzorců jsou popsány níže. U všech poměrových ukazatelů je pro jejich dobrou interpretaci nutné porovnání s trhem či konkurencí.⁷²

Poměrové ukazatel mají různé modifikace a varianty, v tomto případě jsou však vybrány pouze nejvíce používané varianty.

Ukazatele likvidity

Adekvátní likvidita je klíčovým předpokladem pro dlouhověkost podniku. Ukazatele likvidity jsou v jistém smyslu v opozici vůči ukazatelům rentability. Aby byla obchodní jednotka schopna splnit své finanční závazky pravidelně a v předem stanovených termínech, musí udržovat určité množství finančních zdrojů v oběžných aktivech, což ovšem může zmenšit rentabilitu investovaného kapitálu. Ukazatele likvidity se obvykle prezentují ve formě poměru mezi dostupnými prostředky pro splacení a množstvím závazků, které musí být uhrazeny.⁷³

Tabulka 2: Ukazatele likvidity – vzorce

Likvidita	Vzorec
Okamžitá likvidita (L1) - Cash ratio - (0,2-1,1)	peníze / krátkodobé závazky
Pohotová likvidita (L2) - Acid test - (1-1,5)	(peníze + fin. maj. + krát. pohledávky) / krát. závazky
Běžná likvidita (L3) - Current ratio - (1,5-2,5)	oběžná aktiva / krátkodobé závazky

⁶⁸ Růčková, Petra. *Finanční analýza - metody, ukazatele, využití v praxi*. 7. aktualizované vydání. Praha : GRADA publishing, a.s., 2021, str. 136.

⁶⁹ Mařík, Miloš a kolektiv. *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 122.

⁷⁰ Růčková, Petra. *Finanční analýza - metody, ukazatele, využití v praxi*. 7. aktualizované vydání. Praha : GRADA publishing, a.s., 2021, str 58.

⁷¹ Knápková, Adriana, a další. *Finanční analýza, komplexní průvodce s příklady*. 3., kompletně aktualizované vydání. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2017. str. 228. ISBN 978-80-271-0563-2.

⁷² Mařík, Miloš a kolektiv. *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 117.

⁷³ Růčková, Petra. *Finanční analýza - metody, ukazatele, využití v praxi*. 7. aktualizované vydání. Praha : GRADA publishing, a.s., 2021, str 59 a 60.

Zdroj: Vlastní zpracování na základě Růčková a další⁷⁴

Okamžitá likvidita nám říká, z jaké části je podnik schopen uhradit krátkodobé závazky pouze peněžními prostředky. Dle Růčkové americká literatura uvádí doporučené rozpětí 0,9-1,1, pro podmínky v ČR je dolní hranice na úrovni 0,6, Ministerstvo průmyslu a obchodu používá dolní hranici na úrovni 0,2⁷⁵. Naopak kniha Knápkové a dalších uvádí rozpětí hodnoty na úrovni 0,2-0,5 s tím, že vyšší hodnoty představují neefektivní využití peněžních prostředků.⁷⁶

Pohotová likvidita vyjadřuje schopnost úhrady krátkodobých závazků z oběžného majetku do jednoho roku, tedy oběžný majetek bez zásob a dlouhodobých pohledávek. Běžně udávané rozpětí je v odborné literatuře 1-1,5. Nižší hodnoty jsou pozitivní pro vedení podniku a akcionáře, vyšší hodnoty ocení věřitelé.⁷⁷

Běžná likvidita vykazuje schopnost podniku uhradit své krátkodobé závazky oběžným majetkem, doporučené rozpětí je 1,5-2,5. Tato likvidita poskytuje informace o potenciální schopnosti podniku uspokojit požadavky svých věřitelů v situaci, kdy by všechna krátkodobá aktiva byla na okamžik přeměněna na peněžní prostředky.⁷⁸

Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti poskytují informace o prostředcích financování podnikatelského subjektu, míře kreditního rizika, a tedy také o potenciálu pro další zadlužení firmy.⁷⁹

Tabulka 3: Ukazatele zadluženosti – vzorce

Zadluženost	Vzorec
Podíl vlastního kapitálu na celkovém – Equity ratio	vlastní kapitál / aktiva
Úrokové krytí – Interest coverage (více jak 3, lépe nad 8)	EBIT / nákladové úroky
Průměrná doba splácení dluhů - (Debt Repayment Period)	(cizí zdroje-rezervy) / provozní cash flow

Zdroj: Vlastní zpracování na základě Knápková a další⁸⁰

⁷⁴ Růčková, Petra. *Finanční analýza - metody, ukazatele, využití v praxi*. 7. aktualizované vydání. Praha : GRADA publishing, a.s., 2021, str 60-63.

⁷⁵ Tamtéž, str 60.

⁷⁶ Knápková, Adriana, a další. *Finanční analýza, komplexní průvodce s příklady*. 3., kompletně aktualizované vydání. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2017, str. 95.

⁷⁷ Růčková, Petra. *Finanční analýza - metody, ukazatele, využití v praxi*. 7. aktualizované vydání. Praha : GRADA publishing, a.s., 2021, str 61 a 62.

⁷⁸ Tamtéž, str 62.

⁷⁹ Tamtéž, str 71.

⁸⁰ Knápková, Adriana, a další. *Finanční analýza, komplexní průvodce s příklady*. 3., kompletně aktualizované vydání. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2017, str. 88-90.

Equity ratio udává z jaké části jsou aktiva financována vlastníky (akcionáři), obvykle se doporučená úroveň pohybuje mezi 40-70 %.⁸¹ Ukazatel je jedním z nejdůležitějších ukazatelů zadluženosti a je nutné jej porovnat s ukazateli rentability.⁸²

Úrokové krytí udává, jak velký je bezpečnostní polštář pro věřitele. Doporučená spodní hranice ukazatele je 5, v ČR se často používá minimální velikost ukazatele na hodnotě 8. V případě nízké hodnoty tohoto ukazatele může předznamenávat finančních problémů.⁸³

Průměrná doba splácení dluhů určuje počet let, za kolik je podnik schopen splatit všechny svoje dluhy se současnou úrovní provozního cash flow. Ideální je, pokud tento ukazatel klesá.⁸⁴

Ukazatele rentability

Rentabilita investovaného kapitálu je ukazatelem efektivnosti generování zisku prostřednictvím využití investovaných prostředků, což odráží schopnost podniku generovat nové kapitálové zdroje. Indikátory výnosnosti jsou nástrojem pro posuzování celkové účinnosti konkrétní činnosti a časový trend by měl mít vzestupnou tendenci.⁸⁵

Tabulka 4: Ukazatele rentability – vzorce

Rentabilita	Vzorec
Rentabilita celkového vloženého kapitálu – ROA	EBIT/aktiva
Rentabilita celkového investovaného kapitálu – ROCE	EBIT / (vlastní kapitál + úročené dluhy)
Rentabilita vlastního kapitálu po dani – ROE	zisk/vlastní kapitál
Rentabilita tržeb po dani/ Zisková marže – ROS	zisk / tržby
Rentabilita tržeb z provozního zisku – RETS	provozní zisk / tržby
Rentabilita tržeb z provozního cash flow	provozní CF / tržby

Zdroj: *Vlastní zpracování na základě Růčková*⁸⁶

Rentabilita celkového kapitálu ROA – ve zvolené podobě s EBIT měří ziskovost pro vlastníky a věřitele bez daňového zatížení a zadlužení.⁸⁷

⁸¹ **Knápková, Adriana, a další.** Finanční analýza, komplexní průvodce s příklady. 3., kompletně aktualizované vydání. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2017, str. 88.

⁸² **Růčková, Petra.** *Finanční analýza - metody, ukazatele, využití v praxi.* 7. aktualizované vydání. Praha : GRADA publishing, a.s., 2021, str 73.

⁸³ Tamtéž, str. 73.

⁸⁴ **Knápková, Adriana, a další.** Finanční analýza, komplexní průvodce s příklady. 3., kompletně aktualizované vydání. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2017. str. 90.

⁸⁵ **Růčková, Petra.** *Finanční analýza - metody, ukazatele, využití v praxi.* 7. aktualizované vydání. Praha : GRADA publishing, a.s., 2021, str. 64.

⁸⁶ Tamtéž, str. 66-70.

⁸⁷ **Knápková, Adriana, a další.** Finanční analýza, komplexní průvodce s příklady. 3., kompletně aktualizované vydání. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2017, str. 102.

Rentabilita celkového investovaného kapitálu ROCE – měří, jak efektivně podnik hospodaří s dlouhodobými zdroji, tedy s vlastním kapitálem i úročenými dluhy.⁸⁸

Rentabilita vlastního kapitálu ROE – měří pro vlastníky (akcionáře) návratnost vloženého kapitálu. Její zvýšení může znamenat růst zisku či pokles vlastního kapitálu. Zpravidla platí, že výše tohoto ukazatele by měla být v čase vyšší než výše bezrizikových cenných papírů (státní dluhopisy).⁸⁹

Rentabilita tržeb po dani ROS – či zisková marže vypočítává, kolik čistého zisku přinesla 1 Kč získaných tržeb. Ukazatel je nutné porovnat s trhem, v případě nižší hladiny proti trhu jsou ceny produktů nízké a náklady jsou vyšší.⁹⁰

Rentabilita tržeb z provozního zisku RETS – je obdobný jako výše uvedený ROS, rozdíl je v tom, že do čitatele je použit provozní výsledek hospodaření. Tedy jedná se o ziskovost provozní části podniku.

Rentabilita tržeb z provozního CF udává, kolik provozních peněz generuje 1 Kč obratu, Generování finančních nadbytků z operativních procesů je klíčové pro další posilování konkurenční pozice obchodního subjektu.⁹¹

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity jsou měřítkem efektivity, s jakou podnik využívá specifické prvky svého kapitálu. Těchto indikátorů je dvojí povahy, jsou konstruovány buď jako počet obratu nebo jako doba obratu. Tyto ukazatele poskytují vhled do toho, jak podnik spravuje svá aktiva a jejich komponenty a jaký dopad má tato správa na rentabilitu a likviditu.

Tabulka 5: Ukazatele aktivity – vzorce

Ukazatel	Vzorec
Doba obratu zásob	$\text{zásoby} / (\text{nákl na prodané zboží} / 365)$
Doba obratu pohledávek	$\text{krátkodobé pohledávky} / (\text{tržby}/365)$
Doba obratu obchodních závazků	$\text{krátkodobé obch. závazky} / (\text{výkonová spotřeba}/365)$

Zdroj: Vlastní zpracování na základě Knápková a další⁹²

⁸⁸ **Knápková, Adriana, a další.** Finanční analýza, komplexní průvodce s příklady. 3., kompletně aktualizované vydání. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2017, str. 105.

⁸⁹ **Růčková, Petra.** Finanční analýza - metody, ukazatele, využití v praxi. 7. aktualizované vydání. Praha : GRADA publishing, a.s., 2021, str. 67.

⁹⁰ Tamtéž, str. 70.

⁹¹ Tamtéž, str. 80.

⁹² **Knápková, Adriana, a další.** Finanční analýza, komplexní průvodce s příklady. 3., kompletně aktualizované vydání. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2017, str. 102.

Doba obratu zásob je počítána ve jmenovateli s náklady vynaloženými na prodané zboží. Definuje se jako časový úsek nezbytný k transformaci peněžních zdrojů prostřednictvím produkce a distribuce zboží zpět do peněžní podoby, což se označuje jako jeden obrat. Teno ukazatel je nutno porovnat s konkurencí či trhem.⁹³

Doba obratu pohledávek vyjadřuje za jak dlouho jsou odběrateli hrazeny krátkodobé obchodní pohledávky. I tento ukazatel je nutné srovnávat s trhem, kratší lhůty inkasa jsou výhodnější, delší doba má za následek potřebu úvěrů a vyšší náklady.⁹⁴

Doba obratu obchodních závazků udává dobu, za jakou se podniku daří hradit krátkodobé obchodní závazky. Zde platí, že je pro podnik výhodnější doba obratu závazků delší než doba obratu pohledávek.⁹⁵

Bankrotní modely

Bankrotní modely patří mezi účelově vybrané ukazatele a mají za úkol diagnostikovat podnikovou finanční situaci. V tomto případě podat informaci, zda je podnik v blízké budoucnosti ohrožen bankrotem.⁹⁶

Vybrané bankrotní modely jsou uvedeny níže.

Vzorec 2: Altmanův model, veřejně neobchodované společnosti

$$Z = 0,717 \times X1 + 0,847 \times X2 + 3,107 \times X3 + 0,42 \times X4 + 0,998 \times X5$$

kde: $X1$ = pracovní kapitál / aktiva
 $X2$ = rentabilita čistých aktiv
 $X3$ = EBIT / aktiva
 $X4$ = tržní hodnota / celkové závazky
 $X5$ = tržby / aktiva

U **Altmanova** modelu platí následující: hodnota pod 1,2 je pásmem bankrotu, v rozpětí od 1,2 do 2,9 se podnik nachází v šedé zóně a nad 2,9 je podnik v pásmu prosperity.⁹⁷

⁹³ **Knápková, Adriana, a další.** Finanční analýza, komplexní průvodce s příklady. 3., kompletně aktualizované vydání. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2017, str. 108.

⁹⁴ Tamtéž, str. 108.

⁹⁵ Tamtéž, str. 109.

⁹⁶ **Růčková, Petra.** Finanční analýza - metody, ukazatele, využití v praxi. 7. aktualizované vydání. Praha : GRADA publishing, a.s., 2021, str 89.

⁹⁷ Tamtéž, str. 91.

Vzorec 3: Model IN05 – index důvěryhodnosti

$$IN05 = 0,13 \times \frac{A}{CZ} + 0,04 \times \frac{EBIZ}{U} + 3,97 \times \frac{EBIT}{A} + 0,21 \times \frac{VÝN}{A} + 0,09 \times \frac{OA}{KZ}$$

kde: A = aktiva
CZ = cizí zdroje
U = nákladové úroky
EBIT = zisk před daní a úroky
OA = oběžná aktiva
KZ = krátkodobé závazky
VÝN = výnosy

Model IN05, tento bankrotní model je zpracován manžely Neumaierovými a hodnotí finanční zdraví firem v českých podmínkách. Při hodnotách pod 0,9 ničí podnik svou hodnotu, při rozpětí od 0,9 do 1,6 se jedná o neutrální zónu, kdy podnik netvoří hodnotu, pokud je ukazatel nad 1,6, tak závodou hodnotu vytváří.⁹⁸

Vzorec 4: Tafflerův model

$$T(m) = 0,53 \times \frac{EBT}{KZ} + 0,13 \times \frac{OA}{CZ} + 0,18 \times \frac{KZ}{CA} + 0,16 \times \frac{T}{CA}$$

kde: T = tržby
CZ = cizí zdroje
EBT = zisk před zdaněním
OA = oběžná aktiva
KZ = krátkodobé závazky
CA = celková aktiva

Tafflerův model – modifikovaná verze sleduje ohrožení podniku bankrotem. Pokud je hodnota ukazatele pod 0,2, tak je podnik ohrožen velkou pravděpodobností bankrotu, v rozpětí od 0,2 do 0,3 se nachází šedá zóna, hodnota nad 0,3 znamená velmi malou pravděpodobnost bankrotu.⁹⁹

⁹⁸ **Růčková, Petra.** *Finanční analýza - metody, ukazatele, využití v praxi.* 7. aktualizované vydání. Praha : GRADA publishing, a.s., 2021, str 94.

⁹⁹ Tamtéž, str. 95.

Vyhodnocení finanční analýzy

Ve vyhodnocení finanční analýzy a zdraví podniku je provedena rekapitulace zjištěných analýz a ukazatelů a následně je zhodnocena jejich výše vůči trhu či konkurenci. Závěr finanční analýzy by měl analyzovat případná rizika či přednosti a taktéž určit perspektivnost podniku, tedy v kladném případě konstatovat, že z výsledků není ohroženo nekonečné trvání závodu – going concern.

3.3.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Další část analýzy dat podniku se zabývá rozdělením aktiv na provozně potřebná či nepotřebná, lze se setkat i s pojmy provozně nutná a nenutná aktiva. Tato analýza má za úkol rozdělit aktiva na provozně potřebná pro hlavní činnost a provozně nepotřebná pro činnost podniku, tedy ta aktiva, která při vyjmutí, jakkoliv neovlivní hlavní činnost podniku. Toto rozdělení je velmi důležité, při ocenění výnosovými metodami je provozně nepotřebný majetek (přeceněný) připočten k hodnotě zjištěné výnosovou metodou za provozní část podniku.¹⁰⁰ Jak uvádí Mařík a kol. ve své knize: „*při nevyčlenění neprovozního majetku bude výsledné ocenění (tedy chápané jako konečný součet hodnot obou částí) s největší pravděpodobností chybné.*“¹⁰¹

Hlavní provozně nepotřebná aktiva jsou:

- krátkodobý finanční majetek,
- peněžní prostředky,
- dlouhodobý finanční majetek a
- peněžní prostředky.

Dalším krokem po vymezení nepotřebných aktiv je zjištění provozně nutného investovaného kapitálu.

Posledním bodem této analýzy je očištění výnosů a nákladů o neprovozní výnosy a náklady související s neprovozními aktivy. Jednotlivé body jsou popsány níže.

¹⁰⁰ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.* 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 141-143.

¹⁰¹ Tamtéž, str. 142.

Krátkodobý finanční majetek

Jedná se o krátkodobé cenné papíry se splatností do 1 roku, ve státní rozvaze se jedná o řádek C.III. Neprovozním aktivem jsou tyto cenné papíry v případě, kdy slouží jako případné rezervy a lze je tedy kdykoliv prodat bez vlivu na provozní činnost podniku. Tento majetek bude ve většině případů neprovozním majetkem.¹⁰²

Peněžní prostředky

V rozvaze se jedná o řádek C.IV., tedy o peníze v pokladně, peníze na účtech a ceniny. Provozně nezbytné peněžní prostředky jsou obvykle odhadovány na úrovni okamžité likvidity (účty v bankách a peníze / krátkodobý cizí kapitál – případně krátkodobé neúročené závazky). Provozně potřebná likvidita je standardně doporučována do výše 20 %, v případě použití krátkodobých neúročených závazků i nad 20 %. Tedy peněžní prostředky nad těmito úrovněmi jsou považovány za provozně nepotřebné. Avšak je nutné zmínit, že u každého podniku a oboru podnikání je hranici provozně potřebných prostředků rozdílná a je tedy nutné ji prodiskutovat s managementem podniku.¹⁰³

Dlouhodobý finanční majetek

Dlouhodobý finanční majetek je v rozvaze veden na řádku B.III a jedná se zejména o obchodní podíly, dlouhodobé cenné papíry či zápůjčky, úvěry ovládané nebo ovládající osobě apod. Za nepotřebný dlouhodobý finanční majetek lze považovat takový finanční majetek, který je pouze dlouhodobým uložením peněz a není přímo provázán se základní činností podniku. V případě, že nejsou informace o finančním majetku dostatečné, tak je doporučeno jej zahrnout do nepotřebných aktiv.¹⁰⁴

Ostatní provozně nepotřebná aktiva

V majetku mohou být dále i další nepotřebná aktiva, která je nutná konzultovat s managementem podniku, může se jednat o:

- pohledávky nesouvisející s hlavní činností, nedobytné pohledávky,
- nemovité věci nesloužící pro hlavní činnost – bytová jednotka, rodinný dům, nevyužívané pozemky, chata apod. a

¹⁰² **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.* 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 144.

¹⁰³ Tamtéž, str. 144.

¹⁰⁴ Tamtéž, str. 145.

- nadbytečné a nepotřebné zásoby.¹⁰⁵

Provozně nutný investovaný kapitál

Po určení neprovozních aktiv je vhodné za minulé roky (obvykle posledních 5 let) vyčíslit investovaný kapitál do provozně nutných aktiv. Tato veličina se nazývá provozně nutný investovaný kapitál, který se zjistí jako součet provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného (upraveného) pracovního kapitálu. Z aktiv jsou vyřazena neprovozní aktiva, oběžná aktiva jsou snížena o krátkodobé neúročené závazky, dále se odečte časové rozlišení pasiv a přičte časové rozlišení aktiv.¹⁰⁶ V tabulce níže bude uvedeno schéma výpočtu provozně nutného investovaného kapitálu.

Tabulka 6: Provozně nutný investovaný kapitál postup výpočtu

Číslo kroku	Investovaný kapitál provozně nutný
1.	+ Dlouhodobý nehmotný majetek – provozní
2.	+ Dlouhodobý hmotný majetek – provozní
3.	+ Dlouhodobý hmotný majetek – provozní
4.	= Dlouhodobý majetek provozně nutný
5.	+ Zásoby – provozní
6.	+ Pohledávky – provozní
7.	+ Provozně nutné peněžní prostředky
8.	+ Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)
9.	- Krátkodobé závazky neúročené
10.	- Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)
11.	= Pracovní kapitál provozně nutný
12.	= Investovaný kapitál provozně nutný – součet kroku 4 a 11

Zdroj: Vlastní úprava dle knihy Miloše Maříka a kol.¹⁰⁷

Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Korigovaný provozní výsledek hospodaření se vypočítá tak, že se očistí provozní výsledek hospodaření o mimořádné či neprovozní výnosy a náklady. Vyloučit by se měly následující výnosy a náklady:

- tržby za prodaný majetek a materiál,
- zůstatkové ceny prodaného majetku a materiálu,
- odpisy neprovozního dlouhodobého majetku,
- výnosy z neprovozního majetku – nájemné z neprovozních nemovitostí, výnosy z neprovozních cenných papírů apod.

¹⁰⁵ Mařík, Miloš a kolektiv. *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 145.

¹⁰⁶ Tamtéž, str. 146 a 195.

¹⁰⁷ Tamtéž, str. 148.

- smluvní pokuty, dary, manka, škody, penále, úroky z prodlení apod.¹⁰⁸

Tabulka 7: Korigovaný provozní výsledek hospodaření

	Provozní výsledek hospodaření z výsledovky
+/-	Vyloučení VH z prodeje majetku
-	Vyloučení mimořádných výnosů
+	Vyloučení mimořádných nákladů
	Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Zdroj: Vlastní úprava dle knihy Miloše Maříka a kol.¹⁰⁹

3.3.5 Generátory hodnoty – analýza a prognóza

Je zásadní pochopit důvody za implementací konceptu generátorů hodnoty. Klíčem je zaměřit se na ty proměnné, které mají zásadní dopad na hodnotu. Díky rozborům generátorů hodnoty dosáhneme hlubšího a podrobnějšího vhledu do historie podniku. Finanční strategie by pak měla být pouze detailním rozšířením prognózy hodnotových generátorů. Pro ocenění jsou nejdůležitější tyto čtyři generátory:

- tržby,
- provozní zisková marže,
- pracovní kapitál a
- investice do dlouhodobého majetku.¹¹⁰

Tržby

Plánované tržby jsou již výsledkem strategické analýzy, viz kapitola 3.3.2. Jejich výše však může být ve finančním plánu korigována v návaznosti na kapacitní možnosti podniku jako např. investice a jejich financování.¹¹¹

Provozní zisková marže

Provozní zisková marže je počítána dle níže uvedené vzorce.

¹⁰⁸ Mařík, Miloš a kolektiv. *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 146, 147, 200 a 201.

¹⁰⁹ Tamtéž, str. 148.

¹¹⁰ Tamtéž, str. 150.

¹¹¹ Tamtéž, str. 150.

Vzorec 5: Provozní zisková marže ¹¹²

$$\text{provozní zisková marže} = \frac{\text{korigovaný provozní výsledek hospodaření}}{\text{tržby}}$$

V tuto chvíli nejsou známé plánované odpisy a daně, a tak je vhodné místo provozní ziskové marže použít korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH) před daní a odpisy. Vhodným postupem pro sestavení této ziskové marže je její prognóza shora a zdola.¹¹³

Základní je prognóza ziskové marže shora, je odvozena z historického vývoje marže a následně na tomto základě zdůvodněného prognózování budoucího vývoje. Pro její sestavení je nejprve nutné zjistit KPVH před daněmi a odpisy za minulost, vyjádřeno v procentech. Tuto marži za minulost je nutné analyzovat vzhledem ke konkurenční pozici závodu včetně vlivů výkonové spotřeby, osobních nákladů apod. Dalším krokem je, na základě předešlých analýz, stanovit odhad ziskové marže do budoucna, opět v procentech. Výpočet KPVH před daní a odpisy v příštích obdobích realizujeme jako součin předem odhadnutých tržeb a předpokládané ziskové marže.¹¹⁴

Při prognóze ziskové marže zdola je nejprve nutné naplánovat hlavní nákladové položky, jako výkonovou spotřebu, osobní náklady či náklady na prodané zboží. Prognóza těchto prvků se typicky koncipuje jako procentuální část z celkových tržeb. Dále jsou doplněny další nákladové a výnosové položky, poté je proveden dopočet korigovaného provozního zisku, ze kterého je dopočítána zisková marže. Cílem této metody je vytvoření odhadu ziskové marže, která je pečlivě podložena a zdůvodněna v kontextu pozice podniku, a současně realistická předpověď nákladových položek, což umožní vypracování výkazu zisku a ztrát. Prognóza ziskové marže by měla být doplněna srovnáním s obvyklými úrovněmi ziskové marže mezi konkurenty nebo v daném průmyslovém sektoru.¹¹⁵

Při sestavení ziskové marže výše uvedenými způsoby dochází k rozdílům, tyto rozdíly je nutné korigovat a obě ziskové marže sladit.

¹¹² ¹¹² **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.* 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 151.

¹¹³ Tamtéž, str. 151.

¹¹⁴ Tamtéž, str. 151-152.

¹¹⁵ Tamtéž, str. 153.

Pracovní kapitál

Tento pracovní kapitál je odlišný od běžného pracovního kapitálu, který se rovná celým oběžným aktivům sníženým o krátkodobý cizí kapitál. Pracovní kapitál pro generátory hodnoty je totožný s pracovním kapitálem uvedeným v předcházejícím bodě 3.3.4 při výpočtu investovaného kapitálu provozně nutného. Jedná se o následující položky oběžného majetku: peněžní prostředky, zásoby, pohledávky a časové rozlišení aktiv. Od součtu těchto položek jsou odečteny krátkodobé neúročené závazky a časové rozlišení pasiv. Uvedené položky majetku a závazků jsou použity pouze v provozně nutné výši. Oceňovatel musí mít schopnost určit intenzitu růstových trendů výkonnosti podniku v kontextu pracovního kapitálu. Zejména by se mělo přistupovat ke skladovým zásobám, pohledávkám a krátkodobým neúročeným závazkům s větší jemností než pouhým odhadem jejich budoucího růstu na základě minulých trendů. Budoucí vývoj těchto bilančních položek bude odrážet objem podnikových výkonů, který je měřitelný například prostřednictvím tržeb, a také další faktory, které mají vliv na obrátkovost těchto položek.¹¹⁶

V rámci hodnocení a plánování pohledávek, zásob a závazků realizujeme následující proces. Provádíme detailní analýzu náročnosti operací vztahujících se k jednotlivým částem pracovního kapitálu v minulém období. Je nezbytné analyzovat propojení mezi těmito operacemi a složkami pracovního kapitálu.¹¹⁷

Vzorec 6: Ukazatel doby obratu ve dnech ¹¹⁸

$$\text{Ukazatel doby obratu ve dnech} = \frac{\text{Položka pracovního kapitálu}}{\frac{\text{Tržby}}{365}}$$

Zaměříme se na identifikaci primárních faktorů vývoje sledovaných položek pracovního kapitálu (pohledávek, zásob a obchodních závazků), tyto informace jsou dostupné ve strategické analýze. V posledním kroku odhadneme budoucí vývoj náročnosti tržeb na položky pracovního kapitálu na základě předpokládaného působení zjištěných faktorů.¹¹⁹

¹¹⁶ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.* 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 157-158.

¹¹⁷ Tamtéž str. 158.

¹¹⁸ Tamtéž, str. 159.

¹¹⁹ Tamtéž, str. 159-161.

Investice do dlouhodobého majetku

I v tomto případě se jedná o investice do dlouhodobého majetku provozně nutného. Tento generátor hodnoty je nejvíce obtížný, jelikož se investice vyvíjejí v čase různorodě a jejich odhad do budoucna je obtížnější. Přístup k procesu identifikace investiční náročnosti může být kategorizován do tří modelů:

- globální přístup,
- přístup podle hlavních položek,
- přístup založený na odpisech.¹²⁰

Globální přístup je založen na studii provozně potřebného dlouhodobého majetku v kontextu tržeb. Doporučeným postupem je sledovat investice brutto, tedy investice do provozně nutného dlouhodobého majetku s odpisy. Koeficient náročnosti tržeb na investice brutto k_{DMb} je uveden ve vzorci níže.¹²¹

Vzorec 7: Koeficient náročnosti tržeb na investice brutto

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

Přístup podle hlavních položek je využíván pro nejbližší období a vychází z investičních plánů podniku na základě předpokládaných projektů a akcí. Tyto plány je vhodné pro jejich reálnost zkontrolovat předešlým globálním přístupem.¹²²

Posledním způsobem je přístup založený na odpisech, tento přístup vychází z faktu, že investice pod úrovní odpisů jsou přežití podniku dlouhodobě neudržitelné. U tohoto přístupu se doporučuje jej zkombinovat s předešlými dvěma.¹²³

3.3.6 Finanční plán podniku

Finanční plán je vyústěním předchozích analýz, zejména pak generátorů hodnoty, a měl by být použit vždy, když je podnik oceňován některou z výnosových metod. Standardně se finanční plán skládá z následujících účetních výkazů: rozvaha, výkaz zisku a ztrát a přehled o peněžních tocích. Je zcela nezbytné zdůraznit, že v situaci, kdy hlavním

¹²⁰ Mařík, Miloš a kolektiv. *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 161-163.

¹²¹ Tamtéž, str. 162.

¹²² Tamtéž, str. 163.

¹²³ Tamtéž, str. 163.

účelem ocenění je určení tržní nebo objektivizované hodnoty, je nezbytné přistupovat s velkou opatrností k nekritickému přebírání plánu od managementu. Finanční plán převzatý od managementu je možný pouze v případě investičního ocenění.¹²⁴

Z předchozí analýzy a prognózy generátorů hodnoty jsou naplánovány nejdůležitější položky tvořící základní strukturu finančního plánu, jedná se o tržby provozní, ziskovou marži a s ní související provozní zisk, výši zásob, pohledávek, závazků a taktéž plánované investice do dlouhodobého majetku. Výše uvedené položky jsou kostrou finančního plánu, dalšími úkony pro sestavení finančních výkazů jsou:

- plán financování souvisejí s odhadem nákladu kapitálu do budoucna pro diskontní míru – úvěry, splátky úvěrů apod.,
- méně významné položky bez významného vlivu na ocenění – jako např. některé výnosy, náklady, závazky či pohledávky,
- položky určené jako nesouvisející s hlavním provozem podniku, které by měly být ve finančním plánu jasně vyznačené, jsou to např. prodej nepotřebného majetku, peníze nad provozní výši, cenné papíry apod.,
- výplaty podílů ze zisku či dividend, nezahrnutí vede k neúměrnému zvyšování peněžních prostředků v rozvaze,
- poslední složkou jsou formální dopočty chybějící pro sestavení kompletních finančních výkazů, jsou jimi např.: dopočet všech peněžních toků, fondy ze zisku, stav majetku ke konci jednotlivých let či nerozdělený zisk.¹²⁵

Finanční plán pro ocenění je obvykle sestavován více agregovaně, než jej sestavuje např. management podniku pro účely krátkodobého plánování či pro účetnictví. Je nutné poznamenat, že výše uvedený postup je pouze jakýmsi návodem či průvodcem pro sestavení finančního plánu. Postupy pro samotné techniky plánování jsou různé a věnuje se jim několik publikací. Taktéž je nutné zmínit, že při sestavování finančního plánu se v jeho průběhu oceňovatel vrací mezi jednotlivými kroky čímž dochází ke sladění plánu.¹²⁶

Hálek ve své knize uvádí, že příprava finančního plánu se zakládá na plánech produkce, prodeje a hospodaření. Ve spolupráci s oceňovaným subjektem se z těchto podkladů sestaví reálný finanční plán, jenž slouží jako základ pro výnosové ocenění podniku. Pokud je již

¹²⁴ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.* 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 175-176.

¹²⁵ Tamtéž, str. 176-177.

¹²⁶ Tamtéž, str. 177.

k dispozici podnikový finanční plán, je úkolem znalce odhalit a odstranit jakékoliv nedostatky, nesrovnalosti či nereálné předpoklady a očekávané výsledky.¹²⁷

3.4 Metody oceňování podniků

Tržní prostředí pochopitelně vyvolalo potřebu popsat vhodné metody a využívat je při tržních transakcích s podniky. Rozhodujícím faktorem pro určování hodnoty je dlouhodobě charakter a objem aktiv a dosahovaná výnosnost. Oba tyto faktory postupně vyvolaly usměrnění do třech základních oceňovacích přístupů. Jedná se o:

- ocenění na základě analýzy výnosů podniku (výnosové metody),
- ocenění na základě analýzy trhu (tržní metody),
- ocenění na základě analýzy majetku (majetkové metody).¹²⁸

Jednotlivé oceňovací přístupy byly stanoveny za předpokladu dlouhodobého stabilizovaného tržního prostředí. Jak uvádí Mařík a kol. v knize *Metody oceňování podniku*, tak jsou nejpoužívanější oceňovací přístupy a jednotlivé jejich metody specifikovány následovně:

A. Ocenění na základě analýzy výnosů – výnosové metody

- Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- Kombinované (korigované) výnosové metody
- Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

B. Ocenění na základě analýzy trhu – tržní metody

- Ocenění na základě tržní kapitalizace
- Ocenění na základě srovnatelných obchodních závodů
- Ocenění na základě údajů o závodech uváděných na burzu
- Ocenění na základě srovnatelných transakcí
- Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů

¹²⁷ Hálek, Vítězslav. *Oceňování majetku v praxi*. Bratislava : DonauMedia, s.r.o., 2009. str. 163-164.

¹²⁸ Mařík, Miloš a kolektiv. *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 44.

C. Ocenění na základě analýzy majetku – majetkové metody

- Účetní hodnota na principu historických cen
- Substanční hodnota na principu nákladů znovupořizení
- Substanční hodnota na principu úspory nákladů
- Majetkové ocenění na principu tržních hodnot
- Likvidační hodnota¹²⁹

Dle Maříka by výsledná hodnota podniku měla být „*tvořivou syntézou výsledků jednotlivých metod*“¹³⁰. Tedy v závěru ocenění by měli být jednotlivé metody porovnány a z jejich výsledků stanovit výslednou hodnotu. S tímto postupem se jednoznačně ztotožňují a lze jej z mého hlediska považovat za ten nejvíce odpovídající realitě.

Kislingerová ve své publikaci popisuje proces odhadu hodnoty podniku, zdůrazňující, že neexistuje jedna správná metoda. Odhadce volí metodu podle cíle a typu aktiv podniku a často používá více metod pro ověření závěrů. Závěr je potom formulován na základě analýzy a srovnání výsledků jednotlivých metod.¹³¹

V této diplomové práci budou podrobně popsány pouze metody použité pro ocenění STROM PRAHA a.s. v praktické části. Jedná se o metodu DCF entity a účetní metodu.

3.4.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

Metoda diskontovaného cash flow, známá také jako DCF (Discounted Cash Flow), je finanční modelovací technika, která je často používána pro hodnocení investičních projektů, ocenění podniku nebo rozhodování o nákupu či prodeji aktiv. Tato metoda se zaměřuje na odhad budoucích peněžních toků, které podnik nebo investice může vytvářet, a tyto toky pak diskontuje na současnou hodnotu pomocí předem stanovené diskontní sazby. Diskontní sazba odráží očekávané riziko a náklady kapitálu. DCF metoda je široce uznávána pro svou teoretickou správnost a komplexnost, nicméně v praxi může být její použití komplikované

¹²⁹ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.* 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 45.

¹³⁰ Tamtéž, str. 45.

¹³¹ **Kislingerová, Eva.** *Oceňování podniku.* 2. přepracované a doplněné vydání. Praha : C. H. Beck, 2001. str. 22.

kvůli potřebě přesných a realistických odhadů budoucích peněžních toků a správné volbě diskontní sazby.¹³²¹³³

Metoda DCF je využívána zejména ve Velké Británii a USA. Existují tři fundamentální metody pro kalkulaci hodnoty výnosu prostřednictvím metody DCF:

- entity – peněžní toky pro vlastníky i věřitele, Diskontováním peněžních toků ve dvou krocích nejprve zjistíme hodnotu brutto, následně od této hodnoty odečte cizí kapitál ke dni ocenění, výsledkem je hodnota netto, nejvíce používaná varianta,
- equity – peněžní toky pro vlastníky diskontujeme a výsledkem je hodnota netto,
- APV – hodnota brutto je součtem hodnoty s nulovým zadlužením a současné hodnoty daňových úspor z úroků, na závěr je stejně jako u varianty entity odečten cizí kapitál ke dni ocenění, výsledek je hodnota netto.

3.4.1.1 Diskontní míra

Primární funkcí diskontní sazby je konverze budoucích příjmů na současnou hodnotu, reprezentace anticipovaného výnosu investice v časovém horizontu a také adekvátní zahrnutí rizikovosti spojené s investováním do podílů daného podniku.¹³⁴

Výpočet diskontní míry se liší podle výběru varianty metody DCF, výstupy jsou následující:

- DCF entity – diskontní míra = průměrné vážené náklady kapitálu (WACC),
- DCF equity – diskontní míra = náklady na vlastní kapitál,
- DCF APV – diskontní míra,
 - pro hodnotu firmy = náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení,
 - pro daňový štít = náklady cizího kapitálu.¹³⁵

V této diplomové práci bude popsána diskontní míra v podobě průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC), která je používána pro výpočet metody DCF ve variantě entity,

¹³² **Kislingerová, Eva.** *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha : C. H. Beck, 2001. str. 145.

¹³³ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 192-193.

¹³⁴ **Kislingerová, Eva.** *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha : C. H. Beck, 2001. str. 174.

¹³⁵ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 242.

kteřá bude prakticky zpracovány ve druhé části této diplomové práce. Základním principem je, že vážený průměrný náklad kapitálu (WACC) musí odrážet nejen předpokládanou návratnost pro investory (akcionáře a věřitele), ale také úroveň rizika, vzorec je dle Kislingerové následující:¹³⁶

Vzorec 8: Výpočet WACC

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

kde r_d = náklady na cizí kapitál,
 t = sazba daně,
 D/C = tržní hodnota cizího kapitálu,
 C = tržní hodnota investovaného kapitálu,
 r_E = náklady na vlastní kapitál,
 E/C = tržní hodnota vlastního kapitálu,
 E = tržní hodnota vlastního kapitálu.

Náklady na cizí kapitál - r_d

Náklady na cizí kapitál představují pro podnik náklady, které jsou spojeny s využitím zdrojů financí, jež nejsou vlastním kapitálem firmy. Tyto náklady mohou mít různé formy, například úroky z bankovních úvěrů, leasingových splátek, dluhopisů, nebo jiných finančních nástrojů. Výše těchto nákladů je dána úrokovou sazbou, kterou podnik zaplatí za využití těchto zdrojů. Výpočet nákladů na cizí kapitál je klíčový pro strategické rozhodování podniku, jelikož ovlivňuje volbu mezi vlastním a cizím kapitálem při financování jeho činnosti. Zároveň je důležité podotknout, že náklady na cizí kapitál jsou pro firmu daňově uznatelné, což znamená, že snižují základ daně z příjmů podniku.

Výpočet nákladů na cizí kapitálové zdroje provedeme jako váženou aritmetickou střední hodnotu z efektivních úrokových měř, placených za různý cizí kapitál. V praktickém kontextu se nepředpokládá, že úrokové sazby, za které si podnik získává externí finanční prostředky, budou konstantní. Kondice na trhu s kapitálem se dynamicky mění a současně s tím dochází k modifikacím úrokových sazeb. Dalším elementem transformace jsou již zmíněné nároky na výnos jako kompenzaci za poskytnutí půjčky. Pokud se bonita firmy zhorší, věřitelé by vyžadovali vyšší rentabilitu za vyšší míru rizika a dohodnutá rentabilita

¹³⁶ **Kislingerová, Eva.** *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha : C. H. Beck, 2001. str. 176.

se nesrovnává s očekávaným výnosem do doby splatnosti. Na základě uvedených faktorů se náklady na cizí kapitál vypočítají jako suma bezrizikového výnosového ukazatele a rizikového příplatku pro cizí kapitál.¹³⁷

Vzorec 9: Výpočet nákladů cizího kapitálu - r_d

$$r_d = r_f + RP$$

kde r_d = náklady na cizí kapitál,
 r_f = bezriziková výnosová míra výnosnosti státních dluhopisů,
RP = riziková přírážka pro cizí kapitál podle ratingu daného dluhu.

Bezriziková výnosová míra je nejčastěji uvažována v podobě státních dluhopisů se splatností minimálně 10 let, avšak doporučená splatnost je 20 i 30 let.¹³⁸ Tato míra je popsána v další podkapitole – Náklady vlastního kapitálu.

Damodaran popisuje metody stanovení rizikové přírážky pro výpočet nákladů na cizí kapitál. U obchodovatelných dluhopisů lze náklady určit pomocí očekávaného výnosu, u neobchodovatelných dluhopisů je možné využít společností rating a rizikovou přírážku k němu. Pro společnosti bez ratingu lze využít Damodaranovy tabulky a stanovit rizikovou přírážku na základě syntetického ratingu, který je určen na základě hodnoty úrokového krytí.¹³⁹

Náklady na vlastní kapitál – r_E

Kalkulace nákladů na vlastní kapitál reprezentuje predikovanou výnosovou sazbu, kterou investoři anticipují, s přihlédnutím k rizikovosti spojené s danou investicí. Při stanovení těchto výnosových indikátorů se primárně orientujeme na porovnatelné investice s identickým rizikovým profilem. Nicméně, investování do akciového kapitálu je riskantnější než uložení přechodně dostupných finančních prostředků do bankovní instituce (bez rizika), a tedy výnosová sazba musí být vždy vyšší než "bezrizikový výnos", který je možné získat v bance či prostřednictvím státních dluhopisů.¹⁴⁰

¹³⁷ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.* 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 248-249.

¹³⁸ Tamtéž, str. 255.

¹³⁹ **DAMODARAN, Aswath.** *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset.* Third edition. Wiley finance series. Hoboken: John Wiley : Wiley finance series, 2012.

¹⁴⁰ **Kislingerová, Eva.** *Oceňování podniku.* 2. přepracované a doplněné vydání. Praha : C. H. Beck, 2001. str. 187.

Náklady na vlastní kapitál je možné zjistit vícero způsoby, volbu výpočtu určuje zejména báze hodnoty. Při zjištění investiční hodnoty jsou náklady vlastního kapitálu počítány z pohledu daného investora, tedy je možné si tuto míru stanovit či případně odhadnou ze stavebnicové metody. V případě zjištění tržní nebo objektivizované hodnoty je vhodné využít model výpočtu vycházející z dat kapitálových trhů, standardně se jedná o model CAPM (capital asset pricing model).¹⁴¹ Tento model bude v odstavcích níže popsán.

CAPM – Capital asset pricing model

Pro determinaci rizikového příplatku, což je interpretováno jako rozdíl mezi očekávaným výnosem z cenného papíru a bezrizikovým ukazatelem, je nutné vycházet z následujících premis. Rizikový příplatek je úměrný nediverzifikovanému riziku cenného papíru, jež je také označováno jako systematické. Tento faktor rizikovosti je kvantifikován pomocí jeho beta hodnoty. Vzorec je následující:

Vzorec 10: Výpočet CAPM¹⁴²

$$r_E = r_f + (R_m - r_f) \cdot \beta$$

kde r_E = náklady vlastního kapitálu,
 r_f = bezrizikový výnos,
 $R_m - r_f$ = výnos za tržní riziko = riziková premie,
 R_m = průměrný výnos tržního portfolia,
 β = koeficient beta,
E/C = tržní hodnota vlastního kapitálu

- **bezrizikový výnos - r_f**

V rámci Spojených států amerických jsou vládní pokladniční poukázky (T-Bills) vnímány jako extrémně nízkorizikové investiční nástroje. Odborníci v oblasti financí na celosvětové úrovni obecně preferují využití výnosu do splatnosti státních dluhopisů s minimální zbývající dobou splatnosti deseti let, ideálně však dvaceti nebo třiceti let (T-Bonds). Jako zdroj bezrizikového výnosu na českém kapitálovém trhu je doporučováno využít například výnosy do splatnosti státních dluhopisů s minimální zbývající dobou do

¹⁴¹ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.* 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 251.

¹⁴² **Kislingerová, Eva.** *Oceňování podniku.* 2. přepracované a doplněné vydání. Praha : C. H. Beck, 2001. str. 188 a 189.

splatnosti deseti let a více. Volba dat pro Českou republiku nebo Spojené státy americké závisí na zvoleném postupu při výpočtu nákladů na vlastní kapitál (viz níže).¹⁴³

Běžně jsou doporučovány dlouhodobé vládní obligace, teoreticky by mohla být adekvátní také obligace s časovým horizontem třiceti let. Zdá se, že nejvhodnější volbou je využití dlouhodobých průměrů krátkodobých pokladničních poukázek. Nicméně praxe jednoznačně potvrzuje, že pro tyto účely jsou nejčastěji využívány dlouhodobé státní dluhopisy.¹⁴⁴

- **tržní riziková prémie - $R_m - r_f$**

Riziková prémie by měla být vyčíslena tak, aby odrážela očekávané výnosy z rizikového tržního portfolia. Jinými slovy, měla by kvantifikovat očekávaný rozdíl výnosu z rizikového tržního portfolia ve srovnání s bezrizikovými aktivy. Je důležité zdůraznit, že model cen aktiv (CAPM) vyžaduje, aby byl tento rozdíl ($R_m - r_f$) vyjádřen na úrovni očekávaných výnosů. V praxi se začínají objevovat pokusy o odhad rizikové premie na základě budoucích tržních očekávání. Přesto stále převažuje postup odhadu budoucí premie na základě minulých výsledků dosažených na kapitálových trzích. Postup odhadu tržního výnosu z historie je následující:

- zjistit dlouhodobý výnos akcií kapitálového trhu - R_m ,
- zjistit průměrnou výnosnost státních dluhopisů - r_f ,
- rozdíl dlouhodobého a průměrného výnosu je tržní riziková prémie.

Výše uvedený postup v sobě skrývá tyto problémy:

- jaký zvolit pro výpočet časový horizont,
- jak vypočítat průměrnou výnosnost,
- a jaký kapitálový trh použít.¹⁴⁵

¹⁴³ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.* 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 255

¹⁴⁴ **Kislingerová, Eva.** *Oceňování podniku. 2. přepracované a doplněné vydání.* Praha : C. H. Beck, 2001. str. 190-191.

¹⁴⁵ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.* 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 255-256.

U výběru časového horizontu se Mařík a kol.¹⁴⁶, Kislingerová¹⁴⁷ i Damodaran¹⁴⁸ shodnou, všichni doporučují co nejdější časové období. Dostupná data za období od roku 1926 uvádí např. Ibbotson, data od roku 1928 uvádí na svém webu prof. Damodaran.¹⁴⁹ Uvedená dlouhodobá data jsou z amerického či světového kapitálového trhu.

Další problém se týká jak vypočítat průměrnou výnosnost, obvykle se používá aritmetický a geometrický průměr. Obě varianty mají své zastánce a závěry s diskuzí nejsou jednoznačné. Kislingerová pouze zmiňuje že aritmetický průměr je většinou vyšší než geometrický a aritmetický průměr je citlivý na délku časového období, což se liší od geometrického průměru, který takovou závislost nevykazuje.¹⁵⁰ Mařík a kol. uvádí, že s diskuzí v různých publikacích vyplývá mírná převaha geometrického průměru, konečná volba je primárně záležitostí konsensu v rámci expertní komunity.¹⁵¹

Poslední metodický problém se zabývá volbou kapitálového trhu, pro optimální výsledky by bylo ideální provést výpočet na základě národních dat, ale tento přístup je problematický vzhledem k dlouhodobosti a šíři národních akciových trhů. Zdá se, že nejefektivnější metodou je výpočet prémie na základě informací z globálního, případně preferenčně amerického kapitálového trhu, a následné přizpůsobení těchto premií podmínkám národních trhů. V podstatě se tedy jedná o základní výpočet prémie na základě amerických dat upravených o riziko země. Tato metodologie je aplikována nejen v České republice, ale také v dalších zemích s méně vyvinutými kapitálovými trhy.¹⁵²

Primárním krokem je identifikace kreditního hodnocení daného státu, tzv. rating země. Údaje o ratingu země zveřejňují významné ratingové agentury Moodys a Standard and Poors, případně je uvádí na svém webu prof. Damodaran. Hodnocení národního hospodářství je esenciální pro stanovení odpovídající velikosti rizikového příplatku, který je také označován jako riziko úpadku dané země. Tato specifická data je možné nejefektivněji dohledat na webových stránkách profesora Damodarana. Rating země se promítá do rizikové

¹⁴⁶ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.* 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018.

¹⁴⁷ **Kislingerová, Eva.** *Oceňování podniku.* 2. přepracované a doplněné vydání. Praha : C. H. Beck, 2001. str. 190-191.

¹⁴⁸ **DAMODARAN, Aswath.** *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset.* Third edition. Wiley finance series. Hoboken: John Wiley : Wiley finance series, 2012.

¹⁴⁹ Dostupné z webu: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, sekce Data.

¹⁵⁰ **Kislingerová, Eva.** *Oceňování podniku.* 2. přepracované a doplněné vydání. Praha : C. H. Beck, 2001. str. 194.

¹⁵¹ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.* 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 257.

¹⁵² Tamtéž, str. 257 a 258.

přirážky, zvané riziko selhání země, což lze nalézt na webu profesora Damodarana.¹⁵³ Hodnocení daného rizika je odvozeno z difference mezi výnosem korporátních dluhopisů USA, které mají stejné hodnocení jako hodnocený stát, a výnosem státních dluhopisů USA k datu ocenění. Dalším determinantem, který má vliv na výpočet rizikového výnosu státu, je poměr mezi volatilitou akciového trhu a volatilitou vládních dluhopisů daného státu. Výpočet rizikové prémie á potom následující tvar:

Vzorec 11: Riziková prémie země

$$\text{Riziková prémie země} = \text{Riziko selhání země} \cdot \frac{\text{volatilita trhu akcií}}{\text{volatilita vládních dluhopisů}}$$

- **koeficient beta - β**

Kislingerová např. uvádí, že beta je ukazatel tržního rizika cenných papírů v modelu CAPM, který se odhaduje pomocí regresní analýzy. Tento ukazatel lze získat na základě publikovaných odhadů či vlastního výpočtu.¹⁵⁴ Mařík a kol. je naopak více konkrétní a zmiňuje, že koeficient beta (β) popisuje riziko a výnosnost jednotlivých akcií v porovnání s celkovým kapitálovým trhem. Beta rovné jedné znamená, že riziko a prémie za riziko akcie jsou průměrné. Pokud je beta vyšší než jedna, výnos z dané akcie převyšuje průměrnou prémii za riziko na trhu. Riziko je definováno jako odchylka výnosu akcie od jeho průměru. Koeficient β je možné vypočítat třemi způsoby:

- z historických dat,
- analogií a
- analýzou působících faktorů.¹⁵⁵

Historické β

Konvenční strategií pro odhadování beta koeficientu je využití regresní analýzy, která koreluje historické výnosy podniku s historickými výnosy trhu. Tento vztah se matematicky vyjadřuje jako $R_j = a + bR_m$, kde R_j představuje historické výnosy podniku, R_m symbolizuje historické výnosy trhu a koeficient b slouží jako regresní koeficient, jenž vyjadřuje beta parametr. Tato metoda však má své omezení, neboť je vhodná primárně pro akciové společnosti obchodované na burze. Dalším omezením je variabilita spolehlivosti beta

¹⁵³ Dostupné z webu: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, sekce Data, Country Risk Premiums

¹⁵⁴ **Kislingerová, Eva.** *Oceňování podniku. 2.* přepracované a doplněné vydání. Praha : C. H. Beck, 2001. str. 193.

¹⁵⁵ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.* 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 262.

koeficientů na rozličných trzích. Největší důvěru většinou vykazují beta koeficienty z kapitálových trhů v USA, popřípadě v Německu. Přesto i v těchto případech nemusí být stabilita odhadovaného beta koeficientu garantována.¹⁵⁶

Metoda analogie β

V tomto případě se používají koeficienty beta veřejně obchodovaných podniků či odvětví. Takto použitá data je nutné očistit o odlišnosti obchodního rizika či různorodé kapitálové struktury. Pokud je kapitálová struktura významně odlišná, je nutné vypočítat nezadlužená β (nulové zadlužení). Vzorec pro výpočet β_N je následující:

Vzorec 12: Výpočet beta nezadlužená β_N ¹⁵⁷

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

kde β_N = beta nezadlužená,
 β_Z = beta zadlužená,
 d = sazba daně z příjmu,
 CK = cizí kapitál,
 VK = vlastní kapitál.

Dalším krokem je zjištění nezadlužené bety na konkrétní kapitálovou strukturu závodu v tržních hodnotách.

Vzorec 13: Výpočet beta zadlužená β_Z ¹⁵⁸

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

Jako výchozí bod můžeme zvolit průměrné beta koeficienty pro dané odvětví při absenci zadlužení, které zveřejňuje Damodaran, a následně je přizpůsobit specifickému zadlužení. Alternativní přístup spočívá ve výběru beta koeficientu pro příslušné odvětví na trhu, na němž hodnocená firma operuje. Jak již bylo předtím zmíněno, nižší stupeň vyspělosti lokálních trhů může vést k menší hodnověrnosti dat. V takových situacích je

¹⁵⁶ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.* 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 262-263.

¹⁵⁷ Tamtéž, str. 263.

¹⁵⁸ Tamtéž, str. 263.

možné využít data ze severoamerických nebo evropských trhů. Zdroje pro tyto data poskytují internetové stránky prof. Damodarana.¹⁵⁹

Odhad beta na základě analýzy faktorů

Např. Mařík a kol. uvádí, že výpočet bety vychází z analyzování faktorů působících na podnik, jsou jimi oblast podnikání, provozní páka a finanční páka. Základem je předpoklad bety u průměrně rizikového podniku na úrovni 1, následně je provedena úprava o faktory obchodního a finančního rizika. Riziková premie má poté následující vzorec:¹⁶⁰

Vzorec 14: Výpočet beta z analýzy faktorů

$$\beta = 1 + OR + FR$$

kde OR = přírážka za systematické obchodní riziko,
FR = přírážka za systematické finanční riziko.

3.4.1.2 DCF entity

Diskontované peněžní toky ve variantě entity jsou peněžními toky pro věřitele a vlastníky, anglicky free cash flow to firm = FCFF. Nejprve je tedy nutné vypočítat volný peněžní tok pro podnik, postup je následující:

Tabulka 8: Výpočet volných peněžních toků pro DCF entity

Číslo kroku	Úkon
1.	+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVH _d)
2.	- Upravená daň z příjmu (=KPVH _D x daňová sazba)
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)
4.	+ Odpisy
5.	+ ostatní náklady započtené v provozním VH
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	= Volný peněžní tok (FCF)

Zdroj: Vlastní úprava dle knihy Miloše Maříka a kol.¹⁶¹

¹⁵⁹ Mařík, Miloš a kolektiv. *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.*

4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 264-266.

¹⁶⁰ Tamtéž, str. 267-269.

¹⁶¹ Tamtéž, str. 199.

Korigovaný provozní výsledek hospodaření pro FCFE

Kalkulace klíčových peněžních výnosů z hospodářského hlediska (KPVH) představuje základní krok pro odhadování dostupných finančních prostředků a platí pro něj tyto obecné zásady:

- náklady na cizí kapitál neodečítat, ve variantě entity hledáme cash flow pro věřitele a vlastníky,
- odečíst všechny položky jednorázového a mimořádného charakteru,
- očistit o náklady a výnosy související s provozně nepotřebným majetkem.

Adherencí k stanoveným pravidlům lze zajistit, že KPVH je odrazem hospodářské aktivity vygenerované provozně nutným investovaným kapitálem. V kalkulaci KPVH se bude zakládat na provozním hospodářském výsledku, přičemž se zaručí eliminace finančního hospodářského výsledku, který je majoritně spojen s finančním aktivem separovaným v kontextu segmentace aktiv na operačně nutná a nenutná. Taktéž nebudou odečítány úrokové náklady, jež jsou součástí procesu při hodnocení hodnoty podniku ve variantě entity.¹⁶²

Tabulka 9: Výpočet korigovaného výsledku hospodaření

Korigovaný provozní výsledek hospodaření (z VZaZ)
- Provozní výnosy mimořádné, jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ Provozní náklady mimořádné, jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ Výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného majetku
- Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem
= Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Zdroj: Vlastní úprava dle knihy Miloše Maříka a kol.¹⁶³

Investice pro FCFE

Investice pro volný peněžní tok jsou investicemi brutto. Investice určené pro výpočet disponibilního finančního toku jsou označovány jako hrubé investice (brutto). Ty zahrnují jak obnovovací, tak rozšiřovací investice, které jsou známé jako netto brutto. Obnovovací investice odpovídají velikosti ročních odpisů. Vzorec pro výpočet

Vzorec 15: Výpočet investice brutto

$$\text{investice brutto} = \text{odpisy} + \text{investice netto}$$

¹⁶² Mařík, Miloš a kolektiv. *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 199-203.

¹⁶³ Tamtéž, str. 203.

Výpočet hodnoty

V procesu aplikace modelu DCF identifikujeme jednotlivé etapy, které jsou charakterizovány různými rychlostmi růstu podniku. Neexistuje konkrétní norma, která by určovala správnou dobu trvání jednotlivých etap. Obecný princip indikuje, že kratší doba první etapy má větší dopad na finální hodnotu druhé etapy.¹⁶⁴ Obvykle je výpočet hodnoty podniku proveden dvoufázovou metodou, v některých případech jsou použity i 3 fáze, kdy druhá fáze je přechodná a 3. fáze je období stability. Při používanější dvoufázové variantě jsou v první fázi naplánovány peněžní toky pro jednotlivé roky, výpočet druhé fáze je prováděn od ukončení první fáze až do nekonečného časového horizontu. Hodnota podniku pomocí dvoufázové metody vychází z následujícího vzorce:

Vzorec 16: Výpočet hodnoty podniku dvoufázovou metodou¹⁶⁵

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

kde T = délka první fáze v rocích,
PH = pokračující hodnota,
 i_k = diskontní míra na úrovni WACC.

První fáze této metody, někdy označovaná jako prognostické období, může být různě dlouhé v závislosti na specifickém kontextu, ve kterém se metoda DCF používá. Typicky se však jedná o období třech až deseti let. Tato fáze je kritická pro celkovou přesnost metody DCF, protože během ní se provádí předpovědi budoucích peněžních toků. Tyto prognózy musí být co nejpreciznější, protože jakákoli chyba v nich se může výrazně projevit v konečném výsledku. Během prognostického období se musí zohlednit mnoho faktorů, včetně očekávaných změn ve výnosnosti, růstu, inflaci, úrokových sazeb a dalších ekonomických proměnných.¹⁶⁶ Výsledná hodnota první fáze je výsledkem součtu diskontovaných FCFF v jednotlivých letech.

¹⁶⁴ **Kislingerová, Eva.** *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha : C. H. Beck, 2001. str. 168.

¹⁶⁵ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 207.

¹⁶⁶ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 208-210 a **Kislingerová, Eva.** *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha : C. H. Beck, 2001. str. 169.

Pokračující hodnota vychází z následujících předpokladů uvedených Damodaranem¹⁶⁷ a Maříkem a kol.¹⁶⁸:

- stabilizuje se podíl na trhu, zisková marže, rentabilita kapitálu či obrat kapitálu,
- konstantní růst závodu, míra investic je stabilní a
- stabilní rentabilita investic netto.

Gordonův vzorec

Následně je úlohou oceňovatele zvolit parametry a techniku výpočtu pro pokračující hodnotu. Nejvíce používaný výpočet je v praxi i odborné literatuře (Mařík a kol.¹⁶⁹ a Kislingerová¹⁷⁰) uváděn Gordonův vzorec. Jeho vzorec je následující:

Vzorec 17: Gordonův vzorec¹⁷¹

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g}$$

kde T = poslední rok z prognózy,
 g = tempo růst FCF během druhé fáze,
 i_k = kalkulovaná úroková míra – WACC.

Aby mohl výše uvedený vzorec platit, je nutné aby $i_k > g$

Parametr i_k bude substituován hodnotou WACC, určenou v závěru první fáze. Růstový koeficient g je odvozený ze závěru strategické analýzy, přičemž se z dlouhodobé perspektivy předpokládá zachování tržního podílu, což by mělo mít za následek shodné tempo růstu tržeb s tempem růstu relevantního trhu. Jak bylo dříve uvedeno, předpokladem pro odhad pokračující hodnoty je konstantní růst firmy a stabilizace finančních ukazatelů podniku.

Pro výpočet Gordonova vzorce je nutný poslední parametr $FCFF_{T+1}$, který symbolizuje volný cash flow do podniku pro období, kdy již nejsou k dispozici finanční plány. Výpočet parametru je dle Mařík a kol. vyjádřen následujícím vzorcem:¹⁷²

¹⁶⁷ **DAMODARAN, Aswath.** *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset.* Third edition. Wiley finance series. Hoboken: John Wiley : Wiley finance series, 2012

¹⁶⁸ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.* 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 211.

¹⁶⁹ Tamtéž.

¹⁷⁰ **Kislingerová, Eva.** *Oceňování podniku.* 2. přepracované a doplněné vydání. Praha : C. H. Beck, 2001.

¹⁷¹ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.* 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 212.

¹⁷² Tamtéž, str. 213.

Vzorec 18: Výpočet FCFF pro období T + 1

$$FCFF_{T+1} = FCFF_T \cdot (1 + g)$$

Parametrický vzorec

Dalším způsobem výpočtu pokračující hodnoty je parametrický vzorec, který operuje z generátory hodnoty, tím prvním je tempo růstu KPVH bez upravených daní a druhým je rentabilita nových investic r_I do provozního majetku. Rentabilita čistých investic (r_i) má dle Maříka a kol. následující vzorec¹⁷³:

Vzorec 19: Výpočet rentability investic

$$r_i = \frac{\text{přírůstek provozního zisku po daních}}{\text{přírůstek investovaného kapitálu v předchozím roce}}$$

Hodnota KPVH byl zjištěn v analýze a prognóze generátorů hodnoty. Výsledný vzorec je dle Maříka a kol. následující:

Vzorec 20: Parametrický vzorec¹⁷⁴

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{KPVH_{T+1} \cdot \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_k - g}$$

Parametry i_k a g jsou stejné jako v Gordonově vzorci.

Konečný vzorec pro výpočet hodnoty podniku metodou DCF entity s použitím různé výše diskontní míry v jednotlivých letech je dle Mařík a kol. následující¹⁷⁵:

Vzorec 21: Výpočet hodnoty podniku brutto, DCF entity¹⁷⁶

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{\prod_{i=1}^t (1 + WACC)} + \frac{FCFF_{T+1}}{WACC_{T+1} - g} \cdot \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + WACC_i)}$$

kde H_b = hodnota podniku brutto,
 $FCFF_t$ = volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele v roce t,
 $WACC_i$ = průměrné vážené náklady kapitálu v roce i,
 T = počet let první fáze,
 g = tempo růstu ve druhé fázi.

¹⁷³ Mařík, Miloš a kolektiv. *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 215.

¹⁷⁴ Tamtéž, str. 216.

¹⁷⁵ Tamtéž, str. 20.

¹⁷⁶ Tamtéž, str. 20.

Dále je nutné od zjištěné hodnoty podniku brutto odečíst cizí úročený kapitál k datu ocenění, tím je zjištěna hodnota vlastního kapitálu.¹⁷⁷

Vzorec 22: Výpočet hodnoty podniku netto, DCF entity

$$H_n = H_b - CK_0$$

kde H_n = hodnota podniku netto,
 H_b = hodnota podniku brutto,
 CK_0 = cizí úročený kapitál k datu ocenění.

3.4.1.3 DCF equity

Diskontované peněžní toky ve variantě equity jsou peněžními toky vlastníky, anglicky free cash flow to equity = FCFE. Výpočet je velmi podobný jako u varianty entity, rozdíl je pouze o doplnění finančních toků úročených věřitelů¹⁷⁸:

Tabulka 10: Výpočet volných peněžních toků pro DCF equity

Číslo kroku	Úkon
1.	+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVH _d)
2.	- Nákladové úroky
3.	= Korigovaný výsledek hospodaření před daní
4.	- Upravená daň z příjmu (=KPVH _D x daňová sazba)
5.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)
6.	+ Odpisy
7.	+ ostatní náklady započtené v provozním VH
8.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
9.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
10.	- Splátky úročeného cizího kapitálu
11.	+ Přijetí nového úročeného cizího kapitálu
12.	= Volný peněžní tok pro vlastníky (FCFE)

Zdroj: Vlastní úprava dle knihy Miloše Maříka a kol.¹⁷⁹

Diskontní míra je při DCF Equity stanovena na úrovni nákladu na vlastní kapitál nVK(z) a odpovídá dané míře zadlužení podniku. Samotné ocenění pomocí této metody se získá pomocí následujícího vztahu:

¹⁷⁷ Mařík, Miloš a kolektiv. *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU PRO POKROČILÉ, hlubší pohled na vybrané problémy*. 2. upravené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 20.

¹⁷⁸ Tamtéž, str. 21 a 22.

¹⁷⁹ Tamtéž, str. 22.

Vzorec 23: Výpočet hodnoty podniku netto, DCF equity¹⁸⁰

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{\prod_{i=1}^t (1 + n_{VK(z)i})} + \frac{FCFE_{T+1}}{n_{VK(z)T+1} - g} \cdot \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + n_{VK(z)i})}$$

kde H_n = hodnota podniku netto,
 $FCFE_t$ = volný peněžní tok pro vlastníky v roce t,
 $n_{VK(z)i}$ = náklady vlastního kapitálu při konkrétním zadlužení v roce i,
 T = počet let první fáze,
 g = tempo růstu ve druhé fázi.

3.4.1.4 DCF APV

Diskontované peněžní toky ve variantě APV (angl. adjusted present value) jsou výpočtem o něco složitější. Nejdříve se vypočítá hodnota nezadluženého podniku pomocí DCF. Poté se vypočítá hodnota daňových úlev z dluhu a tato hodnota se přičte k hodnotě nezadluženého podniku. Samotné ocenění pomocí této metody se získá pomocí následujícího vzorce:¹⁸¹

Vzorec 24: Výpočet hodnoty podniku brutto, DCF APV¹⁸²

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{\prod_{i=1}^t (1 + n_{VK(n)i})} + \frac{FCFE_{T+1}}{n_{VK(n)T+1} - g} \cdot \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + n_{VK(n)i})} + \sum_{t=1}^T \frac{CK_{t-1} \cdot n_{CKT+1} d_t}{\prod_{i=1}^t (1 + n_{CKi})} + \frac{CK_T \cdot n_{CKT+1} d_{T+1}}{n_{CKT+1} - g} \cdot \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + n_{CKi})}$$

kde H_b = hodnota podniku brutto,
 $FCFF_t$ = volný peněžní tok pro vlastníky v roce t,
 $n_{VK(n)i}$ = náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení v roce i,
 n_{CKi} = náklady cizího kapitálu v roce i,
 CK_{t-1} = cizí úročný kapitál k počátku roku t,
 d_t = daňová sazba předpokládaná pro rok t,
 T = počet let první fáze,
 g = tempo růstu ve druhé fázi.

¹⁸⁰ Mařík, Miloš a kolektiv. *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU PRO POKROČILÉ, hlubší pohled na vybrané problémy*. 2. upravené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 22.

¹⁸¹ Tamtéž, str. 23-24.

¹⁸² Tamtéž, str. 25.

Dále je nutné, stejně jako u varianty entity, od zjištěné hodnoty podniku brutto odečíst cizí úročený kapitál k datu ocenění, tím je zjištěna hodnota vlastního kapitálu.¹⁸³

Vzorec 25: Výpočet hodnoty podniku netto, DCF APV

$$H_n = H_b - CK_0$$

kde H_n = hodnota podniku netto,
 H_b = hodnota podniku brutto,
 CK_0 = cizí úročený kapitál k datu ocenění.

3.4.2 Účetní hodnota na principu historických cen

Poslední metoda představuje hodnocení podniku na základě analýzy majetku založené na historických účetních cenách. Tato metoda se primárně uplatňuje jako doplněk k hlavním oceňovacím metodám. Základem jsou historické pořizovací ceny aktiva, modifikované podle účetních zásad na zůstatkové ceny a taktéž z nominální hodnoty závazků evidovaných k datu ocenění v účetnictví. Hlavní předností metody účetní hodnoty je její průkaznost a srozumitelnost pro uživatele jejího výsledku. Mezi nejvýraznější nevýhody se řadí její nižší informativní hodnota kvůli odchylce účetních zásad od reality. Typickými příklady tohoto odchýlení jsou:

- standardizované účetní odpisy aktiv,
- rozdíl mezi účetní netto hodnotou a tržní hodnotou zejména dlouhodobého majetku (především nemovité věci) a
- aktiva a závazky, jež nejsou uvedeny v účetních výkazech (například know-how, leasing).¹⁸⁴

Ocenění jmění je odvozeno z ocenění podle účetních pravidel, která tvoří základ pro sestavení bilance (rozvahy), která je poté chápána jako souhrnné ocenění jmění obchodního závodu. Hodnota netto je pak vnímána jako účetní hodnota vlastního kapitálu. V rámci kalkulace netto hodnoty se z účetní hodnoty aktiv odečte účetní hodnota závazků, tj. suma cizích zdrojů a časového rozlišení.

¹⁸³ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU PRO POKROČILÉ, hlubší pohled na vybrané problémy.* 2. upravené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018. str. 20.

¹⁸⁴ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.* 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 368-369.

4 Praktická část

V praktické části této diplomové práce je provedeno ocenění společnosti STROM PRAHA a.s., IČO: 25751069, na bázi tržní hodnoty, a to k datu 31. 12. 2022.

Společnost STROM PRAHA a.s. byla pro ocenění vybrána vzhledem k velikosti podniku – jeden z největších prodejců/distributorů zemědělské techniky v ČR, či největší prodejce/distributor traktorů v ČR (John Deere). Dále taktéž z důvodu vlastnické struktury, kdy se jedná o ryze českou akciovou společnost (4 čeští akcionáři).

4.1 Zadání ocenění

4.1.1 Zpracovatel ocenění

Bc. Jiří Jůna, bytem Na Spravedlnosti 2784, 269 02 Rakovnick II.

4.1.2 Předmět ocenění

Předmětem ocenění je společnost STROM PRAHA a.s., se sídlem Lohenická 607, 190 17 Praha 9 – Vinoř, IČO: 25751069.

4.1.3 Báze hodnoty

Hodnota předmětu ocenění bude stanovena na bázi tržní hodnoty, viz definice níže.

„Odhadovaná částka, za kterou by měly být aktivum nebo závazek směněny k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím v transakci uskutečněné v souladu s principem tržního odstupu, po náležitém marketingu, kdy každá ze stran jednala informovaně, uvážlivě a nikoli v tísní.“¹⁸⁵

4.1.4 Datum ocenění

Hodnota předmětu ocenění je odhadnuta k 31. 12. 2022.

¹⁸⁵ **IVSC, International Valuation Standards Council. Mezinárodní oceňovací standardy 2022.** Jesenice : Ekopress, s.r.o., 2022, bod 20.14., str. 7.

4.1.5 Ověření vstupních dat

Toto ocenění je založeno na údajích a informacích z veřejně dostupných zdrojů, zejména pak z Veřejného rejstříku a Sbírký listin – Obchodní rejstřík (www.justice.cz) či z webových stránek společnosti (www.strompraha.cz). Považuji tyto zdroje za věrohodné a zjištěné údaje mnou nebyly verifikovány.

4.1.6 Použité podklady

Následující podklady byly dohledány zpracovatelem. Pro účely ocenění byly zajištěny všechny vyžadované podklady. Jejich seznam je uveden níže v této kapitole.

Podklady pro ocenění

- Zpráva nezávislého auditora k ověření účetní závěrky společnosti STROM PRAHA a.s. za roky 2018–2022.
- Výroční zpráva společnosti STROM PRAHA a.s. za roky 2018–2022.
- Výkaz zisku a ztrát společnosti STROM PRAHA a.s. za roky 2018–2022.
- Rozvaha společnosti STROM PRAHA a.s. za roky 2018–2022.
- Příloha tvořící součást účetní závěrky společnosti STROM PRAHA a.s. za roky 2018–2022.
- Přehled o změnách vlastního kapitálu za účetní období společnosti STROM PRAHA a.s. za roky 2018–2022.
- Přehled o peněžních tocích společnosti STROM PRAHA a.s. za roky 2018–2022.
- Obrátová předvaha společnosti STROM PRAHA a.s. za roky 2018–2022 za roky 2018–2022.
- Soupisy dlouhodobého majetku a drobného majetku k 31. 12. 2022.

Informace o společnosti, trhu, konkurenci, hospodářství apod. byly čerpané zejména z internetových stránek:

- Obchodní rejstřík (www.justice.cz).
- Internetové stránky Ministerstva financí ČR (www.mfcr.cz).
- Internetové stránky Českého statistického úřadu (www.czso.cz).
- Damoradan online (www.damoradan.cz).
- Mapový portál Mapy.cz (www.mapy.cz).

- Internetové stránky Sdružení dovozců zemědělské techniky (<https://www.sdzt.cz/>)
- Webové stránky oceňovaného podniku (<https://www.strompraha.cz/>).

4.1.7 Datum vypracování ocenění

Toto ocenění bylo vypracováno v Rakovníku 26. 3. 2024.

4.2 Popis oceňovaného podniku

4.2.1 Identifikační údaje

V tabulce níže jsou uvedeny základní identifikační údaje oceňované společnosti dle obchodního rejstříku.

Tabulka 11: Identifikační údaje oceňované společnosti

OBCHODNÍ FIRMA	STROM PRAHA a.s.
SÍDLO	Praha 9 - Vinoř, Lohenická 607, PSČ 19017
IČ	25751069
SPISOVÁ ZNAČKA	B 5866 vedená u Městského soudu v Praze
PRÁVNÍ FORMA	Akciová společnost
ZÁPIS DO OR	1. dubna 1999
ZÁKLADNÍ KAPITÁL	20 000 000,- Kč Splaceno: 100% Základní jmění společnosti bylo splaceno z čistého obchodního jmění společnosti STROM PRAHA s.r.o., se sídlem Praha 9 - Vinoř, Lohenická 607, IČO 61055468, která byla zrušena bez likvidace a bylo rozhodnuto o její přeměně na akciovou společnost STROM PRAHA a.s.
OSTATNÍ SKUTEČNOSTI	Na společnost STROM PRAHA a.s. přecházení všechna práva a závazky společnosti STROM PRAHA s.r.o. se sídlem Praha 9 - Vinoř, Lohenická 607, IČ 61055468, zrušené bez likvidace.
	Došlo k vnitrostátní fúzi společnosti STATON spol. s r.o., IČ: 463 52 741, se sídlem Mělnické Vtelno, Vrutická 172, okres Mělník, PSČ 277 38, a společnosti AGROSTROM, a.s., IČ: 262 29 439, se sídlem Slavkov u Brna, Topolová 1418, okres Vyškov, PSČ 684 01, sloučením se společností STROM PRAHA a.s., IČ: 257 51 069, se sídlem Praha 9 - Vinoř, Lohenická 607, PSČ 190 17. V důsledku této vnitrostátní fúze sloučením došlo ke zrušení a zániku obou zanikajících společností – STATON spol. s r.o. a AGROSTROM, a.s. bez likvidace s tím, že jmění těchto společností, včetně práv a povinností z pracovněprávních vztahů, přešlo na nástupnickou společnost STROM PRAHA a.s.
	Obchodní korporace se podřídila zákonu jako celku postupem podle § 777 odst. 5 zákona č.90/2012 Sb. o obchodních společnostech a družstvech

	<p>Podle Projektu vnitrostátní fúze formou sloučení ze dne 05. 10. 2017 sepsaného pod č. NZ 540/2017, N 715/2017, na společnost STROM PRAHA a.s., se sídlem Praha 9 - Vinoř, Lohenická 607, PSČ 19017, IČ: 25751069, zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 5866, jako na společnost nástupnickou, přešlo obchodní jmění zanikající společnosti MAN - ZT, s.r.o., se sídlem č.p. 182, 67502 Studenec, IČ: 26916762, zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Krajským soudem v Brně, oddíl C, vložka 44999. Společnost STROM PRAHA a.s., se sídlem Praha 9 - Vinoř, Lohenická 607, PSČ 19017, IČ: 25751069 se stala právním nástupcem společnosti MAN – ZT, s.r.o., se sídlem č.p. 182, 67502 Studenec, IČ: 26916762, zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Krajským soudem v Brně, oddíl C, vložka 44999.</p>
	<p>Převoditelnost akcií je omezena dle článku VII. s názvem Akcie, splácení emisního kursu akcií odst. 8.</p>

Zdroj: Vlastní zpracování dle údajů z obchodního rejstříku¹⁸⁶⁾

4.2.2 Vlastnická struktura a statutární orgány

Společnost STROM PRAHA a.s. má celkem 4 akcionáře, kteří jsou uvedeni v tabulce níže. Struktura akcionářů vychází z informací uvedených ve výroční zprávě za rok 2022.

Tabulka 12: Vlastnická struktura společnosti

AKCIONÁŘI	<p>Ing. JAROSLAV ŘIMNÁČ, dat. nar. 27. listopadu 1958 Přední 647/3, Liboc, 161 00 Praha 6 Velikost podílu/akcií: 29,25 %</p>
	<p>Ing. JIŘÍ SOPOUŠEK, dat. nar. 29. prosince 1957 Boudova 615, Lipence, 155 31 Praha 5 Velikost podílu/akcií: 29,25 %</p>
	<p>JUDr. Ing. LADISLAV BEDNÁŘ, dat. nar. 13. ledna 1951 Stojická 833/3, Vinoř, 190 17 Praha 9 Velikost podílu/akcií: 22 %</p>
	<p>Ing. ANTONÍN WEISHAUPT, dat. nar. 24. března 1953 Stojická 923/14, Vinoř, 190 17 Praha 9 Velikost podílu/akcií: 19,5 %</p>
AKCIE	<p>2 000 ks kmenové akcie na jméno ve jmenovité hodnotě 10 000,- Kč akcie v zaknihované podobě</p>
ZÁKLADNÍ KAPITÁL	<p>20 000 000,- Kč Splaceno: 100% Základní jmění společnosti bylo splaceno z čistého obchodního jmění společnosti STROM PRAHA s.r.o., se sídlem Praha 9 - Vinoř, Lohenická 607, IČO 61055468, která byla zrušena bez likvidace a bylo rozhodnuto o její přeměně na akciovou společnost STROM PRAHA a.s.</p>

Zdroj: Vlastní zpracování dle údajů z výroční zprávy za rok 2022

¹⁸⁶⁾ Ministerstvo spravedlnosti, České republiky. Výpis z obchodního rejstříku. *Veřejný rejstřík a Sběrka listin*. [Online] [Citace: 8. 2 2024.] <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=686718&typ=PLATNY>.

Statutární orgány

V tabulce níže jsou uvedeny statutární orgány společnosti dle obchodního rejstříku.

Tabulka 13: Statutární orgány oceňované společnosti – představenstvo a dozorčí rada

STATUTÁRNÍ ORGÁN – PŘEDSTAVENSTVO	předseda představenstva: JUDr. Ing. LADISLAV BEDNÁŘ, dat. nar. 13. ledna 1951 Stojická 833/3, Vinoř, 190 17 Praha 9 Den vzniku funkce: 27. února 2023 Den vzniku členství: 27. února 2023
	místopředseda představenstva: Ing. JIŘÍ SOPOUŠEK, dat. nar. 29. prosince 1957 Boudova 615, Lipence, 155 31 Praha 5 Den vzniku funkce: 27. února 2023 Den vzniku členství: 27. února 2023
	místopředseda představenstva: Ing. JAROSLAV ŘIMNÁČ, dat. nar. 27. listopadu 1958 Přední 647/3, Liboc, 161 00 Praha 6 Den vzniku funkce: 27. února 2023 Den vzniku členství: 27. února 2023
	místopředseda představenstva: Ing. ANTONÍN WEISHAUP, dat. nar. 24. března 1953 Stojická 923/14, Vinoř, 190 17 Praha 9 Den vzniku funkce: 27. února 2023 Den vzniku členství: 27. února 2023
	člen představenstva: Ing. JERZY SPRETKA, dat. nar. 23. února 1954 Labětínská 563, Vinoř, 190 17 Praha 9 Den vzniku členství: 27. února 2023
	člen představenstva: Ing. JAROSLAV ERBEN, dat. nar. 5. srpna 1961 Boleslavská 1337, Stará Boleslav, 250 01 Brandýs nad Labem-Stará Boleslav Den vzniku členství: 27. února 2023
POČET ČLENŮ	6
ZPŮSOB JEDNÁNÍ	Jménem společnosti jednájí společně buď předseda představenstva a místopředseda představenstva nebo společně dva místopředsedové představenstva.
DOZORČÍ RADA	předseda dozorčí rady: JUDr. JIŘÍ KONEČNÝ, dat. nar. 20. července 1980 28. pluku 1217/32, Vršovice, 100 00 Praha 10 Den vzniku funkce: 27. února 2023 Den vzniku členství: 27. února 2023
	člen dozorčí rady: JUDr. VĚRA SURMÍKOVÁ, dat. nar. 19. března 1958 Pod Zvonařkou 2317/1, Vinohrady, 120 00 Praha 2 Den vzniku členství: 27. února 2023
	člen dozorčí rady: Ing. FRANTIŠEK VIMR, dat. nar. 18. listopadu 1958 Uherská 619, Vinoř, 190 17 Praha 9

POČET ČLENŮ	Den vzniku členství: 27. února 2023
	3

Zdroj: Vlastní úprava dle údajů z www.justice.cz¹⁸⁷

4.2.3 Podíly v jiných společnostech

Společnost STROM PRAHA a.s. vlastní vklad v nominální hodnotě 100 000,- Kč v následující obecně prospěšné společnosti:

- Královská stezka o.p.s., IČO: 27521702 – zakladatel.

4.2.4 Předmět podnikání

Předmět podnikání a činnosti dle obchodního rejstříku

- opravy silničních vozidel,
- opravy ostatních dopravních prostředků a pracovních strojů,
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona, a to zejména v oborech:
 - poskytování služeb pro zemědělství, zahradnictví, rybníkářství, lesnictví a myslivost,
 - výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků,
 - povrchové úpravy a svařování kovů a dalších materiálů,
 - výroba strojů a zařízení,
 - zprostředkování obchodu a služeb,
 - velkoobchod a maloobchod,
 - údržba motorových vozidel a jejich příslušenství,
 - skladování, balení zboží, manipulace s nákladem a technické činnosti v dopravě,
 - pronájem a půjčování věcí movitých,
 - poradenská a konzultační činnost, zpracování odborných studií a posudků,
 - poskytování technických služeb,
- poskytování nebo zprostředkování spotřebitelského úvěru.

¹⁸⁷ Ministerstvo spravedlnosti, České republiky. Výpis z obchodního rejstříku. *Veřejný rejstřík a Sběrka listin*. [Online] [Citace: 8. 2 2024.] <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=686718&typ=PLATNY>.

Předmět podnikání dle skutečné a převládající činnosti¹⁸⁸

- prodej zemědělské techniky – výhradní distributor zemědělské techniky JOHN DEERE pro ČR, dále je společnost dodavatelem zemědělské techniky BEDNAR, KRAMER, PRONAR a KUHN,
- servis zemědělské techniky,
- dodávky náhradních dílů zemědělské techniky,
- dále prodej a servis komunální techniky, zahradní techniky a techniky pro sportoviště – zejména značky JOHN DEERE a SABO.

4.2.5 Charakteristika obchodního závodu

V odstavcích níže je popsána charakteristika, popis a vývoj činnosti oceňovaného podniku. Dále jsou uvedeny restituční nároky, soudní spory, výzkum, zástavní práva apod.

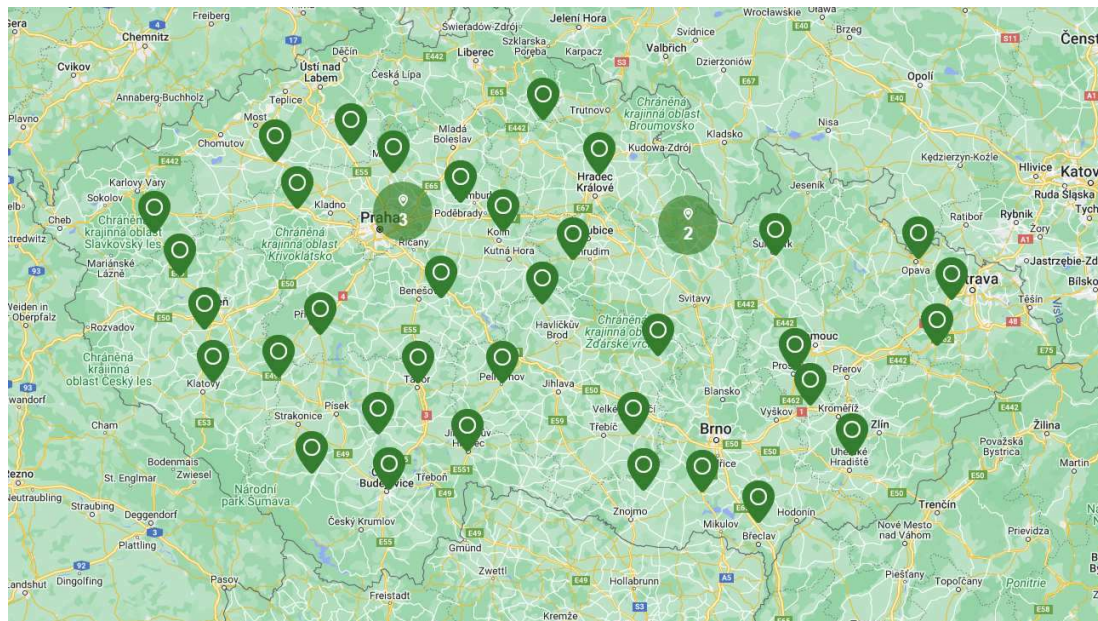
Historie, založení, činnost a vývoj činnosti¹⁸⁹

Společnost STROM PRAHA, a.s. je dodavatelem zemědělské techniky v České republice již od roku 1993. Zemědělská technika je zastoupena zejména značkou JOHN DEERE, dále je společnost dodavatelem zemědělské techniky BEDNAR, KRAMER, PRONAR a KUHN. Společnost taktéž poskytuje servisní činnost a disponuje vlastní prodejní a servisní sítí po celé ČR na více jak 40 místech.

¹⁸⁸ Zdrojem jsou výroční zprávy společnosti STROM PRAHA a.s. zveřejněné na obchodním rejstříku

¹⁸⁹ Informace jsou čerpány z výroční zprávy za rok 2022 a taktéž z webových stránek STROM PRAHA a.s.

Obrázek 1: Prodejně servisní síť společnosti STROM PRAHA a.s.



Zdroj: Printsreen z webu společnosti¹⁹⁰

Obchod se zemědělskou technikou

STROM PRAHA a.s. je od roku 1993 výhradním distributorem zemědělské techniky JOHN DEERE pro Českou republiku. Nosnými výrobky JOHN DEERE na českém trhu jsou především traktory, sklízecí mlátičky, sklízecí řezačky, sběrací lisy, samojízdné i tažené postřikovače a dále zahradní, komunální a golfová technika.

V současné době je firma STROM PRAHA a.s. je společnost dodavatelem zemědělské techniky BEDNAR, KRAMER, PRONAR a KUHN.

Servis zemědělské techniky

Vzhledem k prodeji zemědělských strojů provádí společnost servisní služby. Pro servis je společnost vybavena kvalitním vybavením a moderními nástroji sloužící ke správné diagnostice strojů. Každé autorizované středisko je vybaveno programem Service Advisor. Jedná se o program, který slouží technikům při diagnostice a opravách zemědělských strojů JOHN DEERE.

Dodávky náhradních dílů

Dodávka náhradních dílů, stejně jako zabezpečení servisní péče, je klíčovou otázkou spokojenosti zákazníků. Od roku 1996 funguje jedinečný systém XMD – expresní dodávky

¹⁹⁰ **STROM PRAHA, a.s.** O nás. *Naše prodejně servisní síť.* [Online] [Citace: 8. 2 2024.] <https://www.strom.cz/zemedelska-technika/o-nas/kontakty/nase-prodejne-servisni-sit-1>.

náhradních dílů do 24 hodin pro stroje JOHN DEERE. Díky tomuto systému je společnost schopna doručit více než 95 % objednaných náhradních dílů do následujícího dne k zákazníkům, či pro potřeby servisních úkonů.

Novinky roku 2022

Společnost každoročně investuje do výstavby a modernizace svých obchodně-servisních středisek. V roce 2022 byla dokončena výstavba nového obchodně-servisního střediska na vlastním pozemku ve Smiřicích a zároveň byla započata výstavba nového obchodně-servisního střediska na vlastním pozemku v Libchavách, dále je rozšiřováno obchodně-servisní středisko ve Velkých Bílovicích.

Výzkum

Dle výročních zpráv společnosti nebyla, za posledních 5 let, v oblasti výzkumu a vývoje vykázána aktivita. Dle zjištěných informací se náklady na výzkum a vývoj v budoucích letech neplánují.

Restituční nároky a váznoucí břemena

Ve společnosti STROM PRAHA a.s. nejsou, dle získaných podkladů a informací, zjištěny žádné restituční nároky.

Váznoucí břemena, pokud jsou evidována, jsou uvedena na jednotlivých listech vlastnictví. Avšak podklady k vlastnictví jednotlivých nemovitostí nejsou pro toto ocenění dostupné.

Úvěry a zástavní práva

Zástavní práva, pokud jsou evidována, jsou uvedena na jednotlivých listech vlastnictví. Avšak podklady k vlastnictví jednotlivých nemovitostí nejsou pro toto ocenění dostupné.

Ve společnosti jsou k datu ocenění zjištěny závazky k úvěrovým institucím, jedná se o následující úročený cizí kapitál:

- dlouhodobé závazky k úvěrovým institucím ve výši 142 420 tis. Kč,
- krátkodobé závazky k úvěrovým institucím ve výši 402 095 tis. Kč.

Dále jsou k 31. 12. 2022 ve společnosti evidovány neuhrazené leasingové splátky ve výši 72 641 tis. Kč.

Ekologie, ochrana životního prostředí

Činnost společnosti nemá dle výroční zprávy za rok 2022 negativní vliv na životní prostředí. "STROM PRAHA a.s. je v souladu s platnou legislativou zapsána v „Seznamu výrobců baterií a akumulátorů“ a též v „Seznamu povinných osob v oblasti zpětného odběru pneumatik“.

Nevyjasněné majtkové vztahy, soudní spory

Dle výroční zprávy nejsou ve společnosti evidovány nevyjasněné majtkové vztahy ani soudní spory, které by ohrožovaly chod společnosti.

4.2.6 Popis jmění oceňované společnosti

V tabulce níže budou uvedeny položky aktiv a pasiv k 31. 12. 2022, jmění společnosti bude dále podrobněji popsáno slovně níže pod těmito tabulkami.

Tabulka 14: Aktiva STROM PRAHA a.s. k 31. 12. 2022 (v tis. Kč.)

POLOŽKY AKTIV	k 31. 12. 2022
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0
Dlouhodobý nehmotný majetek	653
Dlouhodobý hmotný majetek	810 159
Dlouhodobý finanční majetek	100
Zásoby	1 011 370
Pohledávky	470 485
Krátkodobý finanční majetek	0
Peněžní prostředky	343 963
Časové rozlišení aktiv	4 247
CELKEM - aktiva	2 640 977

Zdroj: Výroční zpráva společnosti za rok 2022 – vlastní úprava

Tabulka 15: Pasiva STROM PRAHA a.s. k 31. 12. 2022 (v tis. Kč.)

POLOŽKY PASIV	k 31. 12. 2022
Vlastní kapitál	1 074 107
z toho - základní kapitál	20 000
- ážio a kapitálové fondy	-34 719
- fondy ze zisku	4 439
- výsledek hospodaření minulých let	873 192
- výsledek hospodaření běžného účetního období	211 195
Cizí zdroje	1 554 046
z toho - rezervy	267 762
- dlouhodobé závazky	152 781
- krátkodobé závazky	1 133 503
Časové rozlišení	12 824
CELKEM - pasiva	2 640 977

Zdroj: Výroční zpráva společnosti za rok 2022 – vlastní úprava

Jmění představují jednotlivé složky aktiv, položky vlastního kapitálu a závazky společnosti uvedené v rozvaze.

Popis jednotlivých položek je následující:

Dlouhodobý nehmotný majetek – netto hodnota činí 653 tis. Kč a je představována softwarem pro podnikání ve výši 374 tis. Kč a ostatními ocenitelnými právy ve výši 279 tis. Kč – podnikové informační systémy, účetní a mzdový program, zákaznická databáze apod.

Dlouhodobý hmotný majetek – netto hodnota činí 810 159 tis. Kč a je představována zejména pozemky a stavbami pro podnikání ve výši 562 838 tis. Kč – nemovité věci jsou reprezentovány prodejně servisními areály po ČR či centrálou/sídlem ve Vionoři. Podrobnosti o jednotlivých nemovitostech nejsou pro toto ocenění k dispozici. Dále jsou evidovány hmotné movité věci a jejich soubory ve výši 194 099 tis. Kč – zemědělská technika, osobní vozy, regály, kancelářský nábytek, různé přístroje pro servisní práce (měřicí přístroje, diagnostika, kompresory apod.), počítače apod. Poslední složkou DHM je nedokončený dlouhodobý hmotný majetek ve výši 53 222 tis. Kč – investice do nemovitostí v Libchavách a Velkých Bílovicích.

Dlouhodobý finanční majetek – netto hodnota činí 100 tis. Kč a je reprezentována ostatními dlouhodobými cennými papíry a podíly, jedná se o zakladatelský vklad v obecně prospěšně společnosti Královská stezka o.p.s., IČO: 27521702.

Zásoby – netto hodnota činí 1 011 370 tis. Kč (nejvýznamnější položka majetku) a je reprezentována zejména zbožím ve výši 985 190 tis. Kč (traktory, návěsy, sklízečky, postřikovače, náhradní díly apod.). Dále je evidován materiál ve výši 238 tis. Kč, nedokončená výroba a polotovary ve výši 1 764 tis. Kč (rozpracované servisní zakázky) a poskytnuté zálohy na zásoby ve výši 24 178 tis. Kč.

Pohledávky – netto hodnota činí 470 485 tis. Kč a je představována zejména obchodními pohledávkami ve výši 389 362 tis. Kč, další významnější položkou je odložená daňová pohledávka ve výši 54 323 tis. Kč. Ostatními položkami pohledávek jsou jiné pohledávky ve výši 20 152 tis. Kč, daňové pohledávky ve výši 323 tis. Kč, krátkodobé poskytnuté zálohy ve výši 3 589 tis. Kč, dohadné účty aktivní ve výši 2 341 tis. Kč a dlouhodobé poskytnuté zálohy ve výši 395 tis. Kč.

Peněžní prostředky – celková netto hodnota činí 343 963 tis. Kč, jedná se o peníze v pokladně ve výši 1 677 tis. Kč a dále o peněžní prostředky v bankách ve výši 342 286 tis. Kč.

Časové rozlišení aktiv – celková netto hodnota činí 4 247 tis. Kč a je reprezentována náklady příštích období ve výši 4 145 tis. Kč a příjmy příštích období ve výši 102 tis. Kč.

Závazky (cizí zdroje) – celková hodnota závazků činí 1 554 046 tis. Kč. Největšími položkami závazků jsou bankovní úvěry ve výši 544 515 tis. Kč (zejména krátkodobé bankovní úvěry ve výši 402 095 tis. Kč) a závazky z obchodních vztahů ve výši 519 215 tis. Kč. Další významnou položkou cizích zdrojů jsou účetní provozní rezervy ve výši 267 762 tis. Kč. Zbývajících dluhy jsou ostatní závazky ve výši 204 951 tis. Kč, jedná se o závazky ke společníkům ve výši 45 390 tis. Kč, závazky k zaměstnancům ve výši 22 458 tis. Kč, daňové závazky ve výši 76 386 tis. Kč, dohadné účty pasivní ve výši 5 074 tis. Kč, závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění ve výši 12 315 tis. Kč či jiné závazky ve výši 43 328 tis. Kč. Taktéž je evidováno časové rozlišení pasiv v celkové výši 12 824 tis. Kč, tvoří je výdaje příštích období ve výši 12 674 tis. Kč a výnosy příštích období ve výši 150 tis. Kč.

Složky vlastního kapitálu jsou vykázány na základě vývoje výsledku hospodaření minulých let či výsledky hospodaření běžného období a jsou schváleny akcionáři.

4.3 Strategická analýza

Úkolem strategické analýzy (analýzy trhu) je posoudit, zda je obchodní závod schopen udržet se na trhu a zhodnotit jeho konkurenční pozici. Dalším krokem je pak analýza rizik spojených s oceňovaným obchodním závodem. Strategická analýza je rozdělena do 4 kapitol. V první kapitole je uvedena makroekonomická situace v ČR (inlace, HDP apod.), druhá kapitola je zaměřena na analýzu vnějšího potenciálu, následuje analýza konkurenční síly, vyvrcholením strategické analýzy je perspektivnost podniku a prognóza tržeb.

Pomocí analýzy vnitřního a vnějšího potenciálu se určuje celkový výnosový potenciál daného závodu. Analýza vnějšího potenciálu bude sestávat z vyhodnocení šancí, rizik a z následné prognózy růstu trhu. Analýza vnitřního potenciálu je založena na rozboru silných a slabých stránek, analýze konkurenční pozice a poté prognózy tržního podílu.

Výsledkem je poté prognóza tržeb oceňovaného podniku a dále taktéž je vytvořena základní představa o splnění principu neomezené doby trvání obchodního závodu (going

concern). Strategická analýza by měla přinést výsledky v podobě představy o volbě oceňovací metody.¹⁹¹

4.3.1 Makroekonomická predikce – leden 2024

Makroekonomická analýza České republiky, ze které v některých bodech vychází a odkazuje toto ocenění, byla zveřejněna v rámci dokumentu Makroekonomická predikce České republiky vydaného Ministerstvem financí České republiky v lednu 2024 (uzávěrka datových zdrojů byla k 12. 1. 2024). Shrnutí této analýzy je uvedeno níže. Kompletní makroekonomická analýza je k dispozici na oficiálních internetových stránkách MF na odkazu: <https://www.mfcr.cz/cs/rozpocetova-politika/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2024/makroekonomicka-predikce-leden-2024-54583>.

MF shrnuje makroekonomickou predikci České republiky – leden 2024 takto:

„Česká ekonomika se v minulém roce pohybovala na hraně recese. Za celý rok 2023 hrubý domácí produkt pravděpodobně klesl o 0,6 %, v roce 2024 však podle predikce vzroste o 1,2 %. Inflace letos výrazně klesne a po většinu roku se bude držet pod 3 %. Dopad slabé hospodářské dynamiky na trh práce by s ohledem na přetrvávající nerovnováhy neměl být významný. Rizika predikce jsou vychýlena směrem dolů.

Zatímco v 1. polovině loňského roku reálný hrubý domácí produkt ČR, očištěný o sezónní a kalendářní vlivy, nepatrně rostl, ve 3. čtvrtletí 2023 se mezičtvrtletně snížil o 0,6 %. Ekonomický výkon tak stále nepřekonal předpandemickou úroveň.

Za celý rok 2023 HDP pravděpodobně klesl o 0,6 %. Domácnosti se potýkaly s vysokou inflací, jejich reálná spotřeba se tak dále snížila. Na investiční aktivitu dopadaly hospodářské problémy v zemích eurozóny a restriktivní měnové podmínky, pozitivní vliv však měly výdaje sektoru vládních institucí a projekty spolufinancované fondy EU z předchozí finanční perspektivy. Ekonomiku citelně zpomalila meziročně slabší akumulace zásob, především v souvislosti s dokončováním rozpracované produkce. Tento faktor pak spolu s odezněním problémů v dodavatelských řetězcích podpořil export, dovoz však vzhledem k celkově slabé domácí poptávce zůstal utlumený. Příspěvek salda zahraničního obchodu k růstu HDP tak byl nejspíše výrazně kladný.

¹⁹¹ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.* 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 74-76.

V roce 2024 by se výkon ekonomiky mohl zvýšit o 1,2 %, hlavně zásluhou obnoveného růstu spotřeby domácností. Hospodářskou aktivitu podpoří také soukromé investice a růst exportních trhů. Mírně ji však budou tlumit dopady konsolidačního balíčku, což ale zároveň přispěje ke snížení inflačních tlaků.

Vysoká inflace loni dále zpomalovala ekonomický růst a snižovala životní úroveň obyvatel. Průměrná míra inflace v roce 2023 dosáhla 10,7 %. Meziroční inflace v průběhu loňského roku rychlým tempem klesala, ve 4. čtvrtletí ji ale zvyšoval bazický efekt úsporného energetického tarifu. Letos by se meziroční inflace měla po většinu roku pohybovat pod horní hranici tolerančního pásma inflačního cíle České národní banky. Proinflační zahraniční nabídkové faktory výrazně oslabily a domácí poptávkové tlaky budou v průběhu roku dále tlumeny zvýšenými měnově politickými sazbami, k čemuž navíc přispěje restriktivní působení fiskálního konsolidačního balíčku. Průměrná míra inflace by tak letos mohla klesnout na 3,1 %.

Na trhu práce se nadále projevují nerovnováhy související s nedostatkem pracovníků. V důsledku toho by navzdory slabé hospodářské dynamice neměla míra nezaměstnanosti v roce 2024 příliš vzrůst. Z odhadovaných 2,6 % v roce 2023 by se letos mohla zvýšit na 2,8 %. Přetrvávající napětí na trhu práce nedovolí výraznější zpomalení růstu mezd. Výdělků se po dvou letech poklesu zvýší i v reálném vyjádření.

Běžný účet platební bilance vykázal ve 3. čtvrtletí 2023 schodek ve výši 1,0 % HDP. Za citelným mezičtvrtletním zmírněním schodku stál nižší odliv důchodů z investic (především ve formě dividend) v rámci prvotních důchodů. Odeznívání cenových tlaků v průmyslu a energetice pak díky vyššímu poklesu dovozů vedlo k nárůstu kladného salda obchodní bilance. Tyto faktory by přitom měly být směrodatné i nadále. Odhadujeme proto, že běžný účet byl v roce 2023 v mírném deficitu ve výši 0,2 % HDP, v letošním roce by vlivem dalšího zlepšení směnných relací mohl dosáhnout přebytku 0,4 % HDP.

Hospodaření sektoru vládních institucí v roce 2023 reflektovalo mimořádné příjmy a výdaje související s energetickou krizí, rostoucí mandatorní výdaje v sociální oblasti i pokračující pomoc ukrajinským uprchlíkům. V současné chvíli zachováváme odhad, že celkový deficit loni dosáhl výše 3,6 % HDP. Konsolidační úsilí vlády by se mělo odrazit ve výsledku hospodaření letošního roku a meziročně snížit deficit pod 3% hranici stanovenou evropskými fiskálními pravidly. Výsledkem očekávaného nárůstu dluhu sektoru vládních institucí v roce 2023 a vysoké odhadované dynamiky nominálního HDP je předpokládaný

pokles zadlužení na 43,7 % HDP, v letošním roce by pak dluhová kvóta měla převýšit 45 % HDP.

*Makroekonomická predikce je zatížena riziky, která v úhrnu považujeme za vychýlená směrem dolů. Hospodářskou aktivitu, zejména v některých odvětvích ekonomiky (v automobilovém průmyslu) může utlumit obnovení problémů v dodavatelských řetězcích, např. v souvislosti se situací na Středním východě. Kromě negativního dopadu na ekonomický výkon by frikce na straně nabídky vytvářely dodatečné inflační tlaky. Ty by mohly být vyvolány také nárůstem cen energetických komodit v případě eskalace geopolitického napětí. Určité riziko nadále představuje schopnost nahradit výpadek dodávek zemního plynu a ropy z Ruska do Evropské unie zvýšeným dovozem od jiných dodavatelů a kompenzovat ho úspornými opatřeními na straně poptávky. Pro českou ekonomiku je rizikem rovněž vývoj inflace a inflačních očekávání, stejně jako nadhodnocení cen rezidenčních nemovitostí. Pozitivně však na druhou stranu může působit mimořádný nárůst úspor domácností z posledních let, který by mohl pomoci tlumit dopady vyšších spotřebitelských cen na spotřebu. Ekonomický růst by také mohla podpořit úspěšná integrace uprchlíků z Ukrajiny a plné využití jejich lidského kapitálu.*¹⁹²

Vývoj vybraných základních ekonomických ukazatelů zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 16: Vývoj základních ekonomických ukazatelů ČR

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
		<i>Aktuální predikce</i>						
Nominální hrubý domácí produkt	<i>mld. Kč, b.c.</i>	5 411	5 791	5 709	6 109	6 787	7 351	7 640
	<i>růst v %, b.c.</i>	5,9	7,0	-1,4	7,0	11,1	8,3	3,9
Reálný hrubý domácí produkt	<i>růst v %, s.c.</i>	3,2	3,0	-5,5	3,6	2,4	-0,6	1,2
Spotřeba domácností	<i>růst v %, s.c.</i>	3,5	2,7	-7,2	4,1	-0,6	-3,2	2,6
Spotřeba vládních institucí	<i>růst v %, s.c.</i>	3,9	2,5	4,2	1,4	0,3	3,1	1,6
Tvorba hrubého fixního kapitálu	<i>růst v %, s.c.</i>	10,0	5,9	-6,0	0,8	3,0	2,0	1,2
Příspěvek čistých vývozu k růstu HDP	<i>p.b., s.c.</i>	-1,2	0,0	-0,4	-3,6	0,9	1,7	0,7
Příspěvek změny zásob k růstu HDP	<i>p.b., s.c.</i>	-0,5	-0,3	-0,9	4,8	0,9	-2,0	-1,4
Deflátor HDP	<i>růst v %</i>	2,6	3,9	4,3	3,3	8,5	8,9	2,8
Míra inflace spotřebitelských cen	<i>průměr v %</i>	2,1	2,8	3,2	3,8	15,1	10,7	3,1
Zaměstnanost (VŠPS)	<i>růst v %</i>	1,3	0,2	-1,7	0,4	1,5	0,8	0,5
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	<i>průměr v %</i>	2,2	2,0	2,6	2,8	2,2	2,6	2,8
Objem mezd a platů (dom. koncept)	<i>růst v %, b.c.</i>	9,6	7,8	0,1	5,9	9,3	8,4	6,6
Saldo běžného účtu	<i>% HDP</i>	0,4	0,3	2,0	-2,8	-6,1	-0,2	0,4
Saldo sektoru vládních institucí	<i>% HDP</i>	0,9	0,3	-5,8	-5,1	-3,2	-3,6	-2,2
Dluh sektoru vládních institucí	<i>% HDP</i>	32,1	30,0	37,7	42,0	44,2	43,7	45,6
Předpoklady:								
Měnový kurz CZK/EUR		25,6	25,7	26,4	25,6	24,6	24,0	24,4
Dlouhodobé úrokové sazby	<i>% p.a.</i>	2,0	1,5	1,1	1,9	4,3	4,4	3,8

¹⁹² MFČR, oddělení 3704. Makroekonomická predikce – leden 2024. Ministerstvo financí České republiky. [Online] [Citace: 6. únor 2024.] <https://www.mfcr.cz/cs/rozpocetova-politika/makroekonomika/-makroekonomicka-predikce/2024/makroekonomicka-predikce-leden-2024-54583>.

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
		<i>Aktuální predikce</i>						
Ropa Brent	<i>USD/barel</i>	71	64	42	71	101	82	78
HDP eurozóny	<i>růst v %, s.c.</i>	1,8	1,6	-6,2	5,9	3,4	0,5	0,7

Zdroj: Makroekonomická predikce České republiky vydaná Ministerstvem financí České republiky, leden 2024.

4.3.2 Analýza relevantního trhu a jeho prognóza

Úkolem je vymezit relevantní trh (odvětví), na kterém společnost operuje a provést jeho analýzu s výhledem do budoucích období.

4.3.2.1 Vymezení relevantního trhu

Relevantní trh bude vymezen věcně, územně, dle zákazníků a taktéž dle konkurence.

Věcné vymezení

Hlavním předmětem podnikání společnosti STROM PRAHA a.s. je, dle výroční zprávy a webových stránek společnosti, zejména prodej zemědělské techniky, včetně servisu a dodávky náhradních dílů. Dle Registru ekonomických subjektů jsou pro oceňovaný podnik evidovány následující činnosti.

Tabulka 17: Činnosti společnosti dle Registru ekonomických subjektů (CZ NACE)

Kód NACE	Název
01	Rostlinná a živočišná výroba, myslivost a související činnosti
25110	Výroba kovových konstrukcí a jejich dílů
256	Povrchová úprava a zušlechťování kovů; obrábění
282	Výroba ostatních strojů a zařízení pro všeobecné účely
3317	Opravy a údržba ostatních dopravních prostředků a zařízení j. n.
45200	Opravy a údržba motorových vozidel, kromě motocyklů
461	Zprostředkování velkoobchodu a velkoobchod v zastoupení
46900	Nespecializovaný velkoobchod
471	Maloobchod v nespecializovaných prodejnách
52100	Skladování
64929	Ostatní poskytování úvěrů j. n.
70220	Ostatní poradenství v oblasti podnikání a řízení
772	Pronájem a leasing výrobků pro osobní potřebu a převážně pro domácnost
81290	Ostatní úklidové činnosti
82920	Balící činnosti

Zdroj: Vlastní konstrukce z Registru ekonomických subjektů

Předmětu podnikání tak z výše uvedených nejvíce odpovídají CZ NACE 45200, 461 a 469. Avšak největší podíl tržeb je z činnosti prodeje zemědělské techniky, velkoobchod – výhradní distributor zemědělské techniky JOHN DEERE. Jako hlavní předmět podnikání je tak zvolen velkoobchod se zemědělskými stroji viz tabulka níže.

Tabulka 18: Činnosti společnosti dle CZ NACE

Kód	Název
46.61	Velkoobchod se zemědělskými stroji, strojním zařízením a příslušenstvím

Zdroj: Vlastní konstrukce

Územní vymezení

Společnost STROM PRAHA a.s. je, dle výroční zprávy, zejména výhradním distributorem zemědělské techniky JOHN DEERE pro Českou republiku, hlavní podíl tržeb je uskutečňován v ČR. Trh je tedy vymezen na území České republiky, tento fakt dokládá i vlastní prodejně-servisní síť čítající více jak 40 středisek po celé ČR.

Vymezení z hlediska zákazníků

Zákaznická struktura je primárně ze zemědělského sektoru a je tvořena jednak podniky zabývajícími se prodejem zemědělské techniky konečným zákazníkům (velkoobchod), tak jednotlivé zemědělské podniky či drobní zemědělci (maloobchod). Konečnými spotřebiteli jsou jednotliví zemědělci (podniky i živnostníci) po celé ČR.

Vymezení z hlediska konkurentů

Mezi konkurenční společnosti se řadí podniky zabývající se distribucí (výhradní zastoupení) jiných továrních zahraničních značek se zemědělskou technikou. Na základě průzkumu trhu bylo identifikováno 5 největších konkurenčních společností, podrobnosti o konkurenci budou uvedeny v bodě 4.3.3.2, níže jsou uvedeny jednotlivé konkurenční společnosti včetně uvedení značek výhradní distribuce.

- **AGRALL zemědělská technika a.s.**, IČO: 25325329 – Claas a Väderstad.
- **AGRI CS a.s.**, IČO: 26243334 – CASE IH, Steyer a SUMO.
- **AGROMEX s.r.o.**, IČO: 27073157 – Fendt, Weidemann, Kerner, Lemken, Kroeger a Pellenc.
- **AGROTEC a.s.**, IČO: 00544957 – NEW HOLLAND, AMAZONE, Kongskilde a PICHON a nákladní vozidla IVECO a Fiat.
- **GARNEA a.s.**, IČO: 26080672 – DEUTZ-FAHR a stavební technika DOOSAN/DEVELON.

4.3.2.2 Odhad velikosti relevantního trhu

Úkolem je vymezit velikost relevantního trhu. Vzhledem ke skutečnosti, kdy se oceňovaná společnost pohybuje zejména na trhu v ČR, tak bude vymezen relevantní trh v ČR.

Společnost podniká zejména v odvětví CZ NACE 45200, 461 a 469 či 46.61, avšak statistické údaje za jednotlivé sekce nejsou dostupné či jsou zveřejňované údaje jen velmi omezené. Vymezení relevantního trhu by tak bylo velmi nepřesné.

Pro účely této diplomové práce bude relevantní trh vytvořen jako součet tržeb oceňovaného podniku STROM PRAHA a.s. a pěti největších konkurentů v rámci ČR. Největšími konkurenty jsou společnosti AGRALL zemědělská technika a.s., AGRI CS a.s., AGROMEX s.r.o., AGROTEC a.s. a GARNEA a.s. Celkové tržby trhu jsou tvořeny zejména tržbami za prodej zboží (88-90 % tržeb), částečně tržbami za vlastní výrobky a služby (převážně servisní činnost). Ze zveřejněných výročních zpráv konkurenčních společností vyplývá, že tržby uskutečňované na území ČR tvoří 88-100 % celkových tržeb. Je tedy patrné, že tržby na domácím trhu jsou dominantní u všech konkurenčních podniků.

Dále je nutné zmínit, že na trhu se zemědělskými stroji se nachází český výrobce zemědělské techniky ZETOR (Zetor Tractors a.s.), avšak tato společnost není do trhu zařazena vlivem výrazného exportu vyrobených traktorů. Export tvoří více jak 80 % celkových tržeb, v některých letech i více jak 90 %. Dalším důvodem pro nezařazení ZETORu i do následné finanční analýzy konkurence jsou vykazované ztráty ve čtyřech z posledních pěti let. Zbývající konkurenti mají kladný hospodářský výsledek po zdanění, ZETOR by tak neodpovídajícím způsobem negativně ovlivnil celý trh.

Tabulka 19: Vymezení relevantního trhu (konkurence) za období 2011 – 2022

Rok	Trh - konkurenční společnosti (mil. Kč)	Tempo
2011	8 501	
2012	9 247	8,78 %
2013	10 041	8,59 %
2014	9 855	-1,86 %
2015	10 881	10,41 %
2016	9 759	-10,31 %
2017	10 706	9,71 %
2018	11 634	8,67 %
2019	11 918	2,44 %
2020	11 921	0,02 %
2021	14 089	18,19 %

Rok	Trh - konkurenční společnosti (mil. Kč)	Tempo
2022 ¹⁹³	16 401	16,41 %
Průměrné roční tempo růstu		6,16 %

Zdroj: Vlastní konstrukce na základě výročních zpráv konkurenčních společností a STROM PRAHA a.s.

4.3.2.3 Analýza atraktivity trhu

Analýza atraktivity trhu specifikuje šance a rizika daného trhu, které se promítnou do prognózy vývoje trhu jako celku a následně bude mít podíl na prognóze vývoje tržního podílu oceňovaného závodu. Dále poskytne podklady pro stanovení rizikové přírážky pro diskontní a kapitalizační míru.¹⁹⁴

Analýza atraktivity trhu byly provedena dle metodiky uvedené v bodě č. 3.3.2 Strategická analýza.

Růst trhu

Tržby byly na zvoleném trhu znázorněny v předcházející kapitole v tabulce č. 12. V posledních 12 letech byly tržby kolísavé, nejprve zaznamenaly růst, následně byl vývoj hodně sinusoidní, v posledních dvou letech naopak výrazný nárůst tržeb. Konkrétně v letech 2011 a 2012 rostl trh každým rokem o více jak 8 %, následně lehký propad, poté vysoký růst a vysoký propad v roce 2016. Od roku 2017 růst se stagnací, od roku 2021 výrazný růst trhu. Průměrné tempo růstu trhu za roky 2011-2022 je, i díky posledním dvěma letům, ve výši 6,16 %. Za stejné období se tempo růstu HDP pohybovalo na úrovni 4,78 %, produkce v zemědělství měla tempo růstu ve výši 4,45 %, inflace zaznamenala tempo růstu ve výši 2,8 %, zvolený trh má tak vyšší růst než všechny související prvky. Růst trhu tak hodnotím velmi kladně i když s možným rizikem zvratu.

Tabulka 20: Vývoj HDP, produkce zemědělství a sledovaného trhu

Rok	HDP (mld. Kč), b. c.	Produkce zemědělského odvětví (mld. Kč) b.c.	Sledovaný trh (mld. Kč), b.c.
2011	4 062,3	118,9	8,5
2012	4 088,9	122,2	9,2
2013	4 142,8	128,2	10,0
2014	4 345,8	137,0	9,9
2015	4 625,4	128,5	10,9
2016	4 796,9	133,0	9,8
2017	5 110,7	133,9	10,7

¹⁹³ Tržby v odvětví jsou z části dopočítány odhadem. Společnost GARNEA a.s. nezveřejnila VZaZ za rok 2022, výše jejích tržeb tak byla odhadnuta na úrovni průměrného zvýšení tržeb zbývajících konkurenčních firem mezi lety 2021 a 2022.

¹⁹⁴ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.* 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 82.

Rok	HDP (mld. Kč), b. c.	Produkce zemědělského odvětví (mld. Kč) b.c.	Sledovaný trh (mld. Kč), b.c.
2018	5 410,8	136,0	11,6
2019	5 709,1	141,1	11,9
2020	5 791,5	149,0	11,9
2021	6 108,7	167,2	14,1
2022	6 786,7	191,9	16,4
Tempo růstu	4,78 %	4,45 %	6,16 %

Zdroj: Vlastní konstrukce na základě údajů z ČSÚ, ČNB a výročních zpráv konkurence.

Velikost trhu

Tržby se na zvoleném trhu za poslední 2 období výrazně zvýšily do historických maxim. Trh je tvořen tržbami celkem 6 největších podniků (STROM + 5 konkurentů) na trhu. Další konkurenti nejsou ve velikosti trhu zahrnuti a je otázkou jaký podíl má na celkovém trhu zbývající konkurence. Údaje z trhu dle jednotlivých CZ NACE nejsou k dispozici. Velikost trhu je tak hodnocena jako průměrná.

Intenzita přímé konkurence

Dle vývoje tržeb 6 největších konkurentů se lze domnívat, že trh ovládá menší množství větších podniků, které mají dostatečně širokou prodejně-servisní síť. Vzhledem k rostoucím tržbám relevantního trhu se lze domnívat, že trh je v růstu a zejména pak rostou větším podnikům na úkor menších. Přímých konkurentů je cca 5-6, dále je na trhu několik menších konkurentů, kteří však nemají tak širokou prodejně-servisní síť jako největší hráči na trhu. Čím dál tím více si na trhu zabírá prostor oceňovaná společnost, které tržby rostou nejdynamičtěji. Další hrozbou na trhu je konkurence v podobě asijských značek, které agresivně vkročily na český trh. Intenzita přímé konkurence je tak zvolena jako lehce podprůměrná.

Bariéry vstupu

Bariéry vstupu do odvětví distribuce či výhradního zastoupení zahraničních značek se zemědělskou technikou jsou významné. Bariéry vstupu do odvětví jsou vysoké z následujících důvodů:

- zajistit výhradní zastoupení je problematické, hlavní světové značky jsou na trhu již rozebrány,
- velké prvotní investice do nákupu či pronájmu prodejně-servisních areálů, zásob a vybavení pro servis strojů,
- zajištění kvalitních servisních techniků, prodejců či odběratelů,

- při vstupu nových subjektů předpoklad vysokých nákladů na marketing a reklamu, které by zajistili povědomí o značce/distributorovi.

Celkově jsou bariéry vstupu hodnoceny jako pozitivní.

Hrozba substituce

Substituční výrobky jsou v oboru prodeje zemědělské techniky velmi nízké, nejsou známy obdobné výrobky zpracované jinými technologiemi. Substitučními výrobky by mohly být pouze produkty jiných továrních značek vyrábějících zemědělskou techniku, avšak toto je již zahrnuto při intenzitě přímé konkurence. Hrozba substituce je tak hodnocena pozitivně.

Průměrná rentabilita

Rentabilita tržeb oceňované společnosti i relevantního trhu je znázorněna v tabulce níže. Průměrná rentabilita vlastního kapitálu (ROE) byla na zvoleném trhu ve výši 8,6 %, medián ve výši 7,7 %, trend byl rostoucí. Oceňovaná společnost měla průměr na 14,5 % a medián ve výši 13,2 %, trend byl taktéž rostoucí. Ukazatel ROE je tak u oceňované společnosti o 5-6 p. b. vyšší, nežli je na zvoleném trhu.

Rentabilita tržeb po dani (ROS) byla na trhu následující: průměr činil 3 % a medián byl ve výši 2,6 %, trend vývoje byl rostoucí. STROM měl průměrné ROS ve výši 3,1 % a medián na úrovni 2,8 %, vývoj byl taktéž pozitivně růstový. Celkově byla rentabilita tržeb po dani u společnosti totožná jako na relevantním trhu.

Rentabilita u oceňované společnosti byla v růstu jako na trhu, avšak na mírně vyšší úrovni. Z těchto důvodů je rentabilita určena jako lehce pozitivní.

Tabulka 21: Rentabilita oceňované společnosti a relevantního trhu

Ukazatel	2018	2019	2020	2021	2022	průměr	medián
ROE – Rentabilita vlastního kapitálu – STROM	11,6%	13,2%	12,4%	15,8%	19,7%	14,5%	13,2%
ROE konkurence	7,7%	6,6%	6,8%	10,4%	11,7%	8,6%	7,7%
ROS – Rentabilita tržeb po dani – STROM	2,3%	2,8%	2,8%	3,5%	4,3%	3,1%	2,8%
ROS konkurence	2,6%	2,3%	2,5%	3,5%	3,8%	3,0%	2,6%

Zdroj: Vlastní konstrukce na základě údajů z výročních zpráv konkurence a STROM PRAHA a.s.

Citlivost trhu na konjunkturu

Tržby v odvětví mají pozitivní či negativní vývoj stejně jako národní hospodářství. Viz např. propad v roce 2009 a v posledních letech např. v roce 2020 při pandemii COVID 19. Avšak propad byl pouze záležitostí jednoho roku s následným dalším růstem. V posledních

2 letech dokonce vysoký růst trhu, který je způsobený oživením trhu (zemědělství) a taktéž zvyšováním cen – inflace. Citlivost na konjunkturu je hodnocena průměrně.

Síla zákazníků

Zákaznická struktura je primárně ze zemědělského sektoru a je tvořena jednak podniky zabývajícími se prodejem zemědělské techniky konečným zákazníkům (velkoobchod), tak jednotlivé zemědělské podniky či drobní zemědělci (maloobchod). Konečnými spotřebiteli jsou jednotliví zemědělci (podniky i živnostníci) po celé ČR. Konkurence je v odvětví poměrně silná. Zákaznická síla spočívá ve výběru zemědělské techniky od různých továrních značek, tento výběr je závislý zejména na ceně produktů, jejich spolehlivosti či případně v dostupnosti servisních středisek. Síla zákazníků je tak hodnocena průměrně.

Vlivy prostředí/zákonů/dotací

Odvětví prodeje zemědělské techniky v současnosti ohrožují zejména vlivy spojené s dodávkou levných zemědělských plodin ze zemí mimo EU, které výrazně tlačí na cenu zemědělských komodit domácích výrobců. Hrozí zde zhoršení finanční situace jednotlivých zemědělců a jejich následný snížený zájem o nákup nových strojů. Dalším vlivem je změna dotační politiky EU související s vyšší dotací, Green Deal (Zelená dohoda pro Evropu) apod. Všechny výše uvedené vlivy tak negativně ovlivňují i trh s prodejem zemědělské techniky a jsou tak hodnoceny negativně.

Závěr analýzy atraktivity trhu

V tabulce níže bude dle předchozího rozboru trhu provedena analýza atraktivity trhu.

Tabulka 22: Hodnocení atraktivity trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity						Body	Váha × Body	
		Negativní		Průměr		Pozitivní				
		0	1	2	3	4	5			6
Růst trhu	3						x		5	15
Velikost trhu	2				x				3	6
Intenzita konkurence	3			x					2	6
Bariéry vstupu	1						x		5	5
Možnosti substituce	1						x		5	5
Průměrná rentabilita	2					x			4	8
Citlivost na konjunkturu	1				x				3	3
Síla zákazníků	2				x				3	6
Vlivy prostředí/zákonů	2		x						1	2
Celkem	17									56

Zdroj: Vlastní konstrukce na základě Mařík a kol.¹⁹⁵

Maximální počet bodů: $17 \times 6 = 102$

Dosažené hodnocení: $56/102 = 55 \%$

Podle dosaženého výsledku je trh hodnocen průměrně, což koresponduje s výsledky v tabulce výše. Na základě zjištěných informací budou v tabulce níže popsány nejdůležitější příležitosti a hrozby na relevantním trhu, které souvisejí s oceňovaným podnikem.

Tabulka 23: Příležitosti a hrozby trhu

Příležitosti a hrozby trhu	
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none">• růst trhu z poslední let• vysoké bariéry vstupu na trh• možnost substituce je velmi nízká	<ul style="list-style-type: none">• vlivy případných změn zákonů, legislativy apod.• konkurence zejména s pohledu asijských značek• zejména zhoršení ekonomické situace odběratelů a změny dotační politiky ČR a EU

Zdroj: Vlastní konstrukce

4.3.2.4 Prognóza vývoje trhu

Analýza relevantního trhu bude zakončena prognózou vývoje tohoto trhu. Pro sestavení prognózy trhu je v tomto případě použita regresní analýza, kde závisle proměnnou je y (regresor), která je v tomto případě reprezentována velikostí trhu. Jako nezávisle proměnné x (regresand) byly pro tento trh zvoleny následující prvky:

- HDP v běžných cenách,
- Produkce zemědělského odvětví v běžných cenách a
- Obhospodařovaná zemědělská půda v ha.

Data za výše uvedené nezávisle proměnné (x) jsou uvedena za roky 2010 – 2022, zdrojem jsou webové stránky Českého statistického úřadu. V tabulce níže jsou uvedena data k jednotlivým proměnným.

¹⁹⁵ Mařík, Miloš a kolektiv. *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 84.

Tabulka 24: Data pro regresní analýzu

Rok	HDP (mld. Kč), b. c.	Produkce zemědělského odvětví (mld. Kč) b. c.	Obhospodařovaná zemědělská půda (v ha)	Sledovaný trh (mld. Kč), b. c.
2010	4 042,9	102,6	3 523 857	5,1
2011	4 062,3	118,9	3 504 032	8,5
2012	4 088,9	122,2	3 525 889	9,2
2013	4 142,8	128,2	3 521 000	10,0
2014	4 345,8	137,0	3 515 555	9,9
2015	4 625,4	128,5	3 493 717	10,9
2016	4 796,9	133,0	3 488 788	9,8
2017	5 110,7	133,9	3 521 329	10,7
2018	5 410,8	136,0	3 523 216	11,6
2019	5 709,1	141,1	3 523 659	11,9
2020	5 791,5	149,0	3 523 871	11,9
2021	6 108,7	167,2	3 529 797	14,1
2022	6 786,7	191,9	3 530 423	16,4
Průměrné tempo růstu	4,41 %	5,35 %	0,02 %	10,28 %

Zdroj: Vlastní konstrukce na základě dat z Českého statistického úřadu

Dalším krokem pro odhad prognózy vývoje relevantního trhu je srovnání Paersonových korelačních koeficientů, které změří sílu závislosti mezi jednotlivými tržními údaji. Pro kvalitní zpracování regresní analýzy je žádoucí:

- relativně silná závislost mezi závislou a nezávislou proměnou (tedy mezi y a x),
- závislost nezávisle proměnných by měla být nevýznamná (tedy mezi x).

Korelační koeficienty jsou uvedeny v tabulce níže.

Tabulka 25: Paersonovy korelační koeficienty se třemi nezávislými

Proměnná	HDP (mld. Kč), b. c. x1	Produkce zemědělského odvětví (mld. Kč) b.c. x2	Obhospodařovaná zemědělská půda (v ha) x3
Sledovaný trh (mld. Kč), b.c. / 2010-2022	0,89	0,96	0,32

Zdroj: Vlastní konstrukce na základě dat z Českého statistického úřadu

Sledovaný trh vykázal korelační koeficient s obhospodařovanou zemědělskou půdou na úrovni 0,32, tedy jedná se o slabou závislost mezi závislou a nezávislou proměnou. Pro další výpočty bude proměnná x_3 vyloučena.

Zbývající dvě proměnné vykázaly silnou závislost se sledovaným trhem. Produkce zemědělského odvětví ve výši 0,96 a HDP ve výši 0,89. Obě nezávisle proměnné tak budou využity pro další testování, které bude spočívat ve sledování vývoje korelačního koeficientu při použití různých časových řad.

Tabulka 26: Vývoj korelačních koeficientů v čase

Proměnná	HDP (mld. Kč), b. c. x1	Produkce zemědělského odvětví (mld. Kč) b.c. x2
Sledovaný trh (mld. Kč), b.c. / 2010-2022 – 13 let	0,89	0,96
Sledovaný trh (mld. Kč), b.c. / 2011-2022 – 12 let	0,94	0,96
Sledovaný trh (mld. Kč), b.c. / 2012-2022 – 11 let	0,93	0,96
Sledovaný trh (mld. Kč), b.c. / 2013-2022 – 10 let	0,92	0,96

Zdroj: Vlastní konstrukce na základě dat z Českého statistického úřadu

Produkce zemědělského odvětví vykazovala při použití různých časových řad stabilní silnou závislost na úrovni 0,96. Hrubý domácí produkt vykazoval v letech 2010-2022 o něco nižší závislost ve výši 0,89, avšak při použití časové řady mezi lety 2011 a 2022 je již závislost silnější, konkrétně ve výši 0,94. Při použití dalších časových řad závislost klesala na úroveň 0,92.

Silnější a stabilnější závislost vykazuje produkce zemědělského odvětví, avšak pro prognózu trhu bude využito HDP, prognózy hrubého domácího produktu jsou dostupné na stránkách Ministerstva financí ČR, naopak predikce zemědělského odvětví není zveřejňována. Tedy pro prognózu trhu bude využita proměnná HDP s korelačním koeficientem ve výši 0,94 za období 2011-2022.

Pro odhad prognózy sledovaného trhu bude využita lineární a exponenciální regresní analýza, výstupy jsou uvedeny v tabulkách č. 16 a 17 níže.

Tabulka 27: Report z modulu regresní analýzy Excelu – lineární funkce, regresor HDP

VÝSLEDEK

Regresní statistika	
Násobné R	0,902152751 = korelační koeficient
Hodnota spolehlivosti R	0,813879587 = index determinace R²
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,795267545 = upravený index determinace
Chyba stř. hodnoty	0,995774968
Pozorování	12

ANOVA					
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F
Regrese	1	43,3599285	43,35993	43,72866	5,98E-05
Rezidua	10	9,915677873	0,991568		
Celkem	11	53,27560637			

	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P
Hranice	-1,53622628	1,954242088	-0,7861	0,450036
Soubor X 1	0,002633922	0,000398309	6,612765	5,98E-05

Zdroj: Vlastní výpočty na základě dat z Českého statistického úřadu

Tabulka 28: Report z modulu regresní analýzy Excelu – exponenciální funkce, regresor HDP

VÝSLEDEK

<i>Regresní statistika</i>	
Násobné R	0,94960132 = korelační koeficient
Hodnota spolehlivosti R	0,901742667 = index determinace R²
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,891916934 = upravený index determinace
Chyba stř. hodnoty	0,060179782
Pozorování	12

ANOVA					
	<i>Rozdíl</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Významnost F</i>
Regrese	1	0,332367744	0,332368	91,77357	2,35E-06
Rezidua	10	0,036216062	0,003622		
Celkem	11	0,368583806			

	<i>Koeficienty</i>	<i>Chyba stř. hodnoty</i>	<i>t Stat</i>	<i>Hodnota P</i>
Hranice	1,411108356	0,10509144	13,42743	1,01E-07
Soubor X 1	0,000195392	2,03961E-05	9,579853	2,35E-06

Zdroj: Vlastní výpočty na základě dat z Českého statistického úřadu

Za období 2011-2022 vysvětluje lineární model variabilitu závisle proměnné na úrovni 81,4 %, exponenciální model na úrovni 90,2 %. Za období posledních 5 let (2018-2022) je R² lineární funkce na ve výši 73,3 % a R² exponenciální funkce ve výši 94,3 %. Dále byly taktéž zpracovány odchylky od trendu za období 2011-2022 a 2018-2022, v obou případech jsou odchylky výrazně menší u exponenciální funkce. I přes kvalitnější výstupy z exponenciální regresní analýzy je upřednostněna lineární regresní analýza. Důvodem je opatrnost prognózy vývoje lineární funkce oproti exponenciální, na trhu lze očekávat spíše pomalejší (stabilnější) lineární růstu nežli strmější růst při použití exponenciální funkce. Jako výchozí je tak použit lineární regresní model, který má následující podobu:

$$\text{Sledovaný trh} = -1,5362 + 0,0026 * \text{HDP v mld. Kč}$$

Vývoj trhu za minulost včetně jeho prognózy je za období 2011–2027 uvedena v tabulce č. 20 uvedené níže.

Tabulka 29: Prognóza vývoje trhu

Data z veřejných zdrojů - vstupní faktory				Relevantní trh ČR		
Rok	HDP (mld. Kč), b. c.	Tempo	Míra inflace	Podíl obyvatel regionu na ČR	Relevantní trh (mil. Kč)	Tempo
2011	4 062,3	0,48%	1,019	100,00%	8 501	
2012	4 088,9	0,65%	1,033	100,00%	9 247	8,78%
2013	4 142,8	1,32%	1,014	100,00%	10 041	8,59%
2014	4 345,8	4,90%	1,004	100,00%	9 855	-1,86%

Data z veřejných zdrojů - vstupní faktory				Relevantní trh ČR		
Rok	HDP (mld. Kč), b. c.	Tempo	Míra inflace	Podíl obyvatel regionu na ČR	Relevantní trh (mil. Kč)	Tempo
2015	4 625,4	6,43%	1,003	100,00%	10 881	10,41%
2016	4 796,9	3,71%	1,007	100,00%	9 759	-10,31%
2017	5 110,7	6,54%	1,025	100,00%	10 706	9,71%
2018	5 410,8	5,87%	1,021	100,00%	11 634	8,67%
2019	5 709,1	5,51%	1,028	100,00%	11 918	2,44%
2020	5 791,5	1,44%	1,032	100,00%	11 921	0,02%
2021	6 108,7	5,48%	1,038	100,00%	14 089	18,19%
2022	6 786,7	11,10%	1,151	100,00%	16 401	16,41%
2023	7 351,0	8,31%	1,108	100,00%	17 893	9,10%
2024	7 640,0	3,93%	1,026	100,00%	18 657	4,27%
2025	8 022,0	5,00%	1,021	100,00%	19 667	5,41%
2026	8 370,0	4,34%	1,020	100,00%	20 587	4,68%
2027	8 650,0	3,35%	1,020	100,00%	21 327	3,60%
Průměrné roční tempo růstu:						
2011 až 2022		4,78%	1,031			6,16%
2022 až 2027		4,97%	1,056			5,39%

Zdroj: Vlastní konstrukce na základě dat z Českého statistického úřadu

Průměrné tempo růstu HDP činilo za minulost 4,78 %, do budoucího období je plánováno (na základě predikcí MF ČR) ve výši 4,97 %. Relevantní trh měl průměrné tempo růstu za minulost ve výši 6,16 %, do budoucího období je odhadnut jeho růst na mírně menší úrovni, konkrétně ve výši 5,39 %.

Dlouhodobé tempo růstu trhu: Růst trhu by se měl obvykle pohybovat mezi dlouhodobou inflací a odhadem tempa růstu HDP. Dlouhodobě očekávaná inflace činí 2 % (ČNB, MFČR, IMF). Průměrné roční tempo růstu HDP mezi lety 2001 a 2022 bylo ve výši 4,72 %. Hodnoty tempa růstu trhu jsou v roce 2027 na úrovni 3,6 %. Pro dlouhodobou prognózu relevantního trhu bude předpokládán růst ve výši 3,6 %. Tato výše tedy odpovídá růstu z posledního plánovaného roku 2027. Toto tempo růstu trhu je považováno za očekávané i přes rapidně větší růst mezi lety 2011 a 2022, v těchto letech byl růst trhu vyšší než průměrný růst inflace a zejména vyšší i než průměrné tempo růstu HDP. Avšak jedná se o relativně krátký časový úsek a tak je pro dlouhodobý růst zvolena nižší úroveň tempa růstu, konkrétně na výše uvedených 3,6 %.

4.3.3 Analýza konkurenční síly

Úkolem analýzy konkurenční síly je odhadnout vývoj tržních podílů oceňovaného závodu do budoucnosti.

4.3.3.1 Stanovení tržního podílu

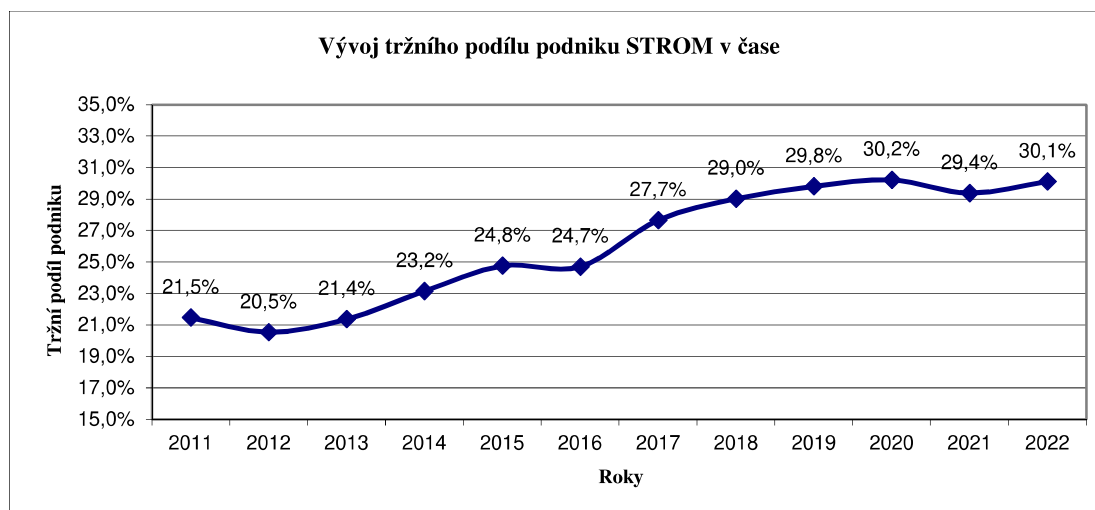
Tržní podíl oceňovaného podniku za poslední období je určen jako poměr jeho tržeb (z prodeje výrobků, služeb a zboží) a odhadnuté velikosti relevantního trhu.

Tabulka 30: Stanovení tržního podílu oceňovaného podniku

Rok	Relevantní trh	Tržní podíl STROM	Tržby STROM	Průměrné tempo růstu tržeb STROM
2011	8 501	21,5%	1 824,9	9,5% 2011 - 2022
2012	9 247	20,5%	1 899,0	
2013	10 041	21,4%	2 145,8	
2014	9 855	23,2%	2 281,5	
2015	10 881	24,8%	2 695,1	
2016	9 759	24,7%	2 410,4	
2017	10 706	27,7%	2 960,8	
2018	11 634	29,0%	3 376,1	
2019	11 918	29,8%	3 552,0	
2020	11 921	30,2%	3 602,1	
2021	14 089	29,4%	4 138,7	
2022	16 401	30,1%	4 939,6	

Zdroj: Vlastní konstrukce na základě výročních zpráv STROM PRAHA a.s. a konkurence¹⁹⁶

Graf 1: Vývoj tržního podílu společnosti STROM PRAHA a.s.



Zdroj: Vlastní konstrukce na základě výročních zpráv STROM PRAHA a.s. a konkurence¹⁹⁷

¹⁹⁶ Výroční zprávy, či případně rozvaha a výkaz zisku a ztrát, konkurenčních společností AGRALL zemědělská technika a.s., AGRI CS a.s., AGROMEX s.r.o., AGROTEC a.s. a GARNEA a.s.

¹⁹⁷ Tamtéž.

Z tabulky č. 30 a grafu č. 1 jsou patrné následující informace:

- tržní podíl společnosti se za posledních 12 let pohyboval mezi 20,5 % až 30,2 %,
- vývoj tržního podílu měl pozitivní rostoucí trend, zejména do roku 2019,
- v posledních 4 letech byl tržní podíl již více stabilizován na úrovni mezi 29,4 až 30,2 %.

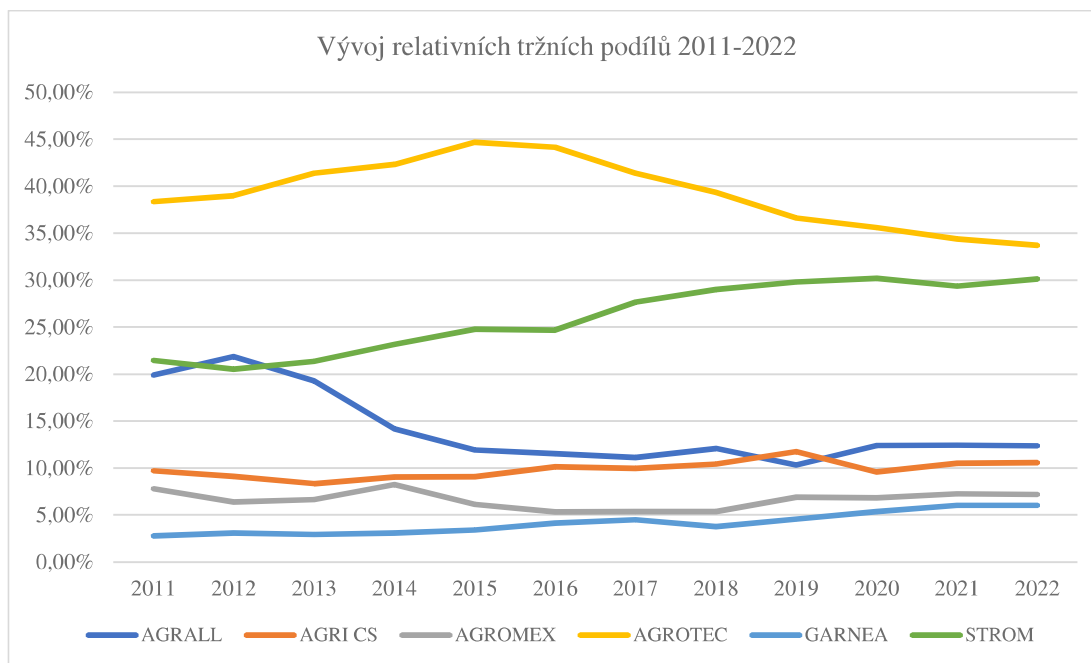
4.3.3.2 Identifikace hlavních konkurentů

Mezi konkurenční společnosti se řadí podniky zabývající se distribucí (výhradní zastoupení) jiných továrních zahraničních značek se zemědělskou technikou. Na základě průzkumu trhu bylo identifikováno 5 největších konkurenčních společností, níže jsou uvedeny jednotlivé konkurenční společnosti včetně uvedení značek výhradní distribuce.

- **AGRALL zemědělská technika a.s.**, IČO: 25325329 – Claas a Väderstad.
- **AGRI CS a.s.**, IČO: 26243334 – CASE IH, Steyer a SUMO.
- **AGROMEX s.r.o.**, IČO: 27073157 – Fendt, Weidemann, Kerner, Lemken, Kroeger a Pellenc.
- **AGROTEC a.s.**, IČO: 00544957 – NEW HOLLAND, AMAZONE, Kongskilde a PICHON a nákladní vozidla IVECO a Fiat.
- **GARNEA a.s.**, IČO: 26080672 – DEUTZ-FAHR a stavební technika DOOSAN/DEVELON.

Z výše uvedené konkurence a oceňované společnosti byl vytvořen relevantní trh. V grafu č. 2 níže jsou uvedeny tržní podíly jednotlivých společností na relevantním trhu za období 2011-2022.

Graf 2: Vývoj relativních tržních podílů 2011-2022



Zdroj: Vlastní konstrukce na základě výročních zpráv STROM PRAHA a.s. a konkurence¹⁹⁸

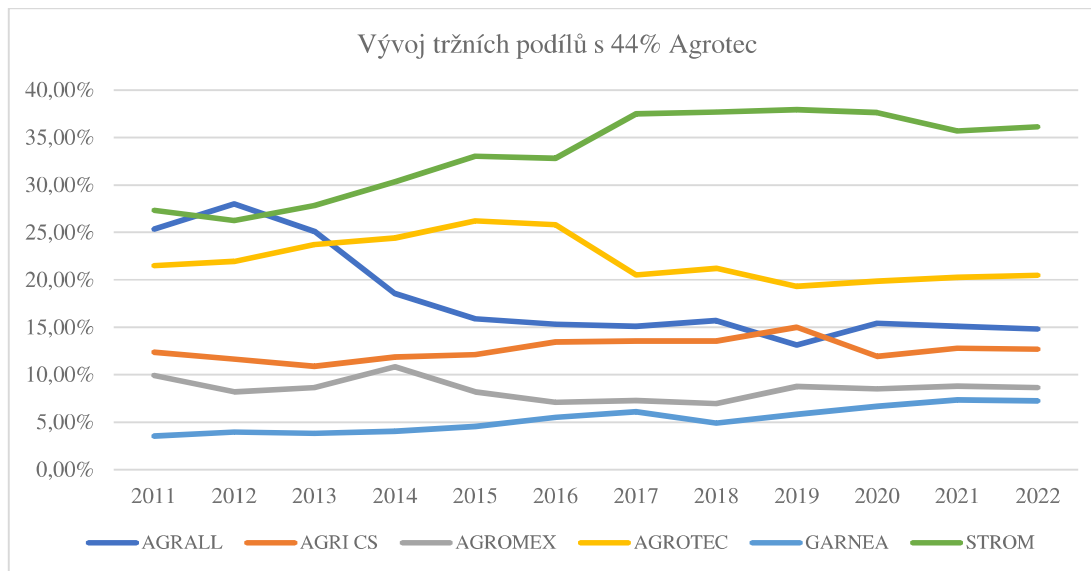
Z grafu je patrné, že hlavní subjekty na trhu jsou společnosti STROM PRAHA a.s. (John Deere) a AGROTEC a.s. (New Holland). Obě společnosti mají na zvoleném relevantním trhu za roky 2011-2022 společný podíl mezi 60-70 %. Avšak u společnosti STROM PRAHA a.s. je v čase patrný růst s následnou stabilizací, naopak u společnosti AGROTEC a.s. je od roku 2015 zaznamenán pokles. Další společnosti si za sledované období drží relativně stabilní podíl na trhu, výjimkou je společnost AGRALL zemědělská technika a.s., které se tržní podíl do roku 2014 propadal, následně stabilizoval.

Dále je nutné uvést, že společnost AGROTEC a.s. je taktéž prodejcem nákladních vozidel (IVECO a Fiat) a osobních vozů značek ŠKODA a KIA, tržby za tyto činnosti tvoří významnou část z celkových tržeb společnosti. Ve výročních zprávách společnosti AGROTEC a.s. je jen hrubě uveden podíl prodeje zemědělské techniky na celkových tržbách. Za roky 2017-2022 se podíl zemědělské techniky na tržbách pohyboval mezi 37-51 % (jedná se o vlastní hrubé odhady z výročních zpráv) a v čase se zvyšoval, průměr činil 44 %. Tento průměr byl použit i na předchozí roky, na základě těchto upravených tržeb

¹⁹⁸ Výroční zprávy, či případně rozvaha a výkaz zisku a ztrát, konkurenčních společností AGRALL zemědělská technika a.s., AGRI CS a.s., AGROMEX s.r.o., AGROTEC a.s. a GARNEA a.s.

společnosti AGROTEC a.s. byl sestaven nový graf relativních tržních podílů, který je uveden níže.

Graf 3: Vývoj relativních tržních podílů 2011-2022 – tržby AGROTEC a.s. upraveny



Zdroj: Vlastní konstrukce na základě výročních zpráv STROM PRAHA a.s. a konkurence¹⁹⁹

V případě hrubého očištění trhu o nesouvisející prodeje u společnosti AGROTEC a.s. je patrný růst tržního podílu oceňovaného podniku. Na takto očištěném relevantním trhu je společnost STROM PRAHA a.s. lídrem s prodejem zemědělské techniky. Ustálený tržní podíl se za posledních 6 let pohybuje úrovni kolem 37 %, dvojkou na trhu je AGROTEC a.s. s podílem kolem 20 % a třetí v pořadí je společnost AGRALL zemědělská technika a.s. s podílem kolem 15 %. V posledních 3 letech jsou pozice jednotlivých podniků na relevantním trhu stabilizované, jen s drobnými výkyvy mezi jednotlivými lety.

Oceňovaná společnost je vzhledem ke zjištěným informacím jedničkou na českém trhu s prodejem zemědělské techniky včetně související servisní činnosti. Tento fakt je taktéž podpořen registracemi nových traktorů v ČR za posledních 5 let, kdy v kategorii traktorů T1 a T2 je John Deere jedničkou na trhu²⁰⁰.

Základní informace o konkurenčních společnostech jsou uvedeny níže.

¹⁹⁹ Výroční zprávy, či případně rozvaha a výkaz zisku a ztrát, konkurenčních společností AGRALL zemědělská technika a.s., AGRI CS a.s., AGROMEX s.r.o., AGROTEC a.s. a GARNEA a.s.

²⁰⁰ Registrace nových T v ČR za roky 201-2022, zveřejňována na webu Svazu dovozců automobilů - <https://portal.sda-cia.cz/>.

AGRALL zemědělská technika a.s.

Společnost byla založena v roce 1991 a v současnosti je oficiální importérem značek CLAAS and Väderstad pro ČR a Slovensko, v nabídce se nachází obdobné portfolio produktů zemědělské techniky jako u STROM PRAHA a.s. Sídlem společnosti je obec Bantice v okrese Znojmo, Jihomoravský kraj. Servisní síť je tvořena více jak 10 středisky po ČR, prodejní síť je tvořena částečně dceřinými společnostmi. Tržní podíl očištěný činí v roce 2022 cca 14,8 % a jedná se tak o 3 na relevantním trhu.

AGRI CS a.s.

AGRI CS a.s. je dceřinou společností společnosti AGROTEC a.s. a taktéž členem koncernu Agrofert, založena byla v roce 2001. Firma je dovozce zemědělské techniky CASE IH, Steyer a SUMO, v nabídce se nachází obdobné portfolio produktů zemědělské techniky. Sídlo společnosti je v Hustopečích, okres Břeclav, Jihomoravský kraj. Servisní síť je tvořena více jak 20 středisky po ČR. Tržní podíl očištěný činí v roce 2022 cca 12,7 % a jedná se tak o 4 na relevantním trhu.

AGROMEX s.r.o.

Společnost působí na trhu se zemědělskou technikou od roku 1992 a je výhradním dovozcem značek Fendt, Weidemann, Kerner, Lemken, Kroeger a Pellenc, v nabídce se nachází obdobné portfolio produktů zemědělské techniky jako u oceňovaného závodu. Sídlo společnosti je v Modleticích, okres Praha-východ, kraj Středočeský. Servisní síť je tvořena 10 středisky po ČR. Tržní podíl očištěný činí v roce 2022 cca 8,6 % a jedná se tak o 5 na relevantním trhu.

AGROTEC a.s.

Společnost je mateřskou společností společnosti AGRI CS a.s. a taktéž členem koncernu Agrofert. Obchodní závod a je výhradním dovozcem zemědělských značek NEW HOLLAND, AMAZONE, Kongskilde a PICHON, dále se zabývá prodejem nákladních vozidel IVECO a Fiat, předmětem podnikání je taktéž prodej osobních vozů Škoda, Kia a JEEP. Sídlo společnosti je v Hustopečích, okres Břeclav, Jihomoravský kraj. Servisní síť je tvořena více jak 50 středisky po ČR. Tržní podíl činí v roce 2022 cca 20,5 % a jedná se tak o 2 na relevantním zemědělském trhu.

GARNEA a.s.

Společnost působí na trhu se zemědělskou technikou od roku 1992 a je výhradním dovozcem značek DEUTZ-FAHR a stavební techniky DOOSAN/DEVELON, v nabídce se nachází obdobné portfolio produktů zemědělské techniky jako u oceňovaného závodu. Sídlo společnosti je v Neplachově, okres České Budějovice, Jihočeský kraj. Servisní síť je tvořena 17 středisky po ČR. Tržní podíl činí v roce 2022 cca 7,2 % a jedná se tak o 6 na relevantním trhu.

Na základě analýzy hlavní konkurence je patrné, že společnost STROM PRAHA a.s. je v prodeji se zemědělskou technikou jedničkou na českém trhu, tento fakt podporuje jednak zjištěný tržní podíl, statistiky o prodejkách nově registrovaných traktorů, tak i rozsáhlá prodejně servisní síť. Ekonomické ukazatele jsou s konkurencí porovnány v následující finanční analýze, i z této analýzy je patrná vedoucí pozice na trhu.

4.3.3.3 Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly

V tomto bodě bude provedena analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly společnosti STROM PRAHA a.s. Výsledkem analýzy je posouzení perspektivnosti podniku v porovnání s konkurencí, odhadnout očekávaný vývoj tržního podílu na relevantním trhu a shrnout možná rizika plynoucí pro podnik.

Analýza bude provedena v podobě přímých a nepřímých faktorů, které působí na konkurenční sílu oceňovaného podniku. Analýza vnitřního potenciálu byla provedena dle metodiky uvedené v bodě č. 3.3.2 Strategická analýza.

Přímé faktory

Kvalita zboží

Na trhu se zemědělskými stroji se v ČR pohybuje několik desítek továrních značek různé kvality zpracování, což dokládají informace zjištěné u konečných uživatelů. Dle informací od oslovených zemědělců je kvalita výrobků John Deere (tvoří stěžejní procento tržeb) vnímána velmi pozitivně a nad průměrem v porovnání s dalšími značkami na trhu. V porovnání s největší konkurencí je vnímána taktéž pozitivně, avšak již v menší míře. Kvalita zboží je tak hodnocena lehce nad průměrem konkurence.

Cenová úroveň

Každý z prodejců zemědělské techniky má ve svém portfoliu traktory, sečky, sklízecí mlátičky a řezačky (kombajny), postřikovače apod. různých velikostí, výkonů, šíří atd. Na základě průzkumu zboží největších konkurentů nebyly v cenách zjištěny výrazné výkyvy jednotlivých druhů zemědělské techniky. Cenová úroveň je považována mezi největší konkurencí průměrně.

Intenzita reklamy

Reklamu v televizi společnost vůbec nevyužívá. Společnost hojně využívá sociální sítě jako Facebook (Meta) a Twitter (platforma X), zde dochází ke komunikaci se stávajícím a případně novým zákazníkem. Společnost taktéž hojně využívá YouTube kanál STROM PRAHA, na kterém představuje nové zemědělské stroje JOHN DEERE a uvádí videa s další zemědělskou tematikou. Nepřímá reklama strojů JOHN DEERE je zajištěna pomocí různých YouTube kanálů, kde jsou stroje JD předmětem testu případně jsou porovnávány s dalšími konkurenčními značkami jako zejména New Holland, Fend a Case apod. Další forma reklamy je v podobě článků v zemědělských časopisech, nejvíce časopis Mechanizace zemědělství. Dále se firma reprezentuje na farmářských webech či na vlastních webových stránkách: www.strom.cz. Při porovnání s konkurencí lze konstatovat, že intenzita reklamy je srovnatelná a tedy průměrná.

Výhody místa

Společnost má centrálu v Praze, prodejně servisní síť se nachází ve všech regionech ČR, konkurence je na tom velmi obdobně i přes menší prodejně servisní síť. Náklady na provoz jednotlivých středisek se liší zejména osobními náklady (mzdy), které jsou v regionech odlišné. Vzhledem k obdobným lokalitám středisek konkurence i oceňovaného podniku jsou tyto náklady velmi podobné. Na základě těchto informací jsou výhody místa hodnoceny průměrně.

Výhody distribuce

Jak bylo uvedeno v odstavci výše, tak společnost operuje s více jak 40 prodejně servisními středisky po ČR a společně s AGROTEC a.s. se jedná o nejrozšířenější síť. Zbývající konkurence disponuje výrazně méně středisky. Jelikož má společnost takto širokou síť prodejen a servisů, tak je velmi dobře klientsky dostupná, dostupnost obchodu a zejména servisních středisek často rozhodující při výběru tovární značky zemědělské

techniky. S hustou sítí je taktéž spojeno rychlá dostupnost náhradních dílů. Výhody distribuce jsou tak hodnoceny pozitivně.

Image firmy

Pro image firmy jsou důležité následující aspekty: kvalita prodávaného zboží, odbornost a spokojenost zaměstnanců, reklama či obchodní vztahy s dodavateli a zákazníky. Tyto jednotlivé složky přispívají k image firmy zejména z pohledu zákazníků. Recenze zákazníků jsou dostupné ve vyhledávači GOOGLE, průměrná známka je 4,5 hvězdičky z 5. Hodnocení konkurenčních společností se pohybuje na obdobné výši. Jednotlivý zemědělec hodnotí společnost kladně, zejména vlivem kvality zemědělské techniky JOHN DEERE, dostupnosti servisních středisek a kvality servisu. Image firmy je při porovnání s konkurencí hodnocena pozitivně.

Servis a služby

Jednotlivý zemědělec kvalitu servisních středisek, jejich dostupnost, provedené servisní práce či dodávku náhradních dílů vnímají v porovnání s konkurencí velmi pozitivně. Servisní střediska mají hustou síť po ČR, rychlost dodání náhradních dílů je velmi rychlá (nejpozději do 24 hodin), komunikace se zákazníky je velmi dobrá. Servis a služby jsou hodnoceny v porovnání s konkurencí velmi kladně.

Nepřímé faktor

Kvalita managementu

Management společnosti má jasnou vizi z jasnou strategií pro rozvoj podnikání, což potvrzují rostoucí tržby a zisky, včetně nárůstu tržního podílu za posledních 11 let. Vedení zajišťuje rozvoj společnosti zejména rozšiřováním servisně prodejních středisek, které zabezpečují větší dostupnost pro klientelu, provedení servisních úkonů či dostupnost náhradních dílů. Od roku 1996 funguje jedinečný systém XMD – expresní dodávky náhradních dílů do 24 hodin pro stroje JOHN DEERE. Díky tomuto systému je společnost schopna doručit více než 95 % objednaných náhradních dílů do následujícího dne k zákazníkům, či pro potřeby servisních úkonů. Pravidelně je taktéž investováno do movitého majetku pro činnost servisních středisek. Management je aktivní v udržování dobrých vztahů s klienty, pořádá školení či zemědělské zájezdy pro největší odběratele. Při porovnání s konkurencí je tak management hodnocen velmi kladně.

Výkonný personál

Tento nepřímý faktor je hodnocen z několika podsložek, první je kvalifikace pracovníků, dále se jedná o celkové klima v podniku, která souvisí s případnou fluktuací zaměstnanců, důležitým identifikátorem je taktéž vývoj osobních nákladů. V tabulce níže jsou uvedeny vybrané ukazatele, jako např. počet zaměstnanců či osobní a mzdové náklady.

Tabulka 31: Vybrané ukazatele: zaměstnanci, mzdy apod. společnosti STROM PRAHA a.s.

Rok	2018	2019	2020	2021	2022
Průměrný počet zaměstnanců	380	423	470	494	531
Osobní náklady (tis. Kč)	319 641	355 670	407 355	462 754	551 548
Mzdové náklady (tis. Kč)	235 807	262 217	300 527	340 796	403 222
Osobní náklady na zaměstnance (tis. Kč/měsíc)	70	70	72	78	87
Mzdové náklady na zaměstnance (tis. Kč)	52	52	53	57	63

Zdroj: Vlastní konstrukce na základě výročních zpráv STROM PRAHA a.s.

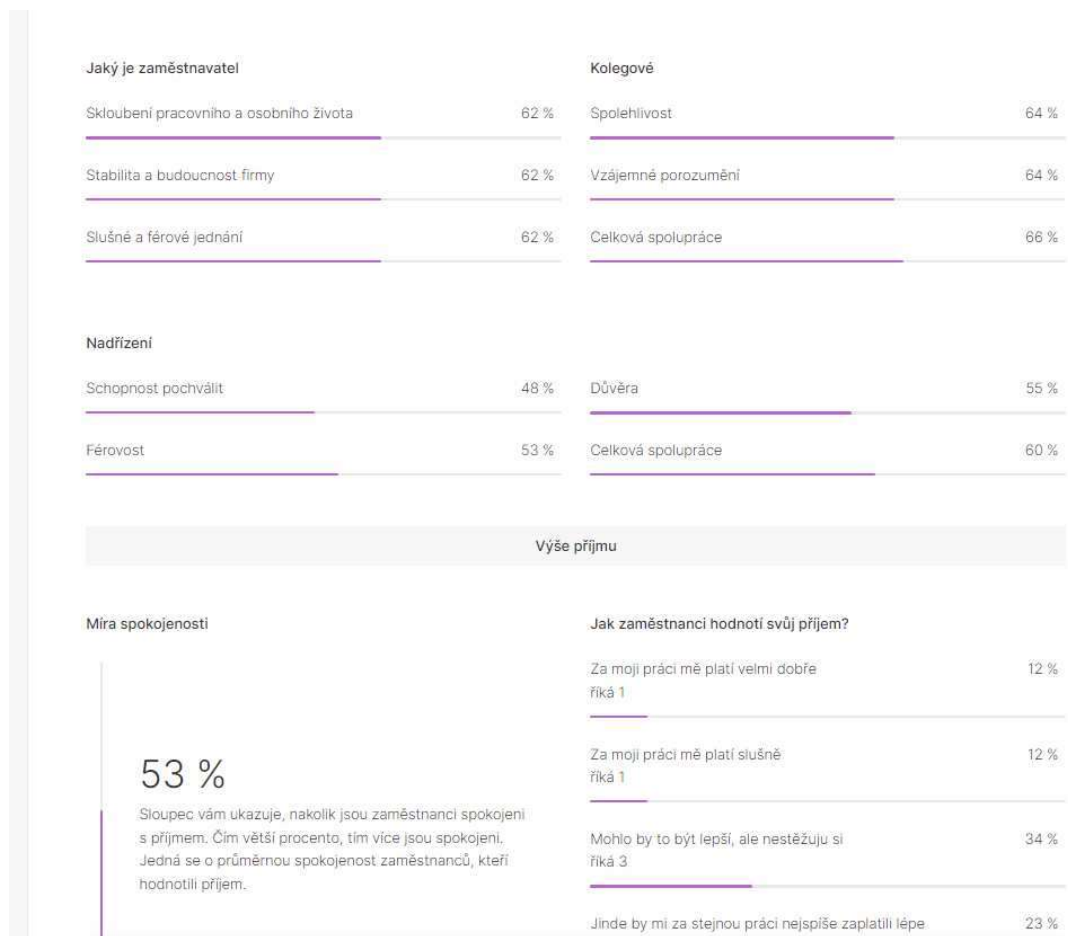
Z tabulky je patrné, že počet zaměstnanců se za sledované období zvýšil z 380 na 531, tento nárůst je způsoben zejména rozšiřováním prodejně servisních středisek po ČR. Osobní i mzdové náklady v čase rostly, pro porovnání jsou však tyto náklady vyděleny počtem zaměstnanců, tak aby bylo patrné, jakým způsobem se osobní či mzdové náklady měnily na jednoho zaměstnance. Osobní náklady byly nejprve v letech 2018-2020 na stabilní úrovni, následně se v letech 2021 a 2022 zvyšovaly, nejprve o 8 % a následně o 11 %. Mzdy měly obdobný vývoj, v posledních dvou letech růst mezd o 8 a 10 %. Porovnání je možné pouze s konkurenční společností AGROMEX a.s., zbývající společnosti neuvádějí údaj o počtu zaměstnanců. Údaje za období 2020-2022 jsou následující: počet zaměstnanců konkurenční společnosti byl stabilní mezi 120–128, osobní i mzdové náklady na zaměstnance rostly o 13 % a následně o 18 %. Konkrétně v osobních nákladech z 51 tis. Kč na 68 tis. Kč/osobu/měsíc, mzdové náklady se zvýšily z 38 na 50 tis. Kč/osobu/měsíc. Růst mzdových i osobních nákladů byl u konkurence vyšší, avšak jejich celková hladina je na 80 % oceňovaného podniku. Otázkou je jaký podíl mají na průměrné údaje vliv zaměstnanci v nejvyšší platové třídě.

U kvalifikace pracovníků je předpoklad totožných podmínek u oceňovaného podniku i na relevantním trhu. Nejsou známy prvky, které byly zjistili jiný stav.

Fluktuace pracovníků není známa u STROM PRAHA a.s. ani na relevantním trhu. Klima v podniku je velmi subjektivní a jen velmi těžce ji objektivně hodnotit, všeobecně platí, že nespokojený zaměstnanec je více slyšet než ten spokojený. Obrázek č. 2 ukazuje hodnocení společnosti z pohledu zaměstnanců, avšak jedná se o hodnocení pouze 9 uživatelů. Hodnocení tohoto malého vzorku naznačuje spíše průměrnou spokojenost

zaměstnanců, avšak jedná se o malý vzorek. U zbývajících konkurencí jsou hodnocení zaměstnanců stejné či na pozitivnějších hodnotách.

Obrázek 2: Hodnocení STROM PRAHA a.s. zaměstnanci



Zdroj: Printscreen z webu Atmoskop.cz²⁰¹

Souhrnně je výkonný personál hodnocen v porovnání s konkurencí průměrně.

Majetek a investice

Pro posouzení stavu majetku a investic bude provedeno porovnání s konkurencí. „Investice by neměly být dlouhodoběji nižší než odpisy“²⁰², jedná se tak alespoň o základní reprodukci majetku. Pro zvyšování tržeb je však nutné investovat ve vyšších sumách, než jsou odpisy majetku. V tabulce č. 32 je uveden stav dlouhodobého majetku a investic u oceňované společnosti, v tabulce č. 33 je vývoj těchto veličin na relevantním trhu.

²⁰¹ Atmoskop.cz. STROM PRAHA a.s. Statistika. [Online] [Citace: 4. 3. 2024.] <https://www.atmoskop.cz/nazory-na-zamestnavatele/3040351-strom-praha-a-s/statistika#main>.

²⁰² Mařík, Miloš a kolektiv. METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy. 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 107.

Tabulka 32: Majetek a investice společnosti STROM PRAHA a.s.

Rok	2018	2019	2020	2021	2022
DM netto	514 919	563 657	675 692	708 226	810 912
Odpisy	83 877	73 858	75 449	73 488	67 782
Investice brutto		308 883	363 914	315 343	348 506
Celkem tržby 2019-2022	16 232 434				
Investiční náročnost	8,23 %				
Investice k tržbám		8,70 %	10,10 %	7,62 %	7,06 %

Zdroj: Vlastní konstrukce na základě výročních zpráv STROM PRAHA a.s.

Tabulka 33: Majetek a investice relevantního trhu

Rok	2018	2019	2020	2021	2022
DM netto	2 464 825	2 646 316	2 824 257	2 909 877	2 790 013
Odpisy	239 426	253 278	269 654	277 981	230 286
Investice brutto		919 298	921 003	1 013 613	804 000
Celkem tržby 2019-2022	53 340 382				
Investiční náročnost	6,86 %				
Investice k tržbám		7,71 %	7,73 %	7,19 %	5,22 %

Zdroj: Vlastní konstrukce na základě výročních zpráv STROM PRAHA a.s. a konkurence²⁰³

Netto hodnota majetku se u oceňovaného závodu i na relevantním trhu zvyšovala, avšak do trhu je zahrnut i STROM PRAHA a.s., dle uvedených hodnot je tahounem růstu dlouhodobého majetku na trhu oceňovaný podnik. Investice brutto jsou u podniku na 4-5násobku odpisů, na trhu je násobek 3-4. Investiční náročnost je u závodu 8,23 %, trh je na úrovni 6,86 %. Podíl investic brutto k ročním tržbám se u STROM PRAHA a.s. pohyboval mezi 7,06-10,1 %, rozpětí relevantního trhu činilo 5,22-7,73 %. Z výše uvedených informací lze konstatovat, že stav majetku a investic je u oceňovaného závodu, při porovnání s konkurencí, na pozitivnějších hodnotách. Majetek a investice jsou hodnoceny pozitivně.

Finanční situace

Finanční situace bude podrobně analyzována v následující kapitole 4.4 Finanční analýza. Z provedené finanční analýzy vyplynulo, že finanční situace společnosti je v porovnání s konkurencí velmi dobrá.

V tabulce č. 50 je uvedena souhrnná konkurenční síla oceňovaného podniku.

²⁰³ Výroční zprávy, či případně rozvaha a výkaz zisku a ztrát, konkurenčních společností AGRALL zemědělská technika a.s., AGRI CS a.s., AGROMEX s.r.o., AGROTEC a.s. a GARNEA a.s.

Tabulka 34: Konkurenční síla závodu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity						Body	Váha ×		
		Negativní		Průměr		Pozitivní					
		0	1	2	3	4	5			6	Body
Přímé faktory	1	Kvalita zboží	3					x		4	12
	2	Cenová úroveň	3				x			3	9
	3	Intenzita reklamy	1				x			3	3
	4	Výhody místa	1				x			3	3
	5	Výhody distribuce	2					x		5	10
	6	Image firmy	2					x		5	10
	7	Servis a služby	2					x		5	10
Nepřímé faktory	8	Kvalita managementu	3					x		5	15
	9	Výkonný personál	1				x			3	3
	10	Majetek a investice	2					x		5	10
	11	Finanční situace	2					x		5	10
Celkem			22								95

Zdroj: Vlastní konstrukce na základě Mařík a kol.²⁰⁴

Maximální počet bodů: $22 \times 6 = 132$

Dosažené hodnocení: $95/132 = 72 \%$

Podle dosaženého výsledku je konkurenční síla závodu nad průměrem konkurentů. Tomu odpovídá i růst tržního podílu z posledních 11 let.

Konkurenční výhody:

- V porovnání s konkurencí má podnik na území ČR širokou prodejně servisní síť, širší síť se oceňovanému podniku dokáže vyrovnat pouze jeden konkurent.
- Servisní služby, vybavení servisů, či dodávka náhradních dílů je velmi rychlá a kvalitní.
- Image firmy je vnímána zákazníky velmi kladně.
- Majetek je na velmi dobré úrovni, investice jsou při porovnání s konkurencí na vyšších hodnotách vlivem rozšiřování servisně prodejní sítí.
- Finanční situace je při porovnání s konkurencí nadstandardní, viz následující bod 4.4.

²⁰⁴ Mařík, Miloš a kolektiv. METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy. 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 110.

Konkurenční nevýhody:

- Nebyly nalezeny žádné významné konkurenční nevýhody.

Na základě provedené konkurenční pozice je předpokládán růst tržního podílu zejména vzhledem k nabízenému kvalitnímu sortimentu, široké prodejně servisní síti a kvalitním servisním službám. Z výše uvedených důvodů předpokládám, že tržní podíl závodu bude nejdříve v letech 2023 – 2026 růst, následně je od roku 2027 předpoklad ustálení tržního podílu. Tento vývoj je předpokládán z důvodu dobré konkurenční pozice, avšak do budoucna je růst očekáván v menší míře. Lze očekávat zvýšení tržního podílu na úkor menší konkurence, od roku 2026 předpoklad stabilizace. Tedy pokud závod s tímto podílem zajistí dostatečnou ekonomii provozu a nedojde k jiným ekonomickým výkyvům a hrozbám.

Tabulka 35: Vývoj tržního podílu závodu

ROK	MINULOST						Prognóza				
	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27
Tržní podíl STROM PRAHA a.s.	27,7	29,0	29,8	30,2	29,4	30,1	30,3	30,5	30,8	31,0	31,0

Zdroj: Vlastní zpracování

4.3.4 Perspektivnost a prognóza tržeb

Z předchozích analýz jsme zjistili následující výsledky:

- Atraktivita trhu – 55 %
- Konkurenční síla – 72 %

Atraktivitu trhu je průměrná a konkurenční síla lehce nadprůměrná. Závod je tak jako celek průměrný až lehce nadprůměrný, jedná se tedy o závod s přijatelnou až dobrou perspektivou. Podnik lze zařadit na pomezí oblastí 2 a 5, viz následující tabulka.

Tabulka 36: Prognóza tržeb STROM PRAHA a.s.

KONKUREČNÍ SÍLA	Velká	3 Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	2 Podniky s dobrou perspektivou	1 Podniky s jednoznačnou perspektivou
	Střední	6 Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	5 Podniky s přijatelnou perspektivou	4 Podniky s dobrou perspektivou
	Malá	9 Podniky téměř bez perspektivy	8 Podniky s malou perspektivou	7 Podniky s omezenou perspektivou
		Nízká	Střední	Vysoká
ATRAKTIVA TRHU				

Zdroj: Vlastní zpracování na základě Mařík a kol.²⁰⁵

V následující tabulce bude tedy provedena prognóza tržeb závodu.

Tabulka 37: Prognóza tržeb STROM PRAHA a.s.

Rok	Relevantní trh	Růst trhu	Tržní podíl STROM	Tempo růstu tržeb STROM	Tržby STROM	Průměrné tempo růstu tržeb STROM
2011	8 501	0,0%	21,5%		1 824,9	9,5% 2011 - 2022
2012	9 247	8,8%	20,5%	4,1%	1 899,0	
2013	10 041	8,6%	21,4%	13,0%	2 145,8	
2014	9 855	-1,9%	23,2%	6,3%	2 281,5	
2015	10 881	10,4%	24,8%	18,1%	2 695,1	
2016	9 759	-10,3%	24,7%	-10,6%	2 410,4	
2017	10 706	9,7%	27,7%	22,8%	2 960,8	
2018	11 634	8,7%	29,0%	14,0%	3 376,1	
2019	11 918	2,4%	29,8%	5,2%	3 552,0	
2020	11 921	0,0%	30,2%	1,4%	3 602,1	
2021	14 089	18,2%	29,4%	14,9%	4 138,7	
2022	16 401	16,4%	30,1%	19,4%	4 939,6	
2023	17 893	9,1%	30,3%	9,8%	5 423,6	6,0% 2023 - 2027
2024	18 657	4,3%	30,5%	5,0%	5 694,8	
2025	19 667	5,4%	30,8%	6,5%	6 065,0	
2026	20 587	4,7%	31,0%	5,4%	6 392,5	
2027	21 327	3,6%	31,0%	3,6%	6 622,6	

Zdroj: Vlastní zpracování

Tempo růstu tržeb bylo pro budoucí roky odvozeno z prognózy růstu trhu změn tržního podílu závodu. Jedná se o následující vzorec:

- Tempo růstu tržeb = (Index růstu trhu * Index změny tržního podílu) - 1

Nyní posoudíme reálnost odhadnutého růstu tržeb vzhledem k růstu v minulosti.

- Průměrné tempo růstu tržeb STROM PRAHA a.s. v letech 2011 – 2022: 9,5 %.
- Průměrné tempo růstu tržeb STROM PRAHA a.s. v letech 2023 – 2027: 6,0 %.

Tempo růstu tržeb STROM PRAHA a.s. s.r.o. bylo za posledních 11 let velmi různorodé, avšak vyjma výkyvu v roce 2016 stabilně roste. V následujících 5 letech je předpoklad růstu tržního podílu na mírně nižší úrovni vlivem stabilizace tržního podílu a zpomalením růstu trhu, viz předchozí body strategické analýzy. Tempo růstu tržeb do dalších období (2028 a dále) je tak předpokládáno pouze na úrovni tempa růstu trhu – 3,6 %, pokud to umožní vnitřní podmínky závodu (zejména financování investic).

²⁰⁵ Mařík, Miloš a kolektiv. *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 112.

Dlouhodobé tempo růstu tržeb STROM PRAHA a.s. je po roce 2028 předpokládáno ve výši 3.6 %.

4.4 Finanční analýza

Finanční analýza společnosti STROM PRAHA a.s. je provedena za období od 1. 1. 2018 do 31. 12. 2022 dle účetních výkazů společnosti zveřejněných na webu www.or.justice.cz (Veřejný rejstřík a Sbírka listin). Hlavními podklady pro ocenění byly auditované účetní výkazy, jedná se o rozvahu, výkaz zisku a ztrát a přehled o peněžních tocích.

První část finanční analýzy je věnována analýze účetních výkazů (analýza absolutních ukazatelů), druhá část je zaměřena na analýzu poměrových ukazatelů a ve třetí kapitole jsou prověřeny bankrotní modely. Vyústěním této kapitoly je vyhodnocení finanční analýzy a zdraví závodu.

Jednotlivé ukazatele finanční analýzy budou taktéž porovnány s relevantním trhem, který je tvořen konkurenčními podniky viz informace v předcházející kapitole - Strategická analýza, bod 4.3.

4.4.1 Analýza účetních výkazů

V této kapitole je provedena analýza absolutních ukazatelů účetních výkazů, která se skládá z vertikální a horizontální analýzy. Vertikální analýza má za úkol sledovat významné položky, tedy strukturu výkazů v jednotlivých letech. Horizontální analýza se zaměřuje na tempo růstu či pohybu jednotlivých složek výkazů mezi jednotlivými lety.

4.4.1.1 Analýza výkazu zisku a ztrát

Vývoj výnosů a nákladů oceňované společnosti je za období posledních 5 let (2018 – 2022) uveden v tabulce níže.

Vertikální a horizontální analýza VZaZ

Tabulka 38: Vertikální analýza výkazu zisku a ztrát za roky 2018–2022 (struktura VZaZ)

Položka	2018	2019	2020	2021	2022
Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	16,4%	16,6%	20,0%	19,7%	18,3%
Tržby za prodej zboží	83,6%	83,4%	80,0%	80,3%	81,7%
Výkonová spotřeba	85,8%	84,8%	82,2%	82,8%	81,1%

Položka	2018	2019	2020	2021	2022
Změna stavu zásob vlastní činnosti	0,0%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%
Osobní náklady	9,5%	10,0%	11,3%	11,2%	11,2%
Úpravy hodnot v provozní oblasti	2,8%	2,3%	2,7%	1,7%	1,1%
Ostatní provozní výnosy	6,5%	7,4%	6,6%	6,7%	5,3%
Ostatní provozní náklady	4,9%	6,1%	5,6%	6,7%	6,2%
Provozní výsledek hospodaření	3,6%	4,1%	4,8%	4,4%	5,7%
Výnosové úroky a podobné výnosy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
Nákladové úroky a podobné náklady	0,3%	0,5%	0,3%	0,3%	0,7%
Ostatní finanční výnosy	0,3%	0,3%	1,1%	1,0%	0,9%
Ostatní finanční náklady	0,6%	0,5%	2,0%	0,7%	0,7%
Finanční výsledek hospodaření	-0,6%	-0,6%	-1,3%	0,0%	-0,4%
Výsledek hospodaření před zdaněním	3,0%	3,5%	3,5%	4,4%	5,3%
Daň z příjmů	0,7%	0,7%	0,7%	0,9%	1,0%
Výsledek hospodaření po zdanění	2,3%	2,8%	2,8%	3,5%	4,3%
Výsledek hospodaření za účetní období	2,3%	2,8%	2,8%	3,5%	4,3%
Čistý obrat za účetní období	106,8%	107,7%	107,6%	107,7%	106,2%

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních podkladů oceňované společnosti

Tabulka 39: Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát za roky 2018–2022 (tempo VZaZ)

Položka	2019	2020	2021	2022
Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	6,5%	21,7%	13,2%	10,8%
Tržby za prodej zboží	5,0%	-2,6%	15,3%	21,4%
Výkonová spotřeba	4,0%	-1,7%	15,6%	16,9%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-152,5%	-575,1%	-92,7%	-1387,1%
Osobní náklady	11,3%	14,5%	13,6%	19,2%
Úpravy hodnot v provozní oblasti	-13,3%	17,8%	-27,8%	-26,1%
Ostatní provozní výnosy	20,3%	-9,8%	16,9%	-6,3%
Ostatní provozní náklady	31,8%	-7,2%	37,7%	10,8%
Provozní výsledek hospodaření	21,9%	18,4%	4,3%	56,1%
Výnosové úroky a podobné výnosy	-54,3%	126,0%	12,0%	1556,8%
Nákladové úroky a podobné náklady	43,9%	-22,9%	-1,7%	179,5%
Ostatní finanční výnosy	-3,5%	262,6%	13,3%	-0,8%
Ostatní finanční náklady	-12,3%	337,4%	-58,7%	8,5%
Finanční výsledek hospodaření	16,0%	112,3%	-101,7%	-2626,1%
Výsledek hospodaření před zdaněním	23,1%	1,5%	44,2%	44,2%
Daň z příjmů	16,4%	-2,8%	42,3%	39,7%
Výsledek hospodaření po zdanění	25,0%	2,7%	44,7%	45,4%
Výsledek hospodaření za účetní období	25,0%	2,7%	44,7%	45,4%
Čistý obrat za účetní období	6,1%	1,4%	15,0%	17,6%

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních podkladů oceňované společnosti

Tržby se za sledované období pohybovaly mezi 3,38 až 4,94 mld. Kč a každým rokem rostly, nejvýraznější růst byl v letech 2021 a 2022. Tržby jsou z více jak 80 % tvořeny tržbami za prodej zboží, což je koresponduje s hlavní činností podniku.

Společnost za posledních 5 let vykazovala hospodářský výsledek po zdanění mezi 78 až 211 mil. Kč. Zisk každým rokem postupně rostl, nejvíce opět v letech 2021 a 2022 kdy došlo k výraznému růstu tržeb. Mezi lety 2020/2021 došlo k růstu zisku o 44,7 %, v dalším roce narostl zisk o 45,5 %, zisk tedy za mezi lety 2020 a 2022 vzrostl více než dvojnásobně.

Provozní výsledek hospodaření měl obdobný vývoj jako hospodářský výsledek po zdanění. Hodnoty se pohybovaly mezi 120 – 282 mil. Kč a rostly každým rokem, největší meziroční růst v roce 2022 – 56,1 %.

Výkonová spotřeba je největší nákladovou složkou podniku a svými hodnotami od počátku období postupně rostla z 2,9 na 4 mld. Kč, výjimkou je pokles v roce 2020. Největší meziroční růsty mezi lety 2020/2021 a 2021/2022, nejprve 15,6 % následně 16,9 %. Růst sumy výkonové spotřeby byl mezi lety 2018 a 2022 ve výši 36,3 %, naopak růst tržeb byl, ve výše uvedených letech, ve výši 46,3 %. Tempo růstu tržeb tedy bylo vyšší než tempo růstu výkonové spotřeby, což je jeden z prvků růstu zisku. Největší položkou výkonové spotřeby jsou za sledované období náklady vynaložené na prodané zboží.

Suma osobních nákladů (mzdy, sociální zabezpečení, zdravotní pojištění apod.) taktéž každým rokem rostla, jednak vlivem růstu počtu zaměstnanců z 380 na 531 mezi lety 2018 a 2022 a za druhé vlivem růstu mzdových nákladů. Celkově osobní náklady rostly z cca 70 na 86 tis. Kč/osoba/měsíc. Podíl na tržbách se za sledované období pohyboval v rozmezí 5,85 – 7,51 %.

Úpravy hodnot (odpisy) byly za sledované období na úrovni mezi 95 až 52 mil. Kč a v čase klesaly, podíl na tržbách se pohyboval mezi 2,8 – 1,1 %. Tuto nákladovou položku ovlivňovaly úpravy hodnot zásob a pohledávek.

Další významnou složkou výnosů jsou ostatní provozní výnosy, které jsou reprezentovány zejména tržbami za prodej dlouhodobého majetku, jedná se o prodané předváděcí zemědělské stroje. Objem těchto tržeb je relativně stabilní na úrovni kolem 200–260 mil. Kč/rok. Tyto výnosy jsou v tomto oboru podnikání, obdobně jako při prodeji osobních vozů, typické.

Ostatní provozní náklady obsahují zůstatkovou cenu prodaného dlouhodobého majetku, dále jsou významnou složkou rezervy v provozní oblasti (jejich změna). Tyto změny rezerv jsou vykazovány vlivem zvýšených dopadů tržních rizik, záručních oprav, bonusů či případných ztrátových smluv. Výše rezerv byla potvrzena auditorskou zprávou. Podíl ostatních nákladů k tržbám je na úrovni 4,9-6,2 %.

Nákladové úroky měly podíl na tržbách ve výši od 0,3 do 0,7 %, v letech 2018-2021 byla na stabilní úrovni, avšak v roce 2022 vzrostly o 179,5 % na 34,2 mil. Kč. Tento růst byl způsoben výrazným růstem úrokových sazeb.

Struktura výkazu zisku a ztrát je vzhledem k obchodní činnosti typická.

4.4.1.2 Analýza rozvahy

Vývoj a struktura aktiv a pasiv oceňované společnosti je za období posledních 5 let (2018–2022) uvedena v textu níže.

Vertikální a horizontální analýza rozvahy

Tabulka 40: Vertikální analýza rozvahy za roky 2018–2022 (struktura rozvahy)

Struktura aktiv a pasiv	2018	2019	2020	2021	2022
AKTIVA CELKEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stálá aktiva	30,4%	31,5%	34,5%	32,9%	30,7%
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%
Dlouhodobý hmotný majetek	30,3%	31,3%	34,4%	32,8%	30,7%
Dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Oběžná aktiva	69,0%	67,8%	65,2%	67,1%	69,1%
Zásoby	38,3%	36,4%	29,5%	33,1%	38,3%
Pohledávky	18,3%	18,4%	16,3%	17,4%	17,8%
Časové rozlišení aktiv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Krátkodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Peněžní prostředky	12,4%	12,9%	19,5%	16,6%	13,0%
Časové rozlišení pasiv	0,5%	0,8%	0,3%	0,1%	0,2%
PASIVA CELKEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Vlastní kapitál	39,7%	41,4%	41,5%	42,5%	40,7%
Základní kapitál	1,2%	1,1%	1,0%	0,9%	0,8%
Ážio a kapitálové fondy	-2,1%	-1,9%	-1,8%	-1,6%	-1,3%
Fondy ze zisku	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Výsledek hospodaření minulých let	35,7%	36,6%	36,9%	36,3%	33,1%
Výsledek hospodaření běžného účetního období	4,6%	5,5%	5,1%	6,7%	8,0%
Cizí zdroje	60,1%	58,2%	58,4%	56,2%	58,8%
Rezervy	2,2%	3,3%	3,7%	7,2%	10,1%
Závazky	57,9%	54,9%	54,6%	49,1%	48,7%
Dlouhodobé závazky	6,6%	9,1%	7,8%	7,5%	5,8%
Krátkodobé závazky	51,3%	45,8%	46,8%	41,5%	42,9%
Časové rozlišení pasiv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Časové rozlišení pasiv	0,2%	0,3%	0,1%	1,2%	0,5%

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních podkladů oceňované společnosti

Tabulka 41: Horizontální analýza rozvahy za roky 2018–2022 (tempo rozvahy)

	2019	2020	2021	2022
AKTIVA CELKEM	5,8%	9,3%	10,1%	22,5%
Stálá aktiva	9,5%	19,9%	4,8%	14,5%
Dlouhodobý nehmotný majetek	35,6%	-27,3%	-15,9%	-49,5%
Dlouhodobý hmotný majetek	9,4%	20,1%	4,9%	14,6%
Dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Oběžná aktiva	3,9%	5,1%	13,2%	26,3%
Zásoby	0,8%	-11,6%	23,6%	41,7%
Pohledávky	6,4%	-3,7%	17,9%	25,4%
Peněžní prostředky	9,9%	65,0%	-6,3%	-3,6%

	2019	2020	2021	2022
Časové rozlišení aktiv	49,9%	-60,0%	-74,6%	199,5%
PASIVA CELKEM	5,8%	9,3%	10,1%	22,5%
Vlastní kapitál	10,5%	9,5%	12,8%	17,2%
Základní kapitál	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ážio a kapitálové fondy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Fondy ze zisku	1,1%	2,2%	0,3%	0,8%
Výsledek hospodaření minulých let	8,4%	10,4%	8,1%	11,7%
Výsledek hospodaření běžného účetního období	25,0%	2,7%	44,7%	45,4%
Cizí zdroje	2,6%	9,5%	6,1%	28,3%
Rezervy	61,8%	23,5%	111,0%	73,4%
Závazky	0,4%	8,7%	-1,1%	21,7%
Dlouhodobé závazky	45,6%	-6,5%	6,8%	-5,9%
Krátkodobé závazky	-5,4%	11,7%	-2,4%	26,7%
Časové rozlišení pasiv	54,5%	-60,0%	1009,3%	-52,2%

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních podkladů oceňované společnosti

Celková bilanční suma ve sledované období rostla z 1,69 mld. Kč na 2,64 mld. Kč, tempo růstu se zrychlovalo. Růst bilanční sumy byl zapříčiněn přírůstkem dlouhodobých a zejména oběžných aktiv.

Aktiva závodu jsou tvořena ze dvou třetin oběžným majetkem a z jedné třetiny dlouhodobým majetkem. Tento poměr je během sledovaných let až na drobné výkyvy stabilní. Struktura majetku je pro tento typ podniku typická a srovnatelná s konkurencí.

Největší podíl na aktivech mají, za období 2018-2022, zásoby (30-38 %) a dlouhodobý hmotný majetek (30-34 %). Zásoby jsou tvořeny převážně zbožím (zemědělská technika), podíl na aktivech ve výši 29–38 %. Dlouhodobý majetek reprezentují zejména nemovitě věci (pozemky a stavby prodejně servisních areálů), podíl na aktivech se pohybuje od 11 do 22 %. Podíl nemovitostí v čase rostl na úkor movitých věcí, u kterých se podíl na aktivech snižoval z 15 na 7 %.

Podíl pohledávek je v čase stabilní, konkrétně na úrovni kolem 16–18 %.

Peněžním prostředkům v roce 2020 podíl na aktivech výrazně vzrostl, následně klesal na úroveň kolem 13 %.

Pasiva podniku jsou za období 2018-2022 tvořena převážně cizími zdroji – cca 58-60 %, vlastní kapitál se pohyboval kolem 40-42 %.

Největší položkou vlastního kapitálu je nerozdělený zisk minulých let, nejprve byl mezi lety 2018-2021 na stabilní úrovni kolem 36 %, v posledním roce klesnul podíl na 33,1 %. Pokles byl způsoben velkým nárůstem sumy pasiv, kdy se zvýšila suma rezerv a obchodních závazků.

Rezervy jsou vykazovány za celé sledované období a v čase rostly, nejprve činil jejich podíl na pasivech 2,2 %, v posledním roce se již vyšplhal na 10,1 %. Tyto ostatní rezervy

jsou vykazovány vlivem zvýšených dopadů tržních rizik, záručních oprav, bonusů či případných ztrátových smluv. Výše rezerv byla potvrzena auditorskou zprávou.

Závazky (dluhy) jsou tvořeny zejména krátkodobé a dlouhodobé závazky k úvěrovým institucím a jejich podíl na pasivech se pohybovaly od 20,6 % do 30,3 %, v roce 2019 se pohybovaly na úrovni 30,3 %, následně každým rokem jejich podíl klesal až na úroveň 20,6 %. Další významnou složkou jsou obchodní závazky, jejich podíl se pohyboval od 10 do 21,2 %. V čase se jejich podíl na pasivech nejprve snižoval z 21,2 % (2018) na 10 % (2021), v posledním roce jejich podíl významně vzrostl na 19,7 %.

4.4.1.3 Analýza přehledu o peněžních tocích

V tabulce níže je uveden přehled o peněžních tocích za roky 2019-2022.

Tabulka 42: Přehled o peněžních tocích za roky 2019–2022

	2019	2020	2021	2022
<i>Stav peněžních prostředků na počátku období</i>	210 109	230 808	380 840	356 787
PENĚŽNÍ TOK Z HLAVNÍ VÝDĚLEČNÉ ČINNOSTI				
Účetní zisk nebo ztráta před zdaněním	123 843	125 721	181 311	261 508
Úpravy o nepeněžní operace	61 920	74 592	107 881	132 508
Odpisy stálých aktiv a umořování opravné položky k nabytému majetku	73 858	75 449	73 488	67 782
Změna stavu opravných položek, rezerv	31 327	35 742	77 999	97 466
Zisk z prodeje stálých aktiv	-59 324	-48 841	-55 614	-62 959
Vyúčtované nákladové úroky s výjimkou úroků zahrnovaných do ocenění dlouhodobého majetku a vyúčtované výnosové úroky	16 059	12 242	12 008	30 219
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a změnami pracovního kapitálu	185 763	200 313	289 192	394 016
Změny stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu	-91 984	180 162	-191 697	-148 922
Změna stavu pohledávek z provozní činnosti, přechodných účtů aktiv	-19 803	28 019	-38 744	-58 755
Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti, přechodných účtů pasiv	-59 995	98 648	-23 788	204 218
Změna stavu zásob	-12 186	53 495	-129 165	-294 385
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním	93 779	380 475	97 495	245 094
Vyplacené úroky s výjimkou úroků zahrnovaných do ocenění dlouhodobého majetku	-16 081	-12 345	-12 165	-34 181
Přijaté úroky	96	213	254	207
Zaplacená daň z příjmů a doměrky daně za minulá období	-26 448	-41 375	-38 002	-63 409
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	51 346	326 968	47 582	147 711
PENĚŽNÍ TOK Z INVESTIČNÍ ČINNOSTI				
Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-310 883	-363 909	-313 343	-348 506
Příjmy z prodeje stálých aktiv	247 611	225 266	262 935	240 997
Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-63 272	-138 643	-50 408	-107 509
PENĚŽNÍ TOK Z FINANČNÍ ČINNOSTI				
Dopady změn dlouhodobých resp. krátkodobých závazků	53 080	-10 525	10 382	-9 644
Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky a ekvivalenty	-20 455	-27 768	-31 609	-43 382
Přímé platby na vrub fondů	-455	-406	-435	-416
Vyplacené podíly na zisku včetně zaplacené daně	-20 000	-27 362	-31 174	-42 966
Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	32 625	-38 293	-21 227	-53 026
Čisté zvýšení resp. snížení peněžních prostředků	20 699	150 032	-24 053	-12 824
<i>Stav peněžních prostředků a pen. ekvivalentů na konci účetního období</i>	230 808	380 840	356 787	343 963

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních podkladů oceňované společnosti

Podnik vykazuje provozní cash flow pouze kladné, avšak v čase velmi nevyrovnané (sinusoidní): pohyb byl následující - nejprve 51 mil. Kč, následně 327 mil. Kč, poté opět pokles na 48 mil. Kč a v posledním roce nárůst na 148 mil. Kč. Provozní CF bylo nejvíce ovlivňováno změnou stavu zásob (spíše růst) a taktéž krátkodobých závazků (sinusoidní vývoj) mezi jednotlivými lety.

Investiční cash flow je po celé období záporné a taktéž sinusoidní, v roce 2019 -63 mil. Kč, následoval ještě větší propad na -139 mil. Kč, v roce 2021 vykázáno -50 mil. Kč a v roce 2022 opět pokles na -108 mil. Kč. Záporný výsledek je vykázán vlivem investic do dlouhodobého majetku, jednalo se zejména o nemovitosti a movitý majetek.

Peněžní tok z finanční činnosti byl kladný pouze v roce 2019 (33 mil. Kč), následně byl vykazován již pouze záporný od -21 mil. Kč do -53 mil. Kč. Tento vývoj je způsoben zejména výplatou dividend ve všech obdobích.

Celkový peněžní tok byl v roce 2019 kladný, konkrétně ve výši cca 21 mil. Kč, v roce 2020 vzrostl na 150 mil. Kč, od roku 2021 je však záporný, nejprve ve výši -24 mil. Kč, následující rok -13 mil. Kč.

Závěrem lze říci, že provozní CF je, i přes výkyvy, pouze kladné. Naopak negativně je položka peněžních prostředků ovlivňována investičním a částečně finančním CF, jednalo se o investice do nemovitostí a movitého majetku, taktéž o výplatu dividend. Investice do dlouhodobého majetku (prodejně servisní areály, zemědělské stroje) jsou pro rozvoj potřebné a jsou hnací silou tržeb. Dividendy se vyplácení na úrovni kolem 20 % čistého zisku a neohrožují svojí výší platební schopnost podniku, které je bezproblémová.

4.4.2 Analýza poměrových ukazatelů

V odstavcích níže je blíže popsán vývoj několika nejvýznamnějších poměrových ukazatelů, jedná se o likviditu, zadluženost, rentabilitu a aktivitu. Jednotlivé ukazatele byly popsány v teoretické části.

Každý z poměrových ukazatelů je zjištěn jednak za oceňovanou společnost STROM PRAHA a.s. a taktéž za relevantní trh, který se skládá z dat konkurence a taktéž oceňované společnosti.

4.4.2.1 Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity byly vypočítány na základě vzorců uvedených v kapitole 3.3.3.

Tabulka 43: Ukazatele likvidity oceňované společnosti a trhu

Ukazatel	Subjekt	2018	2019	2020	2021	2022
Okamžitá likvidita (L1) - Cash Ratio	STROM	0,24	0,28	0,42	0,40	0,30
	Trh	0,19	0,16	0,27	0,25	0,23
Pohotová likvidita (L2) - Acid test	STROM	0,60	0,67	0,75	0,78	0,66
	Trh	0,81	0,84	0,88	0,90	0,88
Běžná likvidita (L3) - Current ratio	STROM	1,35	1,48	1,39	1,62	1,61
	Trh	1,54	1,55	1,62	1,74	1,73
Čistý pracovní kapitál (NWC) (v tis. Kč)		300 069	392 732	359 438	550 779	692 315

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních podkladů STROM PRAHA a.s. a konkurence²⁰⁶

Okamžitá likvidita – L1

Okamžitá likvidita nám říká, z jaké části je podnik schopen hradit krátkodobé závazky pouze peněžními prostředky. Úroveň této likvidity se na trhu (0,16-0,27) i u oceňovaného podniku (0,24-0,4) pohybuje u spodní hranice běžně doporučeného rozpětí: 0,2-1,1. Okamžitá likvidita společnosti STROM PRAHA a.s. nejprve rostla, následně v posledním roce pokles. Na trhu se L1 pohybovala na menších hodnotách a oproti oceňovanému podniku byla bez větších výkyvů. Pozitivnější vykazované hodnoty jsou u oceňovaného podniku způsobeny vyšším stavem peněžních prostředků ke konci období.

Pohotová likvidita – L2

Ukazatel pohotové likvidity vyjadřuje schopnost úhrady krátkodobých závazků z oběžného majetku do jednoho roku, tedy oběžný majetek bez zásob a dlouhodobých pohledávek. Běžně udávané rozpětí je 1-1,5. Oceňovaný závod zaznamenal tuto likviditu nejprve v růstu a následně s mírným poklesem v posledním roce, pohybovala se v rozpětí 0,6-0,78. Relevantní trh zaznamenal mírně vyšší a opět stabilnější úroveň, konkrétně od 0,81 do 0,9. Pohotová likvidita je u STROM PRAHA a.s. i trhu na obdobných výších pod běžně doporučenými hodnotami, avšak vzhledem k údajům z trhu lze tyto výše považovat za dostatečné.

²⁰⁶ Výroční zprávy, či případně rozvaha a výkaz zisku a ztrát, konkurenčních společností AGRALL zemědělská technika a.s., AGRI CS a.s., AGROMEX s.r.o., AGROTEC a.s. a GARNEA a.s

Běžná likvidita – L3

Běžná likvidita vykazuje schopnost podniku uhradit své krátkodobé závazky oběžným majetkem, doporučované rozpětí je 1,5-2,5. Oceňovaný závod se pohyboval v rozpětí od 1,35 do 1,62 a svojí výší se pohyboval u spodní hranice doporučeného rozpětí. Relevantní trh byl na úrovni 1,54 – 1,74, mírně pozitivnější úrovně oproti STROM PRAHA a.s. pohybující se ve spodní ¼ doporučovaného rozpětí. Mírně nižší úroveň L3 vykazuje STROM z důvodu menší hodnoty pohledávek (k aktivům) oproti trhu, což má naopak pozitivní vliv na dobu obratu pohledávek viz ukazatele aktivity. Výše běžné likvidity trhu i oceňovaného podniku však lze považovat za velmi obdobnou.

Čistý pracovní kapitál (NWC)

Čistý pracovní kapitál udává rozdíl oběžného majetku a krátkodobých závazků, jedná se o zbývající prostředky oběžného majetku po úhradě krátkodobých závazků, tedy finanční polštář v případě nouze. U oceňovaného podniku je v roce 2018 zjištěn ve výši 300 mil. Kč, za 4 roky se více jak zdvojnásobil, konkrétně v roce 2022 je vykázán ve výši 692 mil. Kč. Vývoj tohoto ukazatele je tak velmi pozitivní, oceňovaný podnik by byl schopen, v případě nouze, oběžným majetkem uhradit krátkodobé i dlouhodobé závazky bez nutnosti prodeje dlouhodobého majetku.

Závěry k ukazatelům likvidity

Celkově lze konstatovat, že ukazatele likvidit L1-L3 jsou velmi obdobné jak na relevantním trhu, tak u oceňovaného podniku, kdy nedochází k výraznějším výkyvům. Čistý pracovní kapitál společnosti STROM PRAHA a.s. má velmi pozitivní rostoucí vývoj. Ukazatele likvidity oceňovaného podniku tak lze považovat za dostatečné a odpovídající trhu.

4.4.2.2 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti byly vypočítány na základě vzorců uvedených v kapitole 3.3.3.

Tabulka 44: Ukazatele zadluženosti oceňované společnosti a trhu

Ukazatel		2018	2019	2020	2021	2022
Podíl vlastního kapitálu na celkovém - Equity ratio	STROM	39,7%	41,4%	41,5%	42,5%	40,7%
	Trh	51,60%	51,53%	54,00%	55,01%	52,79%
Úrokové krytí - Interest coverage	STROM	10,0	8,7	11,1	15,8	8,6
	Trh	12,6	8,7	11,6	19,7	10,8

Ukazatel		2018	2019	2020	2021	2022
Průměrná doba splácení dluhů - (Debt Repayment Period) (v letech)	STROM	-	19,2	3,3	22,2	8,7

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních podkladů STROM PRAHA a.s. a konkurence²⁰⁷

Podíl vlastního kapitálu na celkovém – Equity Ratio

Tento ukazatel udává z jaké části jsou aktiva financována vlastníky (akcionáři). Equity ratio u oceňovaného podniku se z 39,7 % (2018) mírně zvyšoval až na 42,5 % (2021), v posledním roce pokles na 40,7 %. Podíl VK osciluje na úrovni kolem 41 %, naopak související ukazatele rentability rostou (viz další podkapitola 4.4.2.3). Tento vývoj je u společnosti způsoben zvyšujícím se podílem rezerv (zejména v posledním roce), v případě nevykázaných rezerv by podíl vlastního kapitálu v čase rostl výrazněji. Relevantní trh má podíl VK na celkovém o cca 10-12 p. b. vyšší, konkrétně na úrovni 51,53 % - 55,01 %. Trh je oproti STROM PRAHA a.s. více financován akcionáři a tlak ze strany věřitelů je menší. Vyšší podílu vlastního kapitálu považuji u oceňovaného podniku za dostatečnou.

Úrokové krytí – Interest coverage

Úrokové krytí udává jak velký je bezpečnostní polštář pro věřitele. Doporučená spodní hranice je 5-8. STROM PRAHA a.s. má úroveň nad doporučeným minimem, konkrétně ve výši 8,6 – 15,8, v posledním roce výrazný pokles vlivem zvýšení úrokových měr. Trh se pohybuje na úrovni 8,7 – 19,7, taktéž s propadem v posledním roce. Úrokové krytí je za sledované období u oceňovaného podniku dostatečné a srovnatelné s relevantním trhem.

Průměrná doba splácení dluhů – Debt Repayment Period

Ukazatel určuje počet let, za kolik je podnik schopen splatit všechny svoje dluhy se současnou úrovní cash flow. Vzhledem k nedostupnosti údajů o CF trhu je tento údaj zpracován pouze za oceňovaný podnik. Ukazatel se pohyboval na úrovni 3,3-22,2 let, vývoj v čase byl sinusoidní, stejně jako byl sinusoidní vykázaný provozní čistý peněžní tok z provozní činnosti. Zjištěné hodnoty jsou z části považovány za dosti vysoké a nevyrovnané.

²⁰⁷ Výroční zprávy, či případně rozvaha a výkaz zisku a ztrát, konkurenčních společností AGRALL zemědělská technika a.s., AGRI CS a.s., AGROMEX s.r.o., AGROTEC a.s. a GARNEA a.s

Závěry k ukazatelům zadluženosti

Ukazatele zadluženosti lze hodnotit kladně, svými výšemi neindikují výrazné problémy proti konkurenci. Poměr vlastního kapitálu na celkovém je na mírně nižší úrovni nežli trh, avšak do jisté míry jej ovlivňují vykázané rezervy. Úrokové krytí je dostatečné a srovnatelné s trhem. Průměrná doba splácení dluhů v letech je velmi nevyrovnaná a ve dvou ze čtyř let velmi vysoká, avšak tento fakt je ovlivněn výkyvy v provozním CF.

4.4.2.3 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability byly vypočítány na základě vzorců uvedených v kapitole 3.3.3.

Tabulka 45: Ukazatele rentability oceňované společnosti a trhu

Ukazatel		2018	2019	2020	2021	2022
Rentabilita celkového vloženého kapitálu - ROA	STROM	6,6%	7,8%	7,1%	9,0%	11,2%
	Trh	5,3%	4,8%	4,9%	7,5%	8,5%
Rentabilita celkového investovaného kapitálu - ROCE	STROM	9,7%	10,9%	10,2%	12,9%	18,3%
	Trh	7,1%	6,5%	6,9%	10,7%	13,4%
Rentabilita vlastního kapitálu po dani - ROE	STROM	11,6%	13,2%	12,4%	15,8%	19,7%
	Trh	7,7%	6,6%	6,8%	10,4%	11,7%
Rentabilita tržeb po dani/ Zisková marže - ROS	STROM	2,3%	2,8%	2,8%	3,5%	4,3%
	Trh	2,6%	2,3%	2,5%	3,5%	3,8%
Rentabilita tržeb z provozního zisku - RETS	STROM	3,6%	4,1%	4,8%	4,4%	5,7%
	Trh	3,3%	3,2%	3,8%	4,4%	4,9%
Rentabilita tržeb z provozního cash flow	STROM	-	1,4%	9,1%	1,1%	3,0%

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních podkladů STROM PRAHA a.s. a konkurence²⁰⁸

Rentabilita celkového vloženého kapitálu – ROA

Ukazatel ve zvolené podobě s EBIT měří ziskovost pro vlastníky a věřitele. Oceňovaný podnik má vývoj této rentability pozitivní, z 6,6 % růst na 11,2 %. Trh vykazuje nižší úroveň, avšak taktéž s růstem, konkrétně z 5,3 % na 8,5 %. Medián trhu je 5,3 %, medián STROM PRAHA a.s. je 7,8 %. Zvyšování rentability je způsobeno zejména růstem ukazatele EBIT, aktiva rostla taktéž, avšak v menší míře.

Rentabilita celkového investovaného kapitálu – ROCE

Tato rentabilita měří jak efektivně podnik hospodaří s dlouhodobými zdroji. U oceňovaného podniku se tato rentabilita v čase zvyšovala z 9,7 na 18,3 %, průměr za sledované období činil 12,4 %. Na trhu se pohybuje od 6,5 do 13,4 %, průměr je ve výši

²⁰⁸ Výroční zprávy, či případně rozvaha a výkaz zisku a ztrát, konkurenčních společností AGRALL zemědělská technika a.s., AGRI CS a.s., AGROMEX s.r.o., AGROTEC a.s. a GARNEA a.s

8,9 %. Růst tohoto ukazatele je opět způsoben zejména nárůstem EBIT. I zde platí, že rentabilita je u oceňovaného podniku vyšší než na trhu.

Rentabilita vlastního kapitálu po dani – ROE

ROE měří pro vlastníky (akcionáře) návratnost vloženého kapitálu. Taktéž tato rentabilita je ve sledovaném období v růstu a to jak na trhu, tak u oceňovaného podniku. Na trhu se ovšem nejprve v roce 2019 propadla na 6,6 %, následně rostla až na 11,7 %, průměr trhu činil 8,6 %, medián 7,7 %. STROM PRAHA a.s. měl růst výraznější, konkrétně z 11,6 % na 19,7 %, průměr činil 14,5 %, medián 13,2 %. Taktéž rentabilita vlastního kapitálu po dani byla u oceňované společnosti vyšší než u trhu. Růst je způsoben zvyšujícím se ziskem.

Rentabilita tržeb po dani/ Zisková marže – ROS

Rentabilita tržeb po dani vypočítává, kolik čistého zisku přinesla 1 Kč získaných tržeb. Oceňovaný podnik tuto rentabilitu zvyšoval z 2,3 % na 4,3 %, vyjma stabilizace v roce 2020 každým rokem rostl, medián činil 2,8 %, průměr 3,1 %. Na zvoleném trhu se ROS po propadu v roce 2019 taktéž zvyšoval, konkrétně z 2,3 % na 3,8 %, medián 2,6 %, průměr 3 %. Zisková marže tak byla na trhu i u oceňovaného závodu v růstu a svými výšemi velmi podobná.

Rentabilita tržeb z provozního zisku – RETS

Ukazatel RETS je obdobný jako výše uvedený ROS, rozdíl je v tom, že do čitatele je použit provozní výsledek hospodaření. Tedy jedná se o ziskovost provozní části podniku. U oceňovaného podniku byl vývoj pozitivně růstový z 3,6 na 5,7 %, medián činí 4,4 %, průměr 4,5 %. Na relevantním trhu se rentabilita taktéž zvyšovala, konkrétně z 3,3 % na 4,9 %, průměr trhu je 3,9 %, medián 3,8 %. Vývoj trhu a taktéž společnosti STROM PRAHA a.s. byl pozitivní, avšak oceňovaný podnik má o cca 0,6 p. b. tuto rentabilitu vyšší.

Rentabilita tržeb z provozního cash flow

Rentabilita tržeb z provozního CF udává, kolik peněz generuje 1 Kč obratu. Vzhledem k nedostupnosti údajů o provozním CF trhu tato rentabilita zpracována pouze za oceňovaný podnik. Tato rentabilita byla u oceňovaného podniku velmi nevyrovnaná a sinusoidní, pohybovala se mezi 1,1 a 9,1 %. Vývoj této rentability byl ovlivněn zejména nevyrovnaným

provozním CF (zejména změna stavu zásob a krátkodobých závazků, viz analýza přehledu o peněžních tocích), a dále taktéž zvyšujícími se tržbami.

Závěr k ukazatelům rentability

Všechny typy rentabilit mají u oceňovaného závodu pozitivně rostoucí vývoj a jejich výše se pohybuje nad úrovní relevantního trhu, a to jak nad průměrem, tak nad mediánem trhu. Rentabilita podniku má při porovnání s trhem velmi dobrou pozici.

4.4.2.4 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity byly vypočítány na základě vzorců uvedených v kapitole 3.3.3.

Tabulka 46: Ukazatele aktivity oceňované společnosti a trhu

Ukazatel		2018	2019	2020	2021	2022
Doba obratu zásob	STROM	95,9	93,2	85,7	91,1	109,2
	Trh	98,4	94,5	95,8	91,5	100,1
Doba obratu obchodních pohledávek	STROM	32,1	32,8	30,0	29,2	28,8
	Trh	48,9	47,3	43,3	42,9	46,9
Doba obratu obchodních závazků	STROM	45,2	35,6	35,5	23,1	47,3
	Trh	44,8	36,1	46,2	41,2	59,3

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních podkladů STROM PRAHA a.s. a konkurence²⁰⁹

Doba obratu zásob

Doba obratu zásob je počítána ve jmenovateli s náklady vynaloženými na prodané zboží. V oceňovaném podniku se doba obratu zásob pohybovala mezi 86 a 109 dny, průměr činil 95 dnů. V posledním roce byl zaznamenán růst vlivem velkého přírůstku zásob. N trhu byla doba obratu zásob na úrovni 92-100 dnů, průměr byl 96 dnů. Doba obratu zásob je velmi obdobná u oceňované společnosti i na trhu.

Doba obratu obchodních pohledávek

Tento ukazatel vyjadřuje za jak dlouho jsou odběrateli hrazeny krátkodobé obchodní pohledávky. Společnosti STROM PRAHA a.s. se dařilo splatnost obchodních pohledávek v čase zkracovat, konkrétně z 32 na 29 dnů, průměr i medián se pohyboval na úrovni kolem 31 dnů. Zkracování splatnosti obchodních pohledávek má pozitivní vliv na peněžní toky. Relevantní trh se pohyboval od 43 do 49 dnů a v čase nejprve klesal, v posledním roce

²⁰⁹ Výroční zprávy, či případně rozvaha a výkaz zisku a ztrát, konkurenčních společností AGRALL zemědělská technika a.s., AGRI CS a.s., AGROMEX s.r.o., AGROTEC a.s. a GARNEA a.s.

nárůst, průměr i medián trhu byl na úrovni kolem 46 dnů. Doba obratu obchodních pohledávek byla u oceňovaného podniku výrazně nižší než na trhu, v průměru o cca 15 dnů.

Doba obratu obchodních závazků

Tato doba obratu udává dobu, za jakou se podniku daří hradit obchodní závazky. Doba obratu se pohybovala mezi 23 a 47 dny (průměr činil 37 dnů), v čase nejprve klesala za 45 na 23 dnů, v posledním roce výrazně vzrostla vlivem vysokého růstu obchodních závazků na 47 dnů. Nárůst je zřejmě způsobem pouze výkyvem ve stavu obchodních závazků k 31.12. Na trhu se obrat pohyboval mezi 36 a 59 dny, nejprve oscilovat kolem 42 dnů, v posledním roce nárůst na 59 dnů. Průměr trhu byl 46 dnů, STROM PRAHA a.s. měl 37 dnů. Oceňovaný podnik tak svoje závazky hradí rychleji než relevantní trh, avšak obchodní pohledávky byly v průměru hrazeny dříve než obchodní závazky, což je pro podnik výhodné. Situace na trhu je ovšem odlišná, splatnost obchodních pohledávek a závazků je v průměru totožná.

Závěr k ukazatelům aktivity

Doba obratu zásob je u oceňovaného podniku i na trhu totožná, doba obratu pohledávek je u oceňovaného podniku výrazně lepší než na trhu a obrat obchodních závazků je na trhu delší, tedy výhodnější pro trh. Oceňovaný podnik svoje závazky hradí rychleji než relevantní trh, avšak obchodní pohledávky byly v průměru hrazeny dříve než obchodní závazky, což je pro podnik výhodné. Ukazatele aktivity hovoří pozitivněji pro STROM PRAHA a.s.

4.4.3 Bankrotní modely

Bankrotní modely patří mezi účelově vybrané ukazatele a mají za úkol diagnostikovat podnikovou finanční situaci. V tomto případě podat informaci, zda je podnik v blízké budoucnosti ohrožen bankrotem.

Použité bankrotní modely byly vypočítány na základě vzorců uvedených v kapitole 3.3.3.

Tabulka 47: Bankrotní modely oceňované společnosti

Ukazatel/Rok	2018	2019	2020	2021	2022
Altmanův model 1983	3,1	3,2	2,9	3,2	3,3
Model IN05 – Index důvěryhodnosti	1,45	1,46	1,49	1,80	1,57
Tafflerův model – modifikovaná verze	0,62	0,63	0,60	0,64	0,65

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních podkladů STROM PRAHA a.s.

Altmanův model 1983

U Altmanova modelu platí následující: hodnota pod 1,2 je pásmem bankrotu, v rozpětí od 1,2 do 2,9 se podnik nachází v šedé zóně a nad 2,9 je podnik v pásmu prosperity. Dle výše uvedených informací lze konstatovat, že podnik je za sledované období pouze v pásmu prosperity (2,9 – 3,3) a její finanční situace je dobrá.

Model IN05 – Index důvěryhodnosti

Tento bankrotní model je zpracován manžely Neumaierovými a hodnotí finanční zdraví firem v českých podmínkách. Při hodnotách pod 0,9 ničí podnik svou hodnotu, při rozpětí od 0,9 do 1,6 se jedná o neutrální zónu, kdy podnik netvoří hodnotu, pokud je ukazatel nad 1,6, tak závodě hodnotu vytváří. Zjištěný ukazatele se pohybuje od 1,45 do 1,8, a jeho výše je při horní hranici neutrální zóny. Dle tohoto indexu lze taktéž konstatovat, že finanční situace je stabilizovaná.

Tafflerův model – modifikovaná verze

Tento britský model opět sleduje ohrožení podniku bankrotem. Pokud je hodnota ukazatele pod 0,2, tak je podnik ohrožen velkou pravděpodobností bankrotu, v rozpětí od 0,2 do 0,3 se nachází šedá zóna, hodnota nad 0,3 znamená velmi malou pravděpodobnost bankrotu. Oceňovaný podnik má hodnotu ukazatel v rozpětí 0,6 – 0,65, tedy riziko bankrotu je velmi nepravděpodobné.

Závěr k bankrotním modelům

Ze zjištěných bankrotních modelů vyplývá, že oceňovaná společnost není ohrožena bankrotem a její finanční situace je tak dobrá, což potvrzuje předchozí analýza poměrových ukazatelů.

4.4.4 Vyhodnocení finanční analýzy

Z výsledků finanční analýzy vyplývá, že za poslední 4 roky rostly každým rokem tržby i výsledky hospodaření (zisky). Celková bilanční suma se za sledované období taktéž zvyšovala, konkrétně z 1,69 na 2,64 mld. Kč, největší podíl na aktivech mají zásoby

následované dlouhodobým hmotným majetkem. Vlastní kapitál svým podílem na pasivech osciluje kolem 41 %.

Ukazatele likvidity a zadluženosti jsou velmi obdobné jako na trhu. Rentabilita podniku je při porovnání s trhem na vyšších a pozitivnějších hodnotách. Z ukazatelů aktivity vyplývá mírná výhoda na straně oceňovaného podniku. Použité bankrotní modely potvrzují dobrou finanční situaci bez ohrožení bankrotu.

Finanční situace společnosti je velmi dobrá, jednotlivé ukazatele jsou při porovnání s relevantním trhem cca z jedné poloviny na jeho úrovni a z druhé poloviny i nad průměrem/mediánem trhu. Podle zjištěných skutečností se předpokládá nekonečné trvání závodu v současném modelu podnikání.

4.5 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

V tomto bodě bude určeno, zda se v obchodním závodu nacházejí provozně nepotřebná aktiva, tedy aktiva, která neslouží hlavnímu provozu podniku. Mezi nejčastější provozně nepotřebná aktiva patří:

- krátkodobý finanční majetek,
- peněžní prostředky,
- dlouhodobý finanční majetek a
- ostatní nepotřebná aktiva jako např. nemovitě věci, pohledávky, nepotřebné zásoby apod.

Po vymezení neprovozních aktiv je zpracován provozně nutný investovaný kapitál, který je důležitý pro další výpočty při oceňování podniku. Posledním bodem této kapitoly je vypočítat korigovaný provozní výsledek hospodaření, který je očištěný o mimořádné a jednorázové položky a dále o výnosy a náklady související s neprovozním majetkem.

4.5.1 Krátkodobý finanční majetek

Provozně nepotřebné jsou krátkodobé cenné papíry a podíly, které podniku slouží jako rezerva a při jejich prodeji není dotčena provozní činnost podniku.²¹⁰

²¹⁰ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.* 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 144.

Tento majetek se, dle dostupných podkladů a informací, ve společnosti STROM PRAHA a.s. nenachází.

4.5.2 Peněžní prostředky

Peněžní prostředky provozně nepotřebné jsou ty, které závod nezbytně nepotřebuje k zajištění svého provozu. Maximální provozně nutnou úroveň peněžních prostředků nejčastěji odhadujeme pomocí okamžité likvidity (peníze + účty v bankách / krátkodobý cizí kapitál neúročený). Obecně je doporučována jako mezní hranice hodnota 20 %, tzn. co je nad tuto hranici, tak je již považováno za provozně nepotřebný majetek.²¹¹

V tomto případě byla určena jako provozně nutná likvidita na úrovni 20 %. Tato výše byla zvolena vzhledem k situaci, kdy se na relevantním trhu tato likvidita pohybuje od 0,03 do 0,6, průměr činí 0,21.

Tabulka 48: Peněžní prostředky provozně nutné (v tis. Kč)

Položka	2018	2019	2020	2021	2022
Peněžní prostředky v rozvaze	210 109	230 808	380 840	356 787	343 963
Likvidita (peníze / krátkodobé závazky neúroč.)	0,46	0,57	0,76	0,78	0,47
Provozně nutná likvidita	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Provozně nutné peníze +	91 967	80 785	100 424	91 359	146 282
Provozně nepotřebné peníze	118 142	150 023	280 416	265 428	197 681

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních podkladů oceňované společnosti

Z výše uvedené tabulky vyplývá, že většina peněžních prostředků je v letech 2018–2022 pro oceňovaný podnik provozně nepotřebných.

K datu ocenění jsou provozně nepotřebné peněžní prostředky určeny ve výši 197 681 tis. Kč.

4.5.3 Dlouhodobý finanční majetek

V případě, že jsou dlouhodobé finanční investice pořízeny za účelem uložení peněz bez přímé vazby k činnosti oceňovaného závodu, pak by tyto investice měly být zahrnuty do provozně nepotřebného majetku.²¹²

²¹¹ Mařík, Miloš a kolektiv. *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 144.

²¹² Mařík, Miloš a kolektiv. *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 145.

Společnost STROM PRAHA a.s. vlastní vklad v nominální hodnotě 100 000,- Kč v následující obecně prospěšné společnosti:

- Královská stezka o.p.s., IČO: 27521702 – zakladatel.

Výše uvedený vklad je určený jako provozně nepotřebný, nemá přímou vazbu na činnost podniku. Jeho hodnota je pro toto ocenění stanovena ve výši nominální hodnoty, tedy ve výši 100 tis. Kč.

4.5.4 Ostatní nepotřebná aktiva

Mezi ostatní nepotřebná aktiva se zpravidla počítají zejména nepotřebná či s hlavní činností nesouvisející nemovité věci (např. bytové jednotky, rodinný dům, investiční pozemky apod.), pohledávky (nesouvisející s činností závodu) či např. nepotřebné zásoby.²¹³

Tento majetek se, dle dostupných podkladů a informací, ve společnosti STROM PRAHA a.s. nenachází.

4.5.5 Součet provozně nepotřebného majetku

V tabulce níže je proveden součet zjištěného provozně nepotřebného majetku, v tomto případě se jedná o peněžní prostředky a dlouhodobý finanční majetek.

Tabulka 49: Součet provozně nepotřebného majetku (v tis. Kč)

Položka majetku	Hodnota
Neprovozní finanční majetek	100
Neprovozní peněžní prostředky k datu ocenění	197 681
Celkem neprovozní majetek	197 781

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních podkladů oceňované společnosti

K datu ocenění je neprovozní majetek určen ve výši 197 781 tis. Kč. Tato výše provozně nepotřebného majetku bude přičtena k hodnotě zjištěné výnosovými metodami.

²¹³ **Mařík, Miloš a kolektiv. METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.** 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 145.

4.5.6 Provozně nutný investovaný kapitál

V tabulce níže bude určen provozně nutný investovaný kapitál, který se vypočítá jako součet provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného (upraveného) pracovního kapitálu).

Tabulka 50: Provozně nutný investovaný kapitál (v tis. Kč)

Položka	2018	2019	2020	2021	2022
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 558	2 113	1 537	1 293	653
Dlouhodobý hmotný majetek	513 261	561 444	674 055	706 833	810 159
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
Dlouhodobý majetek provozně nutný	514 819	563 557	675 592	708 126	810 812
Zásoby +	648 075	652 974	577 505	713 634	1 011 370
Pohledávky krátkodobé +	309 663	323 440	303 897	343 100	405 767
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní) +	9 295	13 934	5 579	1 418	4 247
Krátkodobý finanční majetek +	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky neúročené -	459 836	403 927	502 122	456 794	731 408
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní) -	3 911	6 044	2 417	26 811	12 824
Provozně nutné peníze +	91 967	80 785	100 424	91 359	146 282
Pracovní kapitál provozně nutný	595 253	661 162	482 866	665 906	823 434
Investovaný kapitál provozně nutný	1 110 072	1 224 719	1 158 458	1 374 032	1 634 246

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních podkladů oceňované společnosti

Dlouhodobý majetek provozně nutný každým rokem rostl vlivem investic do dlouhodobého hmotného majetku, zejména do staveb a pozemků prodejně servisních středisek. Za 4 roky vzrostl téměř o 300 mil. Kč, konkrétně z 515 mil Kč na 811 mil. Kč.

Pracovní kapitál provozně nutný byl po celé sledované období kladný, nejprve v roce 2019 vzrostl vlivem poklesu neúročených závazků, následující rok se výrazně propadl z důvodu poklesu stavu zásob a naopak nárůstu krátkodobých neúročených závazků. Následně v letech 2021 a 2022 výrazný růst pracovního kapitálu způsobený zvýšeným stavem zásob a pohledávek, a to i přes růst krátkodobých závazků.

Investovaný kapitál provozně nutný kopíroval vývoj provozního pracovního kapitálu, tedy nejprve růst, následně v roce 2020 mírný propad, v posledních dvou letech výrazný růst zejména vlivem výrazného přírůstu zásob. V čase investovaný kapitál vzrostl z 1,11 mld. Kč na 1,63 mld. Kč.

4.5.7 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

V tabulce č. 52 bude určen korigovaný provozní výsledek hospodaření, který nebude obsahovat náklady a výnosy nesouvisející s hlavním provozem závodu.

Korigovaný provozní výsledek byl vypočítán následovně:

- nebyly vyloučeny prodeje majetku ani jejich zůstatkové ceny, v tomto oboru podnikání se jedná o běžné operace (obdobně jako u prodeje nových osobních vozů),
- následně byly vyřazeny mimořádné výnosy (smluvní pokuty a penále.),
- posledním krokem bylo vyloučení mimořádných nákladů (smluvní pokuty, manka, škody a dary).

V tabulce č. 51 jsou specifikovány vyloučené mimořádné výnosy a náklady.

Tabulka 51: Mimořádné provozní výnosy a náklady (v tis. Kč)

Účet/Rok	2018	2019	2020	2021	2022	Popis položek
543	660	1452	1742	2243	1879	dary
544	560	196	101	0	65	smluvní pokuty a penále
545	51	114	190	72	84	pokuty
549	999	530	47	41	2436	manka a škody
644	654	1114	394	416	322	smluvní pokuty a penále

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních podkladů oceňované společnosti

Tabulka 52: Korigovaný provozní výsledek hospodaření (v tis. Kč)

Položka	2018	2019	2020	2021	2022
Provozní výsledek hospodaření z výsledovky	119 857	146 138	173 063	180 506	281 843
Vyloučení VH z prodeje majetku +/-	0	0	0	0	0
Vyloučení mimořádných výnosů -	-654	-1 114	-394	-416	-322
Vyloučení mimořádných nákladů +	2 270	2 292	2 080	2 356	4 464
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	121 473	147 316	174 749	182 446	285 985

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních podkladů oceňované společnosti

KPVH byl ve sledovaném období pouze kladný a v čase rostl, konkrétně ze 121,5 mil. Kč v roce 2018 až na 286 mil. Kč v roce 2022. Růst korigovaného provozního zisku je způsoben každoročním růstem tržeb.

4.6 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Analýza a prognóza generátorů hodnoty je základem pro sestavení finančního plánu, který je základem pro výnosové metody. Hlavními generátory jsou tržby, provozní zisková marže, pracovní kapitál a investice do dlouhodobého majetku.

4.6.1 Tržby

Tržby byly naplánovány v závěr strategické analýzy, bod. 4.3.4. V tabulce níže je uvedeno tempo růstu tržeb za minulost a taktéž prognóza do budoucnosti.

Tabulka 53: Tempo růstu tržeb a prognóza tržeb STROM PRAHA a.s. za 2018–2027 (v mil. Kč)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Roční tempo růstu		5,2%	1,4%	14,9%	19,4%	9,8%	5,0%	6,5%	5,4%	3,6%
Průměrné tempo růstu za minulost a plán		10,0%				6,0%				
Tržby STROM PRAHA a.s. (mil. Kč)	3376	3552	3602	4139	4940	5424	5695	6065	6393	6623

Zdroj: Vlastní zpracování

Tržby zaznamenaly za období 2018–2019 pozitivní tempo růstu ve výši 10%, za období 2011–2022 bylo mírně nižší, konkrétně na úrovni 9,5 %. V posledních dvou letech byl růst tržeb nejrazantnější za celé sledované období, jednalo se o efekt způsobený zejména růstem objemu celého trhu a taktéž menším růstem tržního podílu. V dalším období je plánován taktéž růst tržeb, avšak v menší míře než za minulost, podrobnosti jsou uvedeny v bodě 4.3.4. Perspektivnost a prognóza tržeb. Dle výše uvedeného růstu je očekáván nárůst tržeb na úroveň 6,6 miliardy Kč.

4.6.2 Provozní zisková marže

Provozní zisková marže se počítá jako poměr korigovaného provozního výsledku hospodaření k tržbám. Korigovaný provozní výsledek hospodaření za minulost byl vypočítán v kapitole 4.5.7, nyní k němu byly přičteny odpisy. V tabulce níže je uvedena zisková marže za minulost a taktéž je provedena prognóza ziskové marže do budoucnosti. Nejprve se jedná o ziskovou marži shora, která je považována jako hlavní.

Tabulka 54: Prognóza ziskové marže shora, STROM PRAHA a.s. za 2018 – 2027

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
KPVH pře odpisy (tis. Kč)	216 668	229 850	272 000	252 692	337 930	433 892	461 281	497 330	530 578	549 679
Průměrné tempo růstu		11,8%				10,2%				
Zisková marže	6,42%	6,47%	7,55%	6,11%	6,84%	8,00%	8,10%	8,20%	8,30%	8,30%

Zdroj: Vlastní zpracování

Zisková marže vykazovala v minulosti do roku 2020 nárůst, následně v roce 2021 výrazně poklesla zejména vlivem vykázaných rezerv, v roce 2022 opět růst marže i přes vykázané rezervy. Při očištění KPVH za roky 2021 a 2022 o rezervy je zisková marže na úrovni 8,07 % a následně ve výši 9,14 %. Při této situaci bez rezerv by byla zisková marže

za sledované období pouze v růstu a průměr za poslední 3 roky by činil 8,4 %. Do budoucích období není v tomto ocenění počítáno s nárůstem rezerv a tak je v roce 2023 počítáno se skokovým nárůstem ziskové marže na úroveň 8 %. V dalších letech je očekáván mírný růst ziskové marže a od roku 2027 její stabilizace. Růst ziskové marže je mírný, tak aby si podnik byl schopen udržet předpokládaný mírný růst tržního podílu a tržeb.

Dalším krokem je stanovit ziskovou marži zdola. Nejdříve jsou analyzovány

Tabulka 55: Prognóza ziskové marže zdola, STROM PRAHA a.s. za 2018 – 2027

Podíly z tržeb	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Výkonová spotřeba	85,78%	84,82%	82,22%	82,75%	81,07%	80,88%	81,03%	81,18%	81,20%	81,23%
z toho Náklady vynaložené na prodané zboží	73,04%	72,02%	68,27%	69,11%	68,45%	68,00%	68,10%	68,20%	68,20%	68,20%
Spotřeba materiálu a energie	7,16%	6,96%	7,88%	7,76%	7,08%	7,10%	7,15%	7,20%	7,22%	7,25%
Služby	5,58%	5,84%	6,07%	5,88%	5,55%	5,78%	5,78%	5,78%	5,78%	5,78%
Změna stavu zásob	-0,02%	0,01%	-0,05%	0,00%	0,04%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Aktivace	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Osobní náklady	9,47%	10,01%	11,31%	11,18%	11,17%	12,19%	11,88%	11,57%	11,45%	11,48%
z toho Mzdové náklady	6,98%	7,38%	8,34%	8,23%	8,16%	8,96%	8,73%	8,51%	8,42%	8,44%
Náklady na sociální zabezpečení	2,34%	2,49%	2,78%	2,76%	2,73%	3,00%	2,93%	2,85%	2,82%	2,83%
Ostatní náklady	0,14%	0,14%	0,19%	0,19%	0,28%	0,22%	0,22%	0,21%	0,21%	0,21%
Ostatní provozní výnosy	6,45%	7,37%	6,57%	6,68%	5,24%	4,87%	4,75%	4,54%	4,35%	4,16%
z toho Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	6,00%	6,97%	6,25%	6,35%	4,88%	4,50%	4,40%	4,20%	4,00%	3,80%
Tržby z prodaného materiál	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Jiné provozní výnosy	0,45%	0,39%	0,31%	0,33%	0,36%	0,37%	0,35%	0,34%	0,35%	0,36%
Ostatní provozní náklady	4,81%	6,05%	5,54%	6,64%	6,13%	3,80%	3,75%	3,60%	3,40%	3,15%
z toho Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	4,71%	5,30%	4,90%	5,01%	3,60%	3,55%	3,50%	3,35%	3,15%	2,90%
Prodaný materiál	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Daně a poplatky	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%	0,02%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%
Rezervy v provozní oblasti	0,10%	0,64%	0,39%	1,96%	2,29%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Jiné provozní náklady	-0,04%	0,07%	0,21%	-0,37%	0,21%	0,21%	0,21%	0,21%	0,21%	0,21%
Výkonová spotřeba (tis. Kč)	2 895 874	3 012 812	2 961 788	3 424 773	4 004 524	4 386 723	4 614 601	4 923 648	5 190 803	5 379 659
Roční tempo růstu		4,04%	-1,69%	15,63%	16,93%	9,54%	5,19%	6,70%	5,43%	3,64%
Průměrné tempo růstu výk. spotř. za minulost a plán			8,4%					6,08%		
Průměrná inflace			6,1%					3,8%		
Osobní náklady (tis. Kč)	319 641	355 670	407 355	462 754	551 548	661 222	676 266	701 531	732 170	760 199
Roční tempo růstu		11,27%	14,53%	13,60%	19,19%	19,88%	2,28%	3,74%	4,37%	3,83%
Průměrné tempo růstu osobních nákladů za minulost a plán			14,6%					6,6%		
Ostatní provozní výnosy (tis. Kč)	217 793	261 612	236 486	276 405	259 026	264 104	270 682	275 648	278 176	275 291
Roční tempo růstu		20,12%	-9,60%	16,88%	-6,29%	1,96%	2,49%	1,83%	0,92%	-1,04%
Průměrné tempo růstu provozních výnosů za minulost a plán			4,4%					1,2%		
Ostatní provozní náklady (tis. Kč)	162 503	214 907	199 415	275 013	302 793	205 916	213 365	218 136	217 130	208 390
Roční tempo růstu		32,25%	-7,21%	37,91%	10,10%	31,99%	3,62%	2,24%	-0,46%	-4,03%

Podíly z tržeb	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Průměrné tempo růstu za minulost a plán			16,8%					-7,2%		

Zdroj: Vlastní zpracování

Zisková marže zdola byla naplánována na základě následujících úvah:

- Podíl výkonové spotřeby na tržbách v čase klesal, do budoucího období je předpoklad stagnace s velmi malým růstem, předpokládána výše kolem 81 % k tržbám.
- Osobní náklady do roku 2020 rostly, poté se nacházejí na stabilní úrovni kolem 11,2 % k tržbám. Do budoucích let je předpoklad růstu v roce 2023 na 12,2 % vlivem zvyšování mezd (vysoká inflace) a taktéž k předpokladu mírného růstu zaměstnanců. Další období procentu mezd k tržbám lehce klesá.
- Ostatní provozní výnosy, reprezentované zejména prodejem DHM, byly v minulosti na úrovni od 5,2 do 7,4 %, sumou se pohybovali mezi 220 - 270 mil. Kč. Do budoucího období byly provozní výnosy naplánovány tak, aby se suma pohybovala kolem 270 mil. Kč, tedy na obdobné výši jako v minulosti bez výrazných výkyvů.
- Ostatní provozní náklady jsou tom obdobně jako ostatní provozní výnosy. Tyto náklady představuje především zůstatková cena prodaného DHM. Náklady byly plánovány s poklesem procenta k tržbám, konkrétně z 3,8 % na 3,15 %. Tyto náklady byly v minulosti o cca 50-60 mil. Kč nižší než výše uvedené provozní výnosy. Tento trend je tedy zahrnut i do prognózy.
- Položky aktivace a změna stavu zásob byly vykazovány zanedbatelné a do plánu nejsou zahrnuty.
- Zbývající drobné položky byly ponechány na průměrech z minulosti či na hodnotě z posledního roku.

V tabulce níže je uvedena sladěná zisková marže oceňované společnosti v Kč hodnotách.

Tabulka 56: Prognóza ziskové marže společnosti STROM PRAHA a.s. za 2023 – 2027

	2023	2024	2025	2026	2027
Tržby	5 423 649	5 694 831	6 064 995	6 392 505	6 622 635
Výkonová spotřeba	4 386 723	4 614 601	4 923 648	5 190 803	5 379 659
<i>z toho Náklady vynaložené na prodané zboží</i>	3 688 081	3 878 180	4 136 327	4 359 689	4 516 637
<i>Spotřeba materiálu a energie</i>	385 079	407 180	436 680	461 539	480 141
<i>Služby</i>	313 562	329 240	350 641	369 576	382 880

	2023	2024	2025	2026	2027
Změna stavu zásob	0	0	0	0	0
Aktivace	0	0	0	0	0
Osobní náklady	661 222	676 266	701 531	732 170	760 199
z toho Mzdové náklady	486 193	497 255	515 831	538 360	558 970
Náklady na sociální zabezpečení	162 875	166 580	172 804	180 351	187 255
Ostatní náklady	12 155	12 431	12 896	13 459	13 974
Ostatní provozní výnosy	264 104	270 682	275 648	278 176	275 291
z toho Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	244 064	250 573	254 730	255 700	251 660
Tržby z prodaného materiál	0	0	0	0	0
Jiné provozní výnosy - OČIŠTĚNO	20 040	20 109	20 919	22 476	23 631
Ostatní provozní náklady	205 916	213 365	218 136	217 130	208 390
z toho Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	192 540	199 319	203 177	201 364	192 056
Prodaný materiál	0	0	0	0	0
Daně a poplatky	2 046	2 149	2 288	2 412	2 499
Rezervy v provozní oblasti	0	0	0	0	0
Jiné provozní náklady - OČIŠTĚNO	11 330	11 897	12 670	13 354	13 835
KPVH před odpisy a daní (tržby - náklady)	433 892	461 281	497 330	530 578	549 679
Zisk, marže z KPVH před odpisy a daní dopočítaná	8,00%	8,10%	8,20%	8,30%	8,30%

Zdroj: Vlastní zpracování

4.6.3 Pracovní kapitál

Dalším generátorem hodnoty je pracovní kapitál provozně nutný, složky pracovního kapitálu jsou naplánovány podle doby obratu viz tabulka níže.

Tabulka 57: Doba obratu položek pracovního kapitálu STROM PRAHA a.s. za 2018 – 2027

Tis. Kč	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Zásoby celkem	70,1	67,1	58,5	62,9	74,7	75,3	77,3	79,3	81,3	81,3
z toho materiál	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
nedokončená výroba a polotovary	0,2	0,2	0,3	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
výrobky	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zboží	69,8	65,5	57,1	61,4	72,8	74,0	76,0	78,0	80,0	80,0
mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
poskytnuté zálohy na zásoby	0,0	1,5	1,0	1,2	1,8	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Krátkodobé pohledávky celkem	33,5	33,2	30,8	30,3	30,0	29,2	28,2	27,2	26,2	26,2
z toho obchodní pohledávky	32,1	32,8	30,0	29,2	28,8	28,0	27,0	26,0	25,0	25,0
ostatní pohledávky	1,4	0,4	0,8	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Krátkodobé závazky neúročené celkem	49,7	41,5	50,9	40,3	54,0	54,0	55,5	56,8	57,0	57,2
z toho krátkodobé přijaté zálohy	0,7	0,8	1,0	0,7	0,5	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
závazky z obchodního styku	38,7	30,2	29,2	19,1	38,4	35,0	36,0	37,0	37,0	37,0
závazky ke společníkům	2,2	2,4	2,5	3,1	3,4	3,6	3,8	4,0	4,2	4,4
závazky k zaměstnancům	1,4	1,5	1,7	1,8	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9
závazky ze soc. zabezpečení	0,8	0,9	1,0	1,0	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
stát - daňové závazky a dotace	3,0	3,6	4,1	4,8	5,6	6,0	6,2	6,3	6,3	6,3
dohadné účty pasivní	0,2	0,3	0,2	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
jiné závazky	2,8	1,8	11,1	9,6	3,2	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7
Provozně nutná likvidita	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2

Zdroj: Vlastní zpracování

Komentář k dobám obratu jednotlivých složek v minulosti a jejich vývoji, včetně predikce do budoucnosti je uveden níže:

- U zásob je hlavní složkou zboží (zemědělské stroje), doba obratu činila v minulosti 57-73 dnů, v posledních dvou letech je zaznamenán nárůst obratu vlivem vyšších skladových zásob. Toto zvýšení je způsobeno zvyšujícím se počtem servisně prodejních středisek a taktéž snaze společnosti být dobře zásoben. Do prognózy je plánováno mírné zvyšování obratu z důvodu rozšiřování středisek.
- Doba obratu krátkodobých pohledávek je naopak klesala z 32 na 29 dnů. Což je dobrou pozici podniku vůči odběratelům s kvalitními klientskými vztahy. Tento pozitivní trend je předpokládán i do budoucích období, kdy je obrat pohledávek snížen až na 25 dnů.
- Krátkodobé neúročené závazky se skládají zejména z obchodních závazků, celková doba obratu se pohybovala od 40 do 54 dnů a v čase měla sinusoidní vývoj. Do budoucích let je u obchodních závazků předpokládán nárůst, v minulosti měl STROM PRAHA a.s. průměr kolem 31 dnů, naopak na trhu činil průměr 39 dnů. Lze tedy očekávat postupné přibližování doby obratu k tržnímu průměru, viz tabulka výše. Dohadné účty a jiné závazky jsou naplánovány na průměru minulosti. Zbývající složky jako závazky k zaměstnancům, ze sociálního zabezpečení či ke společníkům jsou postupně mírně navyšovány, podle vývoje v minulosti, růstu mezd apod.
- Peněžní prostředky byly naplánovány dle provozně nutné likvidity, která byla za minulost i do budoucna určena ve výši 0,2, viz komentář v bodě č. 4.5.2 Peněžní prostředky provozně nutné.

Tabulka č. 58 znázorňuje plánovaná hodnoty jednotlivých složek upraveného pracovního kapitálu v tis. Kč.

Tabulka 58: Plánované položky pracovního kapitálu STROM PRAHA a.s. za 2023 – 2027

Tis. Kč	2023	2024	2025	2026	2027
Zásoby	1 119 518	1 206 698	1 318 366	1 424 585	1 475 870
Pohledávky krátkodobé	433 892	439 984	451 967	458 859	475 378
Peněžní prostředky provozně nutné	160 444	173 053	188 855	199 753	207 670
Časové rozlišení aktiv	4 247	4 247	4 247	4 247	4 247
Krátkodobé závazky neúročené	802 221	865 267	944 274	998 767	1 038 352
Časové rozlišení pasiv	12 824	12 824	12 824	12 824	12 824
Upravený pracovní kapitál	903 056	945 892	1 006 337	1 075 854	1 111 990
Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst prac. kap.	17,1%				

Zdroj: Vlastní zpracování

V tabulce výše je uveden koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu - kWC, který je do budoucna naplánován ve výši 17,1 %, za posledních 5 let byl tento koeficient na úrovni 14,6 %, lze tedy konstatovat, že se jedná o relativně podobné výše s lehkým navýšením v plánu.

4.6.4 Investice do dlouhodobého majetku

Výše investic do dlouhodobého majetku je nejtěžším generátorem hodnoty. Nejprve je zjištěna investiční náročnost tržeb jednotlivých složek dlouhodobého majetku za období 2018-2022.

Tabulka 59: Výpočet koeficientu náročnosti tržeb na investice do dlouhodobého majetku

Součet tržeb za roky 2019 až 2022	16 232 434 tis. Kč				
	2018	2019	2020	2021	2022
Nehmotný majetek					
Stav majetku ke konci roku	1 558	2 113	1 537	1 293	653
Odpisy		857	785	587	640
Zůstatková hodnota prodaného nehmotného majetku		0	0	0	0
Investice netto		555	-576	-244	-640
Investice brutto		1 412	209	343	0
Investiční náročnost tržeb 2019-2022	0,01%				
Stavby					
Stav majetku ke konci roku	145 443	247 627	338 879	401 593	471 999
Odpisy		7 793	10 220	14 487	17 775
Zůstatková hodnota prodaných staveb		0	0	0	0
Investice netto		102 184	91 252	62 714	70 406
Investice brutto		109 977	101 472	77 201	88 181
Investiční náročnost tržeb 2019-2022	2,32%				
Pozemky					
Stav majetku ke konci roku	44 700	51 990	51 985	70 417	90 839
Zůstatková hodnota prodaných pozemků			5		
Investice netto		7 290	-5	18 432	20 422
Investice brutto		7 290	0	18 432	20 422
Investiční náročnost tržeb 2019-2022	0,28%				
Hmotné movité věci					
Stav majetku ke konci roku	253 147	207 797	224 251	183 001	194 099
Odpisy		65 208	64 444	58 414	49 367
Zůstatková hodnota prodaného zařízení		188 287	176 425	207 321	178 038
Investice netto		-45 350	16 454	-41 250	11 098
Investice brutto		208 145	257 323	224 485	238 503
Investiční náročnost tržeb 2019-2022	5,7%				
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek					
Stav majetku ke konci roku	69 971	52 030	56 940	51 822	53 222
Odpisy		0	0	0	0
Zůstatková hodnota prodaného NDHMJ		0	0	0	0
Investice netto		-17 941	4 910	-5 118	1 400
Investice brutto		-17 941	4 910	-5 118	1 400
Investiční náročnost tržeb 2019-2022	-0,1%				

Zdroj: Vlastní zpracování

Výše uvedené investiční náročnosti tržeb dlouhodobého majetku budou použity i na prognózované tržby, tedy bude zde předpoklad investic ve stejné míře jako v minulosti. Dále bude z relevantního trhu zjištěna investiční náročnost tržeb dlouhodobého majetku na trhu, tedy u konkurence.

Tabulka 60: Výpočet koeficientu náročnosti tržeb na investice do dlouhodobého majetku

Součet tržeb za roky 2023 až 2027:		30 198 616		
Odhad podle minulého koeficientu náročnosti:				
Majetek	Minulý koeficient náročnosti	Odhad investic brutto pro plán tržeb v letech 2023-2027		
Nehmotný majetek	0,0%		0	
Stavby	2,3%		694 568	
Pozemky	0,3%		90 596	
Hmotné movité věci	5,7%		1 721 321	
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0,0%		0	
Celkem	8,3%		2 506 485	
Odhad podle koeficientu náročnosti u podobných podniků:				
Majetek	Obvyklý koeficient náročnosti	Odhad investic brutto pro plán tržeb v letech 2023-2027		
Nehmotný majetek	0,00%		0	
Stavby	1,00%		301 986	
Pozemky	0,10%		30 199	
Hmotné movité věci	5,80%		1 751 520	
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0,00%		0	
Celkem	6,90%		2 083 705	
Výsledný odhad investic:				
Majetek		Odhad investic brutto pro plán tržeb v letech 2023-2027		
Nehmotný majetek	0,0%		0	
Stavby	1,9%		563 708	
Pozemky	0,3%		90 596	
Hmotné movité věci	4,2%		1 268 342	
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0,0%		0	
Celkem			1 922 645	
Výsledný koeficient náročnosti tržeb na investice:			6,4%	

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka č. 60 udává investiční náročnost oceňovaného podniku do DHM na úrovni 8,3 %, relevantní trh ji má na úrovni 6,9 %, zvolená výše do prognózy je ve výši 6,4%, níže budou rozebrány jednotlivé investiční položky o popsány důvody pro zvolenou míru investic.

Nehmotný majetek měl investiční náročnost na trhu i u STROM PRAHA a.s. zanedbatelnou, konkrétně ve výši 0,01 %, do budoucích nebudou investice do nehmotného majetku uvažovány.

Investice do staveb měli u oceňovaného podniku investiční náročnost ve výši 2,32 %, v tomto případě šlo o investice do nových servisně prodejních středisek či do rekonstrukcí stávajících nemovitostí. Trh investoval na úrovni 1 %, avšak je tam zahrnut i STROM. Pro prognózu byla zvolena náročnost ve výši 1,9 %, tato výše byla zvolena na úrovni váženého průměru: váha 2 byla přisouzena STROM PRAHA a.s., váha ve výši 1 relevantnímu trhu. Do budoucna je očekávána mírně menší míra investic do prodejně servisní sítě, která je na trhu jednou z největších v ČR, tato míra investic se zda pro zvyšování prognózovaných tržeb dostatečná.

Investice do pozemků byla na trhu ve výši 0,1 %, oceňovaný podnik ji měl na úrovni 0,3 %. U pozemků byl ponechán koeficient náročnosti tržeb z minulosti, tato výše je očekávána pro nákup pozemků vhodných pro rozšíření prodejní sítě.

Hmotné movité věci, zde je koeficient náročnosti tržeb na trhu i u oceňovaného podniku velmi podobný, konkrétně trhu 5,8 %, STROM 5,7 %. Do budoucího období byl zvolen koeficient náročnosti na úrovni 4,2 %, důvodem je výše investic brutto za minulost. Investice brutto se i přes výrazný růst tržeb pohybovaly na sumě mezi 210 – 260 mil. Kč, tato premisa je očekávána i do budoucna. Při zvoleném koeficientu se investice brutto v prognóze pohybují na úrovni 220 – 270 mil. Kč.

V tabulce níže je sestaven plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů.

Tabulka 61: Výpočet koeficientu náročnosti tržeb na investice do dlouhodob. majetku (v tis. Kč)

c) Plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů (tis. Kč)		průměrná doba odepisování nehmotný 3 roky, stavby 40 let a hmotné movité věci 5 let					
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Investice 2023-2026 celkem
Nehmotný majetek							
Původní - odpisy	640	640	13				
- zůstatková hodnota k 31. 12.	653	13	0	0	0	0	
Nový - investice brutto		0	0	0	0	0	0
- pořizovací hodnota k 31. 12.		0	0	0	0	0	
odpisy (1/3 z pořizovací hodnoty k 1.1.)		0	0	0	0	0	
- investice netto		-640	-13	0	0	0	
Celkem - odpisy	640	640	13	0	0	0	
- zůstatková hodnota	653	13	0	0	0	0	
Stavby							
Původní - odpisy	17 775	17 775	17 775	17 775	17 775	17 775	
- zůstatková hodnota k 31. 12.	471 999	454 224	436 449	418 674	400 899	383 124	
Nový - investice brutto		112 742	112 742	112 742	112 742	112 742	563 708
- pořizovací hodnota k 31. 12.		112 742	225 483	338 225	450 966	563 708	
- odpisy (1/40 z pořizovací hodnoty k 1.1.)		0	2 819	5 637	8 456	11 274	
- investice netto		94 967	92 148	89 329	86 511	83 692	

Celkem - odpisy	17 775	17 775	20 594	23 412	26 231	29 049	
- zůstatková hodnota	471 999	566 966	659 113	748 443	834 954	918 646	
Pozemky							
- zůstatková hodnota k 31. 12.	90 839	0	0	0	0	0	
Nový - investice brutto		18 119	18 119	18 119	18 119	18 119	90 596
- zůstatková hodnota	90 839	108 958	127 077	145 197	163 316	181 435	
Hmotné movité věci							
Přvodní - odpisy	49 367	49 367	44 258	39 458	33 128	27 888	
- zůstatková hodnota k 31. 12.	194 099	144 732	100 474	61 016	27 888	0	
Nový - investice brutto		250 661	224 777	277 884	242 422	272 597	1 268 342
- pořizovací hodnota k 31. 12.		250 661	475 438	753 322	995 744	1 268 342	
- odpisy (1/5 z pořizovací k 1.1.)		0	8 355	15 848	25 111	33 191	
- zůstatková cena prodaného DHM		192 540	199 319	203 177	201 364	192 056	
- investice netto		8 754	-27 156	19 401	-17 180	19 461	
Celkem - odpisy	49 367	49 367	52 613	55 306	58 239	61 079	
- zůstatková hodnota	194 099	202 853	175 698	195 099	177 919	197 380	
Nedokončený DHM							
- zůstatková hodnota k 31. 12.	0	0	0	0	0	0	
Nový - investice brutto		12 874	-14 124	17 854	-15 486	-1 118	0
- zůstatková hodnota	53 222	66 096	51 972	69 826	54 340	53 222	
Celkem							
Odpisy	67 782	67 782	73 220	78 718	84 469	90 129	
Zůstatková hodnota k 31. 12.	810 812	944 886	1 013 861	1 158 564	1 230 528	1 350 683	
Celkové investice brutto do dlouhodobého majetku	347 106	394 396	341 513	426 599	357 797	402 340	1 922 645
Celkové investice netto do dlouhodobého majetku	80 864	103 081	64 979	108 730	69 331	103 154	449 275

Zdroj: Vlastní zpracování

4.6.5 Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu

Po naplánování odpisů a investic je možné vypočítat korigovaný provozní zisk po dani a odpisech. Taktéž je možné spočítat provozně nutný investovaný kapitál, jelikož je k dispozici prognóza pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku. V tabulce č. 62 jsou tyto veličiny znázorněny.

Tabulka 62: Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu

a) Korigovaný provozní zisk a zisková marže po odpisech a po upravené dani										
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Korigovaný provozní zisk po odpisech a po dani	98 393	119 326	141 547	147 781	231 648	296 549	306 569	330 703	352 426	363 045
Zisková marže z KPVH po odpisech a po dani	2,91%	3,36%	3,93%	3,57%	4,69%	5,47%	5,38%	5,45%	5,51%	5,48%
Tempo růstu KPVH po odpisech a dani			23,9%					9,4%		
b) Provozně nutný investovaný kapitál a rentabilita investovaného kapitálu										
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Investovaný kapitál provozně nutný k 31. 12.	1 110 072	1 224 719	1 158 458	1 374 032	1 634 246	1 847 942	1 959 752	2 164 901	2 306 382	2 462 673
Obrat investovaného kapitálu provozně nutného	x	3,20	2,94	3,57	3,59	3,32	3,08	3,09	2,95	2,87

a) Korigovaný provozní zisk a zisková marže po odpisech a po upravené dani										
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Rentabilita investovaného kapitálu	x	10,75%	11,56%	12,76%	16,86%	18,15%	16,59%	16,87%	16,28%	15,74%

Zdroj: Vlastní zpracování

Zisková marže je dle prognózy v růstu jako tomu bylo v minulosti, konkrétně osciluje kolem 5,45 % a je na stabilní úrovni. Tempo růstu je proti minulým rokům menší a to zejména vlivem skokového růstu zisku v letech 2020-2022, v prognóze je plánován stabilnější pozvolný nárůst.

Investovaný kapitál je i do budoucna plánován v růstu, obrat investovaného kapitálu se v letech 2018-2022 pohyboval od 2,9 do 3,6. Do budoucna je obrat na úrovni 2,9-3,3, tedy na mírně nižší, avšak velmi podobné úrovni pohybující se převážně nad 3. Rentabilita investovaného kapitálu výrazně rostla z 10,75 na 16,86 %, průměr je ve výši 13 %. Prognóza v prvním roce počítá s růstem a poté bude mírně klesat na úroveň kolem 16 %, průměr je na úrovni 16,7 %, tedy velmi dobrá úroveň. Všeobecně platí, že rentabilita investovaného kapitálu by se měla pohybovat nad náklady vlastního kapitálu, jako mezní úroveň se uvádí 10 %. Vývoj rentability je tak na pozitivních hodnotách.

4.6.6 Orientační ocenění na základě generátorů hodnoty

Po provedení strategické analýzy a předpovědí, které na ně navazují, jsou vyhodnoceny budoucí trendy generátorů hodnoty, které budou využity jako referenční odhad. Metody pro předběžné ocenění, založené na generátorech hodnoty, požadují ziskovou marži po odpisech a daních, a také koeficient náročnosti růstu investic netto. Některé z těchto parametrů byly zjištěny analýzy a předpovědi generátorů hodnoty, avšak ještě musí být dopočítán koeficient náročnosti růstu tržeb vzhledem k investicím do dlouhodobého netto majetku.²¹⁴

Vzorec pro výpočet orientačního ocenění hodnoty podniku jako celku je dle Mařík a kol. následující:

²¹⁴ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.* 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 172-173.

Vzorec 26: Výnosová hodnota podniku jako celku – ocenění generátory hodnoty²¹⁵

$$H_b = \frac{X_{t-1} \cdot (1 + g) \cdot r_{ZPx} \cdot (1 - d) - X_{t-1} \cdot g \cdot (k_{WC} + k_{DMn})}{i_k - g}$$

kde H_b = hodnota podniku brutto,
 X = velikost tržeb za zboží a výrobky,
 g = tempo růstu tržeb,
 r_{ZPx} = provozní zisková marže z KVH, po odpisech, před daní,
 d = sazba daně z korigovaného výsledku hospodaření,
 k_{WC} = koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu,
 k_{DMn} = koeficient náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku,
 t = rok.

V tabulce níže jsou uvedeny výše uvedené položky získané z analýzy a prognózy generátorů hodnoty.

Tabulka 63: Ziskové marže, k_{WC} , k_{DMn} pro předběžný výpočet hodnoty

	2023	2024	2025	2026	2027
Zisková marže před odpisy a daní	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,3%
Podíl odpisů na tržbách	1,2%	1,3%	1,3%	1,3%	1,4%
Zisková marže po odpisech před daní	6,8%	6,8%	6,9%	7,0%	6,9%
Zisková marže po dani	5,5%	5,4%	5,5%	5,5%	5,5%
Přírůstek tržeb za roky 2023 až 2027	1 683 064	tis. Kč			
Investice netto za roky 2023 až 2027	449 275	tis. Kč			
Průměrná náročnost růstu tržeb na investice netto do dlouhodobého majetku:				26,7%	
Průměrná náročnost růstu tržeb na investice netto do pracovního kapitálu:				17,1%	

Zdroj: Vlastní zpracování na základě Mařík a kol.²¹⁶

Zjištěné generátory hodnoty budou zaokrouhleny s předpokladem jejich výše do nekonečna. K těmto středním hodnotám bude odhadnuto rozpětí (optimistické a pesimistické), taktéž s nekonečným trváním.

Tabulka 64: Orientační rozpětí hodnoty na základě generátorů hodnoty

Generátor hodnoty	Označení	Varianta (scénář)		
		Pesimistická	Střední	Optimistická
Tempo růstu tržeb	g	3,0%	3,6%	4,2%
Zisková marže po odpisech a po dani	r_{ZPx}	5,0%	5,5%	6,0%
Náročnost růstu tržeb na:				
- růst pracovního kapitálu	k_{WC}	18,0%	17,0%	16,0%
- růst dlouhodobého majetku	k_{DMn}	28,0%	27,0%	26,0%
- investice netto celkem		46,0%	44,0%	42,0%
Kalkulovaná úroková míra (WACC)	i_k	11,0%	10,0%	9,0%

²¹⁵ Mařík, Miloš a kolektiv. *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 173.

²¹⁶ Tamtéž, str. 172-173

Hodnota podniku brutto (mil. Kč)	2 328	3 175	4 619
---	--------------	--------------	--------------

Zdroj: Vlastní zpracování na základě Mařík a kol.²¹⁷

Ze zjištěných hodnot je patrné velmi široké rozpětí hodnoty od 2,33 mld. Kč do 4,62 mld. Kč. Toto ocenění je zpracováno pouze pro předběžnou představu o očekávané hodnotě podniku, lze tedy předpokládat, že výsledná tržní hodnota se bude pohybovat ve výše uvedeném rozpětí, v optimální případě by výsledná hodnota měla oscilovat kolem střední hodnoty ve výši 3,175 mld. Kč.

4.7 Finanční plán

Na základě generátorů hodnoty je vypracován finanční plán, který je zpracován v podobě výkazu zisku a ztrát, rozvahy a přehledu o peněžních tocích (cash flow).

4.7.1 Výkaz zisku a ztrát

Pro sestavení výkazu zisku a ztrát platí následující:

- Podstatná část výsledovky byla sestavena na základě generátoru hodnoty – provozní zisková marže. Informace uvedené níže se týkají pouze položek naplánovaných dodatečně pro sestavení VzaZ, hlavní položky byly již komentovány v generátoru hodnoty provozní zisková marže.
- Změna rezerv není do budoucích období uvažována.
- Nákladové úroky jsou plánovány na základě prognózy ČNB, úrokové sazby 3M PRIBOR jsou plánovány ve výši 7,1 % pro rok 2023, pro rok 2024 na úrovni 4 % a v roce 2025 ve výši 2,6 %. Na další roky je počítáno úrokové sazby na úrovni z roku 2025, tedy ve výši 2,6 %.²¹⁸
- Ostatní finanční výnosy jsou plánovány jako poměr k celkovým tržbám, je zvolen ve výši 0,63 % k tržbám, jedná se o průměr z minulosti.
- Ostatní finanční náklady jsou plánovány jako poměr k celkovým tržbám, je zvolen ve výši 0,61 % k tržbám, jedná se o průměr z minulosti.
- Daň z příjmy právnických osob je do konce roku 2023 ve výši 19 %, od roku 2024 je zvýšena na úroveň 21 %.

²¹⁷ Mařík, Miloš a kolektiv. *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 174

²¹⁸ Informace dostupné na webu ČNB na adrese: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/proгноza/>, zveřejněno 8. 2. 2024.

Tabulka 65: Plán výkazu zisku a ztrát za roky 2023–2027 (v tis. Kč)

a) Hlavní činnost - náklady a výnosy spojené s provozním majetkem						
Položka	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	902 069	976 257	1 025 070	1 091 699	1 150 651	1 192 074
Tržby za prodej zboží	4 037 502	4 447 392	4 669 762	4 973 296	5 241 854	5 430 561
Výkonová spotřeba	4 004 524	4 386 723	4 614 601	4 923 648	5 190 803	5 379 659
<i>z toho Náklady vynaložené na prodané zboží</i>	3 381 051	3 688 081	3 878 180	4 136 327	4 359 689	4 516 637
<i>Spotřeba materiálu a energie</i>	349 569	385 079	407 180	436 680	461 539	480 141
<i>Služby</i>	273 904	313 562	329 240	350 641	369 576	382 880
<i>Změna stavu zásob</i>	1 802	0	0	0	0	0
<i>Aktivace</i>	0	0	0	0	0	0
Osobní náklady	551 548	661 222	676 266	701 531	732 170	760 199
<i>z toho Mzdové náklady</i>	403 222	486 193	497 255	515 831	538 360	558 970
<i>Náklady na sociální zabezpečení</i>	134 611	162 875	166 580	172 804	180 351	187 255
<i>Ostatní náklady</i>	13 715	12 155	12 431	12 896	13 459	13 974
Odpisy a úpravy hodnot	51 945	67 782	73 220	78 718	84 469	90 129
<i>z toho odpisy</i>	67 782	67 782	73 220	78 718	84 469	90 129
<i>úpravy hodnot zásob</i>	-3 351	0	0	0	0	0
<i>úpravy hodnot pohledávek</i>	-12 486	0	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	259 026	264 104	270 682	275 648	278 176	275 291
<i>z toho Tržby z prodaného dlouhodobého majetku</i>	240 997	244 064	250 573	254 730	255 700	251 660
<i>Tržby z prodaného materiál</i>	0	0	0	0	0	0
<i>Jiné provozní výnosy - OČIŠTĚNO</i>	18 029	20 040	20 109	20 919	22 476	23 631
Ostatní provozní náklady	302 793	205 916	213 365	218 136	217 130	208 390
<i>z toho Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku</i>	178 038	192 540	199 319	203 177	201 364	192 056
<i>Prodaný materiál</i>	0	0	0	0	0	0
<i>Daně a poplatky</i>	1 134	2 046	2 149	2 288	2 412	2 499
<i>Rezervy v provozní oblasti</i>	113 302	0	0	0	0	0
<i>Jiné provozní náklady - OČIŠTĚNO</i>	10 319	11 330	11 897	12 670	13 354	13 835
Korigovaný provozní VH před daní	285 985	366 110	388 061	418 612	446 109	459 550
b) Náklady na cizí kapitál						
Položka	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Nákladové úroky	34245	38661	21781	14157	14157	14157
<i>z toho nákladové úroky - ovládaná nebo ovládající osoba</i>	0	0	0	0	0	0
<i>nákladové úroky úvěry</i>	34 245	38 661	21 781	14 157	14 157	14 157
Nákladové úroky	34 245	38 661	21 781	14 157	14 157	14 157
c) Vedlejší činnost - náklady a výnosy spojené s neprovozním majetkem, mimořádné položky						
Položka	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0
Náklady vynaložené na prodané podíly	0	0	0	0	0	0
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0
Náklady související s ostatním dlouhodobým finančním majetkem	0	0	0	0	0	0
Výnosové úroky a podobné výnosy	4 026	424	465	502	548	579
<i>z toho výnosové úroky - ovládaná nebo ovládající osoba</i>	0	0	0	0	0	0
<i>ostatní výnosové úroky</i>	4 026	424	465	502	548	579
Ostatní finanční výnos	42 609	34 169	35 877	38 209	40 273	41 723
Ostatní finanční náklady	32 725	33 084	34 738	36 996	38 994	40 398
VH z neprovozního majetku a mimořádný VH	13 910	1 509	1 604	1 715	1 826	1 904
d) Celkový výsledek hospodaření						
Položka	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Celkový výsledek hospodaření před daní	265 650	328 958	367 885	406 169	433 777	447 297
Daň	50 313	62 502	77 256	85 296	91 093	93 932
Výsledek hospodaření za účetní období po dani	215 337	266 456	290 629	320 874	342 684	353 364

Zdroj: Vlastní zpracování.

4.7.2 Rozvaha

Pro sestavení rozvahy platí následující:

- Podstatná část rozvahy byla sestavena na základě generátorů hodnoty – pracovní kapitál a investice do dlouhodobého majetku. Informace uvedené níže se týkají pouze položek naplánovaných dodatečně pro sestavení rozvahy, hlavní položky byly již komentovány v generátorech hodnoty.
- Odložená daňová pohledávka byla ponechána ve výši z roku 2022.
- Časová rozlišení aktivní i pasivní byla ponechána ve výši z roku 2022.
- Základní kapitál, ážio či oceňovací rozdíl byl taktéž ponechán na hodnotách z roku 2022.
- Rezervy byly ponechány na úrovni z roku 2022, viz taktéž VZaZ.
- Dlouhodobé a krátkodobé bankovní úvěry jsou také ponechány ve stavu z roku 2022, tedy jejich výše je udržována v konstantní výši po celé plánované období.

Tabulka 66: Plán rozvahy za roky 2023–2027 (v tis. Kč)

Položka	2022	2023	2024	2025	2026	2027
AKTIVA CELKEM (ř. 02 + 03 + 37 + 78)	2 640 977	2 906 237	3 182 289	3 485 908	3 780 280	4 049 552
Stálá aktiva (ř. 04 + 14 + 27)	810 912	944 986	1 013 961	1 158 664	1 230 628	1 350 783
Dlouhodobý nehmotný majetek (ř. 05 + 06 + 09 až 11)	653	13	0	0	0	0
Ocenitelná práva (ř. 07 + 08)	653	13	0	0	0	0
Software	374	13	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek (ř. 15 + 18 až 20 +24)	810 159	944 873	1 013 861	1 158 564	1 230 528	1 350 683
Pozemky a stavby (ř. 16 + 17)	562 838	675 924	786 191	893 639	998 269	1 100 081
Pozemky	90 839	108 958	127 077	145 197	163 316	181 435
Stavby	471 999	566 966	659 113	748 443	834 954	918 646
Hmotné movité věci a jejich soubory	194 099	202 853	175 698	195 099	177 919	197 380
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek (ř. 25 + 26)	53 222	66 096	51 972	69 826	54 340	53 222
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	53 222	66 096	51 972	69 826	54 340	53 222
Dlouhodobý finanční majetek (ř. 28 až 34)	100	100	100	100	100	100
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly - NEPOTŘEBNÉ	100	100	100	100	100	100
Oběžná aktiva (ř. 38 + 46 + 72 + 75)	1 825 818	1 957 004	2 164 082	2 322 997	2 545 405	2 694 522
Zásoby (ř.39 + 40 + 41 + 44 + 45)	1 011 370	1 119 518	1 206 698	1 318 366	1 424 585	1 475 870
Materiál	238	311	327	348	367	380
Nedokončená výroba a polotovary	1 764	3 421	3 592	3 825	4 032	4 177
Výrobky a zboží (ř.42 + 43)	985 190	1 099 589	1 185 773	1 296 081	1 401 097	1 451 537
Zboží	985 190	1 099 589	1 185 773	1 296 081	1 401 097	1 451 537
Poskytnuté zálohy na zásoby	24 178	16 196	17 006	18 111	19 089	19 777
Pohledávky (ř. 47 + 57 + 68)	470 485	493 215	494 341	506 324	513 216	529 735
Dlouhodobé pohledávky (ř. 48 až 52)	64 718	59 323	54 357	54 357	54 357	54 357
Odložená daňová pohledávka	54 323	54 323	54 323	54 323	54 323	54 323
Pohledávky - ostatní (ř. 53 až 56)	10 395	5 000	34	34	34	34

Položka	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Jiné pohledávky	10 000	5 000	34	34	34	34
Krátkodobé pohledávky (ř. 58 až 61)	405 767	433 892	439 984	451 967	458 859	475 378
Pohledávky z obchodních vztahů	389 362	416 061	421 262	432 027	437 843	453 605
Pohledávky - ostatní (ř. 62 až 67)	16 405	17 831	18 723	19 940	21 016	21 773
Stát - daňové pohledávky	323	17 831	18 723	19 940	21 016	21 773
Peněžní prostředky (ř. 76 +77)	343 963	344 271	463 043	498 307	607 604	688 917
Peněžní prostředky potřebné	146 282	160 444	173 053	188 855	199 753	207 670
Peněžní prostředky nepotřebné	197 681	183 827	289 989	309 452	407 850	481 246
Časové rozlišení aktiv (ř. 79 až 81)	4 247	4 247	4 247	4 247	4 247	4 247
Náklady příštích období	4 145	4 145	4 145	4 145	4 145	4 145
Příjmy příštích období	102	102	102	102	102	102
PASIVA CELKEM (ř. 83 + 104 + 147)	2 640 977	2 906 237	3 182 289	3 485 908	3 780 280	4 049 552
Vlastní kapitál (ř. 84 + 88 + 96 + 99 + 102 - 103)	1 074 107	1 273 949	1 491 921	1 716 533	1 956 412	2 186 099
Základní kapitál (ř. 85 až 87)	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000
Základní kapitál	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000
Ážio a kapitálové fondy (ř. 89 + 90)	-34 719	-34 719	-34 719	-34 719	-34 719	-34 719
Ážio	328	328	328	328	328	328
Kapitálové fondy (ř. 91 až 95)	-35 047	-35 047	-35 047	-35 047	-35 047	-35 047
Rozdíly z přeměn obchodních korporací (+/-)	-29 747	-29 747	-29 747	-29 747	-29 747	-29 747
Rozdíly z ocenění při přeměnách obchodních korporací (+/-)	-5 300	-5 300	-5 300	-5 300	-5 300	-5 300
Fondy ze zisku (ř. 97 + 98)	4 439	4 439	4 439	4 439	4 439	4 439
Ostatní rezervní fondy	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000
Statutární a ostatní fondy	439	439	439	439	439	439
Výsledek hospodaření minulých let (+/-) (ř. 100 + 101)	873 192	1 017 773	1 211 572	1 405 939	1 624 008	1 843 015
Nerozdělený zisk minulých let nebo neuhrazená ztráta minulých let (+/-)	873 192	1 017 773	1 211 572	1 405 939	1 624 008	1 843 015
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-) / VZZ ř. 55	211 195	266 456	290 629	320 874	342 684	353 364
Cizí zdroje (ř. 105 + 110)	1 554 046	1 619 464	1 677 544	1 756 551	1 811 044	1 850 629
Rezervy (ř. 106 až 109)	267 762	267 762	267 762	267 762	267 762	267 762
Ostatní rezervy	267 762	267 762	267 762	267 762	267 762	267 762
Závazky (ř. 111 + 126 + 144)	1 286 284	1 351 702	1 409 782	1 488 789	1 543 282	1 582 867
Dlouhodobé závazky (ř. 112 + 115 až 122)	152 781	147 386	142 420	142 420	142 420	142 420
Závazky k úvěrovým institucím	142 420	142 420	142 420	142 420	142 420	142 420
Závazky - ostatní (ř. 123 až 125)	10 361	4 966	0	0	0	0
Jiné závazky	10 361	4 966	0	0	0	0
Krátkodobé závazky (ř. 127 + 130 až 136)	1 133 503	1 204 316	1 267 362	1 346 369	1 400 862	1 440 447
Závazky k úvěrovým institucím	402 095	402 095	402 095	402 095	402 095	402 095
Krátkodobé přijaté zálohy	7 242	11 187	11 747	12 510	13 186	13 661
Závazky z obchodních vztahů	519 215	520 076	561 682	614 808	648 007	671 336
Závazky - ostatní (ř. 137 až 143)	204 951	270 957	291 838	316 956	337 574	353 356
Závazky ke společníkům	45 390	53 494	59 289	66 466	73 558	79 835
Závazky k zaměstnancům	22 458	26 004	28 084	30 740	32 400	33 567
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	12 315	13 819	14 822	16 118	16 988	17 600
Stát - daňové závazky a dotace	76 386	89 156	96 734	104 683	110 336	114 309
Dohadné účty pasivní	5 074	3 784	3 973	4 231	4 459	4 620
Jiné závazky	43 328	84 701	88 936	94 717	99 832	103 426
Časové rozlišení pasiv (ř. 148 + 149)	12 824	12 824	12 824	12 824	12 824	12 824
Výdaje příštích období	12 674	12 674	12 674	12 674	12 674	12 674
Výnosy příštích období	150	150	150	150	150	150

Zdroj: Vlastní zpracování

4.7.3 Přehled o peněžních tocích

Pro přehledu o peněžních tocích platí následující:

- Podstatná část přehledu o peněžních tocích vyplynula z naplánování jednotlivých složek výnosů, nákladů, majetku či závazků v generátorech hodnoty viz předcházející kapitola.
- Ve všech sledovaných letech je očekávána výplata dividend. Konkrétně v letech 2023/2024 se předpokládá výplata dividend ve výši 25 % čistého zisku, za roky 2025/2026 ve výši 30 % a v posledním roce 35 %.

V tabulce níže je uveden přehled o peněžních tocích za roky 2023-2027.

Tabulka 67: Plán přehledu peněžních toků za roky 2023–2027 (v tis. Kč)

Položka	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<i>Stav peněžních prostředků na počátku období</i>	356 787	343 963	344 271	463 043	498 307	607 604
PENĚŽNÍ TOK Z HLAVNÍ VÝDĚLEČNÉ ČINNOSTI						
Účetní zisk nebo ztráta před zdaněním	261 508	328 958	367 885	406 169	433 777	447 297
Úpravy o nepeněžní operace	132 508	54 494	43 282	40 821	43 743	44 103
Odpisy stálých aktiv a umořování opravné položky k nabytému majetku	67 782	67 782	73 220	78 718	84 469	90 129
Změna stavu opravných položek, rezerv	97 466	0	0	0	0	0
Zisk z prodeje stálých aktiv	-62 959	-51 525	-51 253	-51 552	-54 336	-59 604
Výnosy z podílů na zisku	0	0	0	0	0	0
Vyúčtované nákladové úroky s výjimkou úroků zahrnovaných do ocenění dlouhodobého majetku a vyúčtované výnosové úroky	30 219	38 236	21 315	13 656	13 610	13 578
Případné úpravy o ostatní nepeněžní operace	0					
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a změnami pracovního kapitálu	394 016	383 452	411 167	446 990	477 520	491 400
Změny stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu	-148 922	-65 460	-30 226	-44 644	-58 618	-28 220
Změna stavu pohledávek z provozní činnosti, přechodných účtů aktiv	-58 755	-28 125	-6 092	-11 983	-6 892	-16 519
Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti, přechodných účtů pasiv	204 218	70 813	63 046	79 007	54 494	39 584
Změna stavu zásob	-294 385	-108 148	-87 180	-111 668	-106 219	-51 285
Změna stavu krátkodobého finančního majetku nespádajícího do peněžních prostř. a ekvivalentů	0	0	0	0	0	0
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním	245 094	317 992	380 940	402 346	418 902	463 180
Vyplacené úroky s výjimkou úroků zahrnovaných do ocenění dlouhodobého majetku	-34 181	-38 661	-21 781	-14 157	-14 157	-14 157
Přijaté úroky	207	424	465	502	548	579
Zaplacená daň z příjmů a doměrky daně za minulé období	-63 409	-62 502	-77 256	-85 296	-91 093	-93 932
Přijaté podíly na zisku	0	0	0	0	0	0
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	147 711	217 254	282 369	303 395	314 199	355 670
PENĚŽNÍ TOK Z INVESTIČNÍ ČINNOSTI						
Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-348 506	-394 396	-341 513	-426 599	-357 797	-402 340
Příjmy z prodeje stálých aktiv	240 997	244 064	250 573	254 730	255 700	251 660
Zápůjčky a úvěry spřízněným osobám	0	0	0	0	0	0
Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-107 509	-150 331	-90 941	-171 869	-102 097	-150 680
PENĚŽNÍ TOK Z FINANČNÍ ČINNOSTI						
Dopady změn dlouhodobých, resp. krátkodobých závazků	-9 644	0	0	0	0	0
<i>z toho dlouhodobé úvěry</i>		0	0	0	0	0

Položka	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<i>krátkodobé úvěry</i>		0	0	0	0	0
Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky a ekvivalenty	-43 382	-66 614	-72 657	-96 262	-102 805	-123 677
Zvýšení peněžních prostředků z důvodů zvýšení základního kapitálu, ážia a fondů ze zisku.	0	0	0	0	0	0
Vyplacení podílů na vlastním jmění společníkům	0	0	0	0	0	0
Další vklady peněžních prostředků společníků a akcionářů	0	0	0	0	0	0
Úhrada ztráty společníky	0	0	0	0	0	0
Přímé platby na vrub fondů	-416	0	0	0	0	0
Vyplacené podíly na zisku včetně zaplacené daně	-42 966	-66 614	-72 657	-96 262	-102 805	-123 677
Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	-53 026	-66 614	-72 657	-96 262	-102 805	-123 677
Čisté zvýšení resp. snížení peněžních prostředků	-12 824	308	118 771	35 264	109 297	81 313
<i>Stav peněžních prostředků a pen. ekvivalentů na konci účetního období</i>	343 963	344 271	463 043	498 307	607 604	688 917

Zdroj: Vlastní zpracování

4.7.4 Finanční analýza plánu

V tabulce níže jsou uvedeny poměrové ukazatele oceňované společnosti vycházející z prognózovaného finančního plánu na období 2023-2027. Komentář k vývoje jednotlivých ukazatelů je uveden pod tabulkou. Všechny typy ukazatelů jsou počítány stejně jako ve finanční analýze.

Tabulka 68: Finanční analýza plánu společnosti STROM PRAHA a.s. 2022–2027

Ukazatel	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Likvidita						
Okamžitá likvidita (L1) - Cash Ratio - (0,2-1,1)	0,17	0,15	0,23	0,23	0,29	0,33
Pohotová likvidita (L2) - Acid test - (1-1,5)	0,66	0,65	0,71	0,71	0,76	0,81
Běžná likvidita (L3) - Current ratio - (1,5-2,5)	1,61	1,62	1,71	1,73	1,82	1,87
Zadluženost						
Podíl vlastního kapitálu na celkovém - Equity ratio	40,7%	43,8%	46,9%	49,2%	51,8%	54,0%
Úrokové krytí - Interest coverage (více jak 3, lépe nad 8)	8,8	9,5	17,9	29,7	31,6	32,6
Průměrná doba splácení dluhů - (Debt Repayment Period)	8,7	6,2	5,0	4,9	4,9	4,5
Rentabilita účetní (rentability kapitálu jsou počítány ze stavu kapitálu ke konci roku)						
Rentabilita celkového vloženého kapitálu - ROA	11,4%	12,6%	12,2%	12,1%	11,8%	11,4%
Rentabilita celkového investovaného kapitálu - ROCE	18,5%	20,2%	19,1%	18,6%	17,9%	16,9%
Rentabilita vlastního kapitálu po dani - ROE	20,0%	20,9%	19,5%	18,7%	17,5%	16,2%
Rentabilita tržeb po dani/ Zisková marže - ROS	4,4%	4,9%	5,1%	5,3%	5,4%	5,3%
Rentabilita tržeb z provozního zisku - RETS	5,8%	6,8%	6,8%	6,9%	7,0%	6,9%
Rentabilita tržeb z provozního cash flow	3,0%	4,0%	5,0%	5,0%	4,9%	5,4%
Aktivita						
Doba obratu zásob (dny)	109,2	110,8	113,6	116,3	119,3	119,3
Doba obratu pohledávek (dny)	30,0	29,2	28,2	27,2	26,2	26,2
Doba obratu obchodních závazků (dny)	47,3	43,3	44,4	45,6	45,6	45,5

Zdroj: Vlastní zpracování

- Ukazatele likvidity mírně rostou vlivem peněžních prostředků a svými výšemi se dostanou na úroveň trhu, viz komentář v bodě 4.4.2.1. Ukazatele likvidity.

- Zadluženost, tyto ukazatele se taktéž vyvíjeny pozitivně, podíl vlastního kapitálu roste a dostává se svojí výší na tržní průměr. Úrokové krytí vysoce roste vlivem předpokladu snižování úrokových měr a naopak růstu EBIT.
- Rentability ve většině mírně rostou či stagnují, jedinou výjimkou je ROCE, která v čase klesá, ale stále je svými výšemi nad průměrem minulých období.
- Aktivita je měřena dobou obratu zásob, pohledávek a obchodních závazků. Výše ukazatelů je na obdobných hodnotách jako v minulosti, v generátorech hodnoty je k jejich předpokládanému vývoji uveden komentář.

Na základě analýzy finančního plánu lze konstatovat, že finanční situace podniku je i do budoucích období prognózována na velmi dobrých hodnotách bez ohrožení činnosti či nekonečného trvání. Tedy pokud budoucí vývoj nebude výrazně odlišný od predikcí.

4.8 Volba metody ocenění

Pro ocenění společnosti STROM PRAHA a.s. budou použity následující metody:

- Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF entity).
- Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen.

Výsledkem tohoto ocenění je hodnota podniku (obchodního závodu) na úrovni jmění. V textu níže bude uvedeno, z jakých důvodů byly jednotlivé metody použity.

1. Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

Pro podnik, u něhož je možné sestavit zdůvodněný finanční plán, je výnosové ocenění považováno za základní přístup. Za hlavní metodu výnosového oceňování pak často bývá považována metoda DCF. Nejvíce je používána v anglosaských zemích (zejm. USA a Velká Británie), ale je možné říci, že pevně zakořenila i v zemích kontinentální Evropy. Její specifikum je v tom, že se při výpočtu hodnoty obchodního závodu vychází z reálných peněžních toků (a nikoliv výsledků hospodaření). S ohledem na dlouhou historii podnikání, předpokladu „going concern“ společnosti STROM PRAHA a.s. je metoda diskontovaných peněžních toků ve variantě entity vhodnou výnosovou metodou. Tato metoda bude porovnána zejména s předcházející metodou KČV a následnou metodou tržního porovnání. Ocenění jmění společnosti STROM PRAHA a.s. metodou DCF (entity) je provedeno v bodě č. 4.10.1 této diplomové práce.

2. Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen

Jako poslední bylo provedeno ocenění společnosti STROM PRAHA a.s. metodou účetní hodnoty na principu historických cen. Vychází z historických pořizovacích cen majetku upravených dle účetních principů na zůstatkové ceny a z nominální hodnoty závazků evidovaných k datu ocenění v účetnictví. Ocenění touto metodou slouží zejména jako základní informace pro oceňovatele a taktéž pro porovnání s dalšími použitými metodami. Ocenění jmění společnosti STROM PRAHA a.s. metodou účetní hodnoty je provedeno v bodě č. 4.10.2 této diplomové práce.

Pro vlastní určení tržní hodnoty bude v tomto případě použit následující postup:

- Nejprve budou vyčísleny hodnoty všech výše uvedených metod.
- Dále bude posouzena vhodnost jednotlivých metod vzhledem k charakteru činnosti, ziskovosti, struktuře aktiv apod.
- Následně dojde k odůvodnění a určení výsledné metody, respektive určení hodnoty jmění společnosti STROM PRAHA a.s.

4.9 Předpoklady tohoto ocenění

Toto ocenění je založeno na následujících předpokladech, které byly odhadcem zjištěny během procesu ocenění.

- Oceněný podnik bude mít kapacitu dosáhnout alespoň dosavadních zisků, což je předpoklad pro použitou paušální metodu kapitalizovaných čistých zisků (KČV) či metodu srovnatelných podniků (násobitele).
- V této diplomové práci je zpracován odůvodněný finanční plán, který je základem pro metodu diskontovaných peněžních toků (DCF). Pro platnost metody DCF je předpokládáno dodržení či jen minimální odklonění od zjištěného plánu.
- Toto ocenění v bodě 4.2.5 uvádí, že hodnocená firma není součástí žádných významných soudních sporů, což znamená, že její provoz není vystaven riziku právních sporů.
- Stav daňové sazby pro právnické osoby v České republice, která je stanovena v roce 2022 na 19 %, se v roce 2024 zvýší na 21 %.

- Dlouhodobý hmotný majetek hodnocené firmy je v dobrém technickém stavu a neočekává se, že by došlo k významnému snížení hodnoty nad rámec odpisů z minulých let.
- Obchodní a finanční vztahy mezi hodnocenou firmou a s ní spojenými subjekty jsou v souladu s principem tržního odstupu, což znamená, že tyto vztahy jsou srovnatelné s dohodami mezi nezávislými subjekty.
- Hodnocená firma má v rámci svého provozu a odpovědnosti vedoucích pracovníků uzavřené pojišťovací smlouvy, které jsou v souladu s obvyklými obchodními zvyklostmi, a z tohoto důvodu neexistuje zvýšené riziko ve srovnání s konkurencí.

4.10 Ocenění

Jak bylo uvedeno v kapitole č. 4.8 Volba metody ocenění, pro ocenění společnosti STROM PRAHA a.s. budou použity následující metody:

- Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF entity).
- Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen.

4.10.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF entity).

Výnosová metody diskontovaných peněžních toků ve variantě entity – jedná se o peněžní toky pro vlastníky i věřitele, Diskontováním peněžních toků ve dvou krocích nejprve zjistíme hodnotu brutto, následně od této hodnoty odečte cizí kapitál ke dni ocenění, výsledkem je hodnota netto, nejvíce používaná varianta.

4.10.1.1 Diskontní míra

Primární funkcí diskontní sazby je konverze budoucích příjmů na současnou hodnotu, reprezentace anticipovaného výnosu investice v časovém horizontu a také adekvátní zahrnutí rizikovitosti spojené s investováním do podílů daného podniku.²¹⁹

Výpočet diskontní míry se liší podle výběru varianty metody DCF, pro variantu entity se diskontní míra = průměrné vážené náklady kapitálu (WACC). Základním principem je,

²¹⁹ **Kislingerová, Eva.** *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha : C. H. Beck, 2001. str. 174.

že vážený průměrný náklad kapitálu (WACC) musí odrážet nejen předpokládanou návratnost pro investory (akcionáře a věřitele), ale také úroveň rizika, vzorec je dle Kislingerové následující:²²⁰

Vzorec 27: Výpočet WACC

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

kde r_d = náklady na cizí kapitál,
 t = sazba daně,
 D/C = tržní hodnota cizího kapitálu,
 C = tržní hodnota investovaného kapitálu,
 r_E = náklady na vlastní kapitál,
 E/C = tržní hodnota vlastního kapitálu,
 E = tržní hodnota vlastního kapitálu.

Náklady na cizí kapitál byly zmíněny ve finančním plánu, kde bylo uvedeno: nákladové úroky jsou plánovány na základě prognózy ČNB, úrokové sazby 3M PRIBOR jsou plánovány ve výši 7,1 % pro rok 2023, pro rok 2024 na úrovni 4 % a v roce 2025 ve výši 2,6 %. Na další roky je počítáno úrokové sazby na úrovni z roku 2025, tedy ve výši 2,6 %.²²¹ Pro diskontní míru je však zvolena hladina úroků či nákladů na cizí kapitál na stabilní úrovni 4 %, tato výše odpovídá cca průměrné hodnotě předpokládaných úrokových měř na následujících 5 let. Taktéž je tato míra uvažována pro případné další výkyvy v úrokových mírách místo predikovaných úrokových měř.

Sazba daně z příjmu je použita budoucí ve výši 21 %, platnost od roku 2024.

Náklady vlastního kapitálu jsou vypočítány dle metodiky uvedené v teoretické části, kapitola č. 3.4.1.1 Diskontní míra. Výpočet nákladů vlastního kapitálu je uveden v následující tabulce:

Tabulka 69: Výpočet nákladů vlastního kapitálu CAPM

Položky	31.12.2022
Aktuální výnosnost 20letých vládních dluhopisů USA)	4,14%
Aktuální výnosnost 10letých vládních dluhopisů USA)	3,88%
Beta nezadlužené pro Farming/Agriculture (Evropa)	0,59

²²⁰ Kislingerová, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha : C. H. Beck, 2001. str. 176.

²²¹ Informace dostupné na webu ČNB na adrese: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/prognoza/>, zveřejněno 8. 2. 2024.

Položky	31.12.2022
Riziková prémie kap. trhu USA (geom. průměr 1928-2022)	5,07%
Rating České republiky dle Moody's	Aa3

Riziko selhání země (prémie USA dluhopisů Aa3 oproti AAA)	0,73%
Odhad poměru rizikové prémie u akcií oproti dluhopisům	5,42
Riziková prémie země	3,96%
Riziková prémie země opravená o rozdíl v inflaci (-0%)	3,96%

Poměr cizího a vlastního kapitálu u oceňovaného podniku	20,0%
Daňová sazba (budoucí od roku 2024)	21%

Beta zadlužené	0,683
-----------------------	--------------

Bezriziková výnosnost USA - rf	4,14%
Beta upravená na podmínky podniku - β	0,683
Riziková prémie trhu USA - RPT	4,81%
Riziková prémie země - RPZ	3,957%
Riziková přírážka pro malé společnosti - R1	0,0%
Riziková přírážka pro společnost s nejasnou budoucností - R2	0,0%
Riziková přírážka za menší obchodovatelnost vlastnických podílů - R3	0,0%
Náklady vlastního kapitálu - nVK	11,383%

Zdroj: Vlastní zpracování

Stanovené náklady vlastního kapitálu činí k datu ocenění po zaokrouhlení 11,4 %.

V tabulce níže jsou uvedeny údaje o tržních hodnotách složek kapitálu s následným stanovením průměrných vážených nákladů WACC. Složky kapitálu a tedy tržní hodnoty jsou vyladěny iteracemi.

Tabulka 70: Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu

a) Váhy položek kapitálu (z tržních hodnot)			
Položka kapitálu	tis. Kč	Podíl	
Vlastní kapitál	2 775 500	83,6%	
Dluhopisy	0	0,0%	
Bankovní úvěry dlouhodobé	142 420	4,3%	
Bankovní úvěry krátkodobé	402 095	12,1%	
Cizí kapitál celkem	544 515	16,4%	
Celkový zpoplatněný kapitál	3 320 015	100,0%	
Odhad pomocí modelu CAPM a rizikové prémie země			11,4%
d) Průměrné vážené náklady kapitálu			
	2023	Váha	Náklad
Vlastní kapitál		83,6%	11,4%
Cizí kapitál po dani		16,4%	3,2%
Průměrné vážené náklady kapitálu		WACC	10,0%

Zdroj: Vlastní zpracování

4.10.1.2 Výpočet FCFE

FCFE neboli free cash flow to firm je základem pro výpočet 1. fáze, tento peněžní tok vychází korigovaného výsledku hospodaření, který byl prognózován v generátorech

hodnoty, od jeho hodnoty jsou odečty provozní upravená daň. Následně jsou přičteny prognózované odpisy a odečty investice do provozní dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu.

Tabulka 71: Výpočet FCFF za období 2023-2027 (v tis. Kč)

	2023	2024	2025	2026	2027
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	366 110	388 061	418 612	446 109	459 550
Upravená daň	69 561	81 493	87 908	93 683	96 506
Korigovaný provozní VH po dani	296 549	306 569	330 703	352 426	363 045
Odpisy	67 782	73 220	78 718	84 469	90 129
Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv)	0	0	0	0	0
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	-201 856	-142 194	-223 422	-156 433	-210 284
Investice do provozně nutného prac. kapitálu	-79 622	-42 836	-60 445	-69 517	-36 136
FCFF	82 853	194 758	125 554	210 945	206 753

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních podkladů oceňované společnosti

4.10.1.3 Výsledné stanovení hodnoty metodou DCF entity

Tabulka 72: Výpočet FCFF za období 2023-2027 (v tis. Kč)

	2023	2024	2025	2026	2027
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	366 110	388 061	418 612	446 109	459 550
Upravená daň	69 561	81 493	87 908	93 683	96 506
Korigovaný provozní VH po dani	296 549	306 569	330 703	352 426	363 045
Odpisy	67 782	73 220	78 718	84 469	90 129
Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv)	0	0	0	0	0
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	-201 856	-142 194	-223 422	-156 433	-210 284
Investice do provozně nutného prac. kapitálu	-79 622	-42 836	-60 445	-69 517	-36 136
FCFF	82 853	194 758	125 554	210 945	206 753
Odúročitel pro diskontní míru:	10,0%	0,9091	0,8264	0,7513	0,6830
Diskontované FCFF k 31. 12. 2022	75 320	160 957	94 331	144 078	128 377
Pokračující hodnota					
Tempo růstu	3,6%				
Rentabilita investic netto	15,7%				
Míra investic netto do DM a PK	22,9%				
Investice netto 2028	83 030	tis. Kč			
FCFF 2028	280 015	tis. Kč			
Parametrický vzorec	4 375	232	tis. Kč		
Gordonův vzorec	4 375	232	tis. Kč		
Výnosové ocenění k 31. 12. 2022 či k 1.1.2023					
Současná hodnota 1. fáze	603 064	tis. Kč			
Současná hodnota pokračující hodnoty	2 716	675	tis. Kč		
Provozní hodnota brutto	3 319	739	tis. Kč		

Úročený cizí kapitál k datu ocenění	544 515	tis. Kč
Provozní hodnota netto	2 775 224	tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	197 781	tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF	2 973 006	tis. Kč
Kontrolní propočty tržní struktury pro odhad nákladů kapitálu		
Výsledný podíl CK/VK	19,6%	
Výsledný podíl VK/K	83,598%	
Provozní hodnota VK na 1 akcii (Kč)	1 387 612	
Výsledná hodnota VK na 1 akcii (Kč)	1 486 503	
Tržní hodnota / účetní hodnota vlastního kapitálu	2,77	

Zdroj: Vlastní zpracování

Tržní hodnota vlastního kapitálu společnosti STROM PRAHA a.s. stanovená výnosovou metodou DCF entity činí k datu ocenění 31. 12. 2022 částku

2 973 006 000,- Kč

slovy: dvě miliardy devět set sedmdesát tři milionů šest tisíc korun českých

4.10.2 Účetní hodnota na principu historických cen

Poslední metoda představuje hodnocení podniku na základě analýzy majetku založené na historických účetních cenách. Tato metoda se primárně uplatňuje jako doplněk k hlavním oceňovacím metodám. Základem jsou historické pořizovací ceny aktiva, modifikované podle účetních zásad na zůstatkové ceny a taktéž z nominální hodnoty závazků evidovaných k datu ocenění v účetnictví. Hlavní předností metody účetní hodnoty je její průkaznost a srozumitelnost pro uživatele jejího výsledku. Mezi nejvýraznější nevýhody se řadí její nižší informativní hodnota kvůli odchylce účetních zásad od reality. Typickými příklady tohoto odchýlení jsou:

- standardizované účetní odpisy aktiv,
- rozdíl mezi účetní netto hodnotou a tržní hodnotou zejména dlouhodobého majetku (především nemovité věci) a
- aktiva a závazky, jež nejsou uvedeny v účetních výkazech (například know-how, leasing).²²²

²²² **Mařík, Miloš a kolektiv. METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.** 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 368-369.

Ocenění jmění je odvozeno z ocenění podle účetních pravidel, která tvoří základ pro sestavení bilance (rozvahy), která je poté chápána jako souhrnné ocenění jmění obchodního závodu. Hodnota netto je pak vnímána jako účetní hodnota vlastního kapitálu. V rámci kalkulace netto hodnoty se z účetní hodnoty aktiv odečte účetní hodnota závazků, tj. suma cizích zdrojů a časového rozlišení.

Účetní hodnota jmění společnosti STROM PRAHA a.s. byla určena následovně:

Tabulka 73: Výpočet účetní hodnoty jmění k 31. 12. 2022

Aktiva a pasiva	Hodnota v tis. Kč
Účetní hodnota aktiv netto	2 640 977
Účetní hodnota závazků	1 566 870
Výsledná účetní hodnota jmění (vlastního kapitálu)	1 074 107

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních podkladů STROM PRAHA a.s.

Hodnota jmění společnosti STROM PRAHA a.s. byla stanovena metodou účetní hodnoty na principu historických cen k 31. 12. 2022 na úrovni

1 074 107 000,- Kč

slovy: jedna miliarda sedmdesát čtyři milionů jedno sto sedm tisíc korun českých

5 Zjištěné závěry a vyhodnocení

Pro stanovení hodnoty podniku STROM PRAHA a.s. byly použity dvě metody. Jednalo se zejména o metodu diskontovaných peněžních toků DCF entity a doplňkově o účetní hodnotu vlastního kapitálu.

Pro použití výše uvedených metod bylo nutné hluboké pochopení základních aspektů fungování podniku, což bylo dosaženo prostřednictvím strategické a finanční analýzy.

Strategická analýza měla za úkol zjistit pozici podniku na relevantním trhu s jasným cílem, potvrdit premisu pokračujícího podniku – going concern. Tento předpoklad byl potvrzen z výsledků analýzy relevantního trhu a taktéž analýzy konkurenční síly. Z analýzy relevantního trhu vyplynul jeho růst za období 2023-2027 na úrovni 5,39 %. Pro dlouhodobou prognózu relevantního trhu (po roce 2027) je předpokládán růst ve výši 3,6 %.

Z výsledků finanční analýzy vyplynul růst tržeb i zisků. Ukazatele likvidity a zadluženosti jsou obdobné jako na trhu. Rentabilita podniku je při porovnání s trhem na vyšších a pozitivnějších hodnotách. Z ukazatelů aktivity vyplývá mírná výhoda na straně oceňovaného podniku. Použité bankrotní modely potvrzují dobrou finanční situaci bez ohrožení bankrotu. Finanční situace společnosti je velmi dobrá, jednotlivé ukazatele jsou při porovnání s relevantním trhem cca z jedné poloviny na jeho úrovni a z druhé poloviny nad průměrem/mediánem trhu.

Přehled hodnot zjištěných použitými metodami je uveden v tabulce níže.

Tabulka 74: Přehled zjištěných hodnot STROM PRAHA a.s. k 31. 12. 2022

Typ metody	Druh metody	Hodnota	měna
Metoda DCF	Výnosová	2 973 006	tis. Kč
Účetní hodnota	Majetková	1 074 107	tis. Kč

Zdroj: Vlastní zpracování

Každá z výše uvedených metod vedla k jinému výsledku.

Výsledná hodnota může být, je-li k dispozici několik odlišných hodnot zjištěných různými metodami, stanovena na úrovni:

- Průměru hodnot zjištěných ať již na základě všech či pouze některých z použitých metod – byť by se jednalo o průměr vážený, odborná literatura tento postup jednoznačně nedoporučuje.

- Konkrétní hodnoty zjištěné pouze jednou z použitých metod – každá z aplikovaných metod by měla být přiřazena určitou roli v kontextu konečného hodnocení, a to po důkladném posouzení charakteristiky jednotlivých metod, analýzy situace hodnoceného podnikového subjektu, evaluace množství a kvality vstupujících dat atd. Výsledky ostatních metod by pak měly poskytnout jakýsi rámec pro hodnotu, která je vybrána jako primární.

Doporučení uváděná v odborné literatuře (např. Mařík a kol.²²³) týkající se použitých metod ocenění jsou následující:

- Metoda DCF (Diskontované peněžní toky) entity je uznáván odbornými texty a širokou veřejností jako nejvhodnější pro prosperující podniky, zejména vzhledem k tomu, že tento přístup zahrnuje výpočet růstového potenciálu založeného na zdůvodněném finančním plánu, který byl stanoven na základě předchozích analýz. Tato metoda je pro výsledné zhodnocení jako vhodná.
- Ocenění účetní metodou vychází z historických cen a má tedy jen pomocný význam. Tento postup je aplikován jako sekundární k hlavním hodnotícím strategiím. Příčinou využití účetní techniky pouze jako pomocného nástroje je především její omezená schopnost poskytnout relevantní informace. Tento postup tedy není adekvátní, metoda je pro výsledné zhodnocení stanovena jako nevhodná.

Z výše uvedených informací je patrné, že jako vhodná byla zvolena výnosová metoda DCF v modelu entity, která je ve výši 2 973 006 tis. Kč zaokrouhlena na 2,973 mld. Kč.

Hodnota podniku brutto (pro akcionáře a věřitele) činí 3 517 515 tis. Kč, hodnota netto (pro akcionáře) je ve výši 2 973 000 tis. Kč. Při porovnání výsledné hodnoty netto s hodnotou účetní hodnoty je hodnota metodou DCF cca 2,8 krát vyšší. Pro případného investora se jedná o pozitivní informace.

Na základě předložených údajů lze konstatovat, že cíle diplomové práce byly splněny.

²²³ **Mařík, Miloš a kolektiv.** *METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy.* 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha : Ekopress, s.r.o., 2018, str. 470 a dále.

6 Závěr

Cílem této diplomové práce bylo stanovit tržní hodnotu společnosti STROM PRAHA a.s. k 31. 12. 2022. Pro ocenění byly použity dvě metody uvedené v předcházející kapitole. Jako výsledná metoda byla použita výnosová metoda diskontovaných peněžních toků (DCF) v modelu entity. Ocenění bylo provedeno na základě veřejně dostupných dat.

Diplomová práce byla rozdělena na teoretickou a praktickou část. Teoretická část nejprve popsala různé účely ocenění, související legislativu či báze hodnoty. Dále byl uveden postup při ocenění a popsány použité oceňovací metody. Teoretická část byla základním podkladem pro následující praktickou část.

V praktické části je nejprve oceňovaný podnik popsán vlastnický, činností či popisem jmění. Následovaly nejrozsáhlejší pasáže praktické části, strategická a finanční analýza, ve kterých byla analyzována data podniku, trhu a jejich souvislosti. Majetek byl po provedení těchto analýz rozdělen na provozně nutný a nepotřebný.

V dalším kroku byly analyzovány a následně prognózovány generátory hodnoty, na základě kterých byl sestaven odůvodněný finanční plán, který byl základem pro použitou metodu DCF.

Posledním bodem praktické části bylo ocenění podniku vybranými metodami, kdy v závěru byla stanovena jako nejvhodnější metoda výnosová DCF entity. Pro tuto metodu bylo rozhodující stanovit průměrné vážené náklady kapitálu, označované jako WACC. Pro výpočet WACC byla využita zejména databáze profesora Damodarana či další údaje z kapitálových trhů.

Tržní hodnota oceňované společnosti STROM PRAHA a.s. k 31. 12. 2022, pomocí metody diskontovaných peněžních toků (DCF entity), je ve výši 2 973 mld. Kč.

7 Seznam použitých zdrojů

Literární zdroje

- COPELAND, Thomas E. a KOLLER, Tim a MURRIN, Jack. Stanovení hodnoty firem. Praha: Victoria Publishing, 1994. 80-85605-41-4.
- DAMODARAN, Aswath. Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset. Third edition. Wiley finance series. Hoboken: John Wiley : Wiley finance series, 2012. 978-111-8130-735.
- Hálek, Vítězslav. Oceňování majetku v praxi. Bratislava: DonauMedia, s.r.o., 2009. str. 246. 978-80-89364-29-9.
- IVSC, International Valuation Standards Council. Mezinárodní oceňovací standardy 2022. Jesenice: Ekopress, s.r.o., 2022. str. 286. ISBN 978-80-87865-78-1.
- Kislingerová, Eva. Oceňování podniku. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha: C. H. Beck, 2001. str. 367. ISBN 80-7179-529-1.
- Knápková, Adriana, a další. Finanční analýza, komplexní průvodce s příklady. 3., kompletně aktualizované vydání. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2017. str. 228. ISBN 978-80-271-0563-2.
- Mařík, Miloš a kolektiv. METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU, proces ocenění - základní metody a postupy. 4. upravené a rozšířené vydání - 2018. Praha: Ekopress, s.r.o., 2018. str. 551. ISBN 978-80-87865-38-5.
- Mařík, Miloš a kolektiv. METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU PRO POKROČILÉ, hlubší pohled na vybrané problémy. 2. upravené vydání - 2018. Praha: Ekopress, s.r.o., 2018. str. 548. ISBN 978-800-87865-42-2.
- Mlčoch, Jan. Oceňování podniku. Praha: LINDE praha a.s., 1998. str. 159. ISBN 80-7201-145-6.
- Růčková, Petra. Finanční analýza - metody, ukazatele, využití v praxi. 7. aktualizované vydání. Praha: GRADA publishing, a.s., 2021. str. 165. ISBN 978-80-271-3124-2.
- Svatošová, CSc., prof. Ing. Libuše a Kába, CSc., doc. RNDr. Bohumil. Statistické Metody I. Praha: Česká zemědělská univerzita v Praze, Provozně ekonomická fakulta, 2007. str. 134. 978-80-213-1672-0.

- Vochozka, MBA, Ph.D. a kolektiv, prof. Ing. Marek. Metody komplexního hodnocení podniku. 2. aktualizované vydání. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2011, 2020. str. 480. ISBN 978-80-271-1701-7.

Internetové zdroje

- Atmoskop.cz. STROM PRAHA a.s. Statistika. [Online] [Citace: 4. 3 2024.] <https://www.atmoskop.cz/nazory-na-zamestnavatele/3040351-strom-praha-a-s/statistika#main>.
- ČNB. Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění. Web České národní banky. [Online] 9 2014. [Citace: 26. 9 2022.] https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financi-trh/.galleries/legislativni_zakladna/emise_evidence_cp_nabidky_prevzeti_vytesneni/download/metodika_oce_20100816.pdf.
- ČSÚ. Inflace, spotřebitelské ceny. Český statistický úřad. [Online] 2022. [Citace: 1. 9 2022.] https://www.czso.cz/csu/czso/inflace_spotrebitelske_ceny.
- IOM, VŠE Praha. České oceňovací standardy - Návrh českého standardu pro oceňování podniku. VŠE institut oceňování majetku. [Online] 2011. [Citace: 1. 9 2022.] <https://iom.vse.cz/odborna-cinnost/odborne-texty/ceske-ocenovaci-standardy/>.
- MFČR, oddělení 3704. Makroekonomická predikce - leden 2024. Ministerstvo financí České republiky. [Online] [Citace: 6. únor 2024.] <https://www.mfcr.cz/cs/rozpocetova-politika/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2024/makroekonomicka-predikce-leden-2024-54583>.
- Ministerstvo spravedlnosti, České republiky. Výpis z evidence skutečných majitelů. Evidence skutečných majitelů. [Online] [Citace: 5. 9 2022.] https://esm.justice.cz/ias/issm/rejstrik-sm.vysledky?subjektId=686718&typ=PLATNY_CASTECNY_SM.
- Ministerstvo spravedlnosti, České republiky. Výpis z obchodního rejstříku. Veřejný rejstřík a Sbírka listin. [Online] [Citace: 8. 2 2024.]

<https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=686718&typ=PLATNY>.

- STROM PRAHA, a.s. O nás. Naše prodejně servisní síť. [Online] [Citace: 8. 2 2024.] <https://www.strom.cz/zemedelska-technika/o-nas/kontakty/nase-prodejne-servisni-sit-1>.

Legislativa

- Zákon č. 513/1991 Sb. ze dne 18. 12. 1991, obchodní zákoník.
- Zákon č. 89/2012 Sb. Ze dne 22. 3. 2012, občanský zákoník

8 Seznam obrázků, tabulek, grafů, vzorců a příloh

8.1 Seznam obrázků

Obrázek 1: Prodejně servisní síť společnosti STROM PRAHA a.s.....	75
Obrázek 2: Hodnocení STROM PRAHA a.s. zaměstnanci	104

8.2 Seznam tabulek

Tabulka 1: Báze hodnoty a jejich využití	25
Tabulka 2: Ukazatele likvidity – vzorce	36
Tabulka 3: Ukazatele zadluženosti – vzorce.....	37
Tabulka 4: Ukazatele rentability – vzorce	38
Tabulka 5: Ukazatele aktivity – vzorce	39
Tabulka 6: Provozně nutný investovaný kapitál postup výpočtu.....	44
Tabulka 7: Korigovaný provozní výsledek hospodaření	45
Tabulka 8: Výpočet volných peněžních toků pro DCF entity.....	60
Tabulka 9: Výpočet korigovaného výsledku hospodaření	61
Tabulka 10: Výpočet volných peněžních toků pro DCF equity.....	65
Tabulka 11: Identifikační údaje oceňované společnosti	70
Tabulka 12: Vlastnická struktura společnosti	71
Tabulka 13: Statutární orgány oceňované společnosti – představenstvo a dozorčí rada.....	72
Tabulka 14: Aktiva STROM PRAHA a.s. k 31. 12. 2022 (v tis. Kč.).....	77
Tabulka 15: Pasiva STROM PRAHA a.s. k 31. 12. 2022 (v tis. Kč.)	77
Tabulka 16: Vývoj základních ekonomických ukazatelů ČR	82
Tabulka 17: Činnosti společnosti dle Registru ekonomických subjektů (CZ NACE).....	83
Tabulka 18: Činnosti společnosti dle CZ NACE.....	84
Tabulka 19: Vymezení relevantního trhu (konkurence) za období 2011 – 2022	85
Tabulka 20: Vývoj HDP, produkce zemědělství a sledovaného trhu	86
Tabulka 21: Rentabilita oceňované společnosti a relevantního trhu.....	88
Tabulka 22: Hodnocení atraktivity trhu.....	89
Tabulka 23: Příležitosti a hrozby trhu.....	90
Tabulka 24: Data pro regresní analýzu	91
Tabulka 25: Paersonovy korelační koeficienty se třemi nezávislými	91
Tabulka 26: Vývoj korelačních koeficientů v čase.....	92
Tabulka 27: Report z modulu regresní analýzy Excelu – lineární funkce, regresor HDP	92
Tabulka 28: Report z modulu regresní analýzy Excelu – exponenciální funkce, regresor HDP	93
Tabulka 29: Prognóza vývoje trhu.....	93
Tabulka 30: Stanovení tržního podílu oceňovaného podniku.....	95
Tabulka 31: Vybrané ukazatele: zaměstnanci, mzdy apod. společnosti STROM PRAHA a.s.	103
Tabulka 32: Majetek a investice společnosti STROM PRAHA a.s.	105
Tabulka 33: Majetek a investice relevantního trhu.....	105
Tabulka 34: Konkurenční síla závodu	106
Tabulka 35: Vývoj tržního podílu závodu	107
Tabulka 36: Prognóza tržeb STROM PRAHA a.s.....	107
Tabulka 37: Prognóza tržeb STROM PRAHA a.s.....	108
Tabulka 38: Vertikální analýza výkazu zisku a ztrát za roky 2018–2022 (struktura VZaZ)	109
Tabulka 39: Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát za roky 2018–2022 (tempo VZaZ).....	110
Tabulka 40: Vertikální analýza rozvahy za roky 2018–2022 (struktura rozvahy).....	112
Tabulka 41: Horizontální analýza rozvahy za roky 2018–2022 (tempo rozvahy)	112
Tabulka 42: Přehled o peněžních tocích za roky 2019–2022.....	114
Tabulka 43: Ukazatele likvidity oceňované společnosti a trhu.....	116
Tabulka 44: Ukazatele zadluženosti oceňované společnosti a trhu	117

Tabulka 45: Ukazatele rentability oceňované společnosti a trhu.....	119
Tabulka 46: Ukazatele aktivity oceňované společnosti.....	121
Tabulka 47: Bankrotní modely oceňované společnosti.....	122
Tabulka 48: Peněžní prostředky provozně nutné (v tis. Kč).....	125
Tabulka 49: Součet provozně nepotřebného majetku (v tis. Kč).....	126
Tabulka 50: Provozně nutný investovaný kapitál (v tis. Kč).....	127
Tabulka 51: Mimořádné provozní výnosy a náklady (v tis. Kč).....	128
Tabulka 52: Korigovaný provozní výsledek hospodaření (v tis. Kč).....	128
Tabulka 53: Tempo růstu tržeb a prognóza tržeb STROM PRAHA a.s. za 2018–2027 (v mil. Kč).....	129
Tabulka 54: Prognóza ziskové marže shora, STROM PRAHA a.s. za 2018 – 2027.....	129
Tabulka 55: Prognóza ziskové marže zdola, STROM PRAHA a.s. za 2018 – 2027.....	130
Tabulka 56: Prognóza ziskové marže společnosti STROM PRAHA a.s. za 2023 – 2027.....	131
Tabulka 57: Doba obratu položek pracovního kapitálu STROM PRAHA a.s. za 2018 – 2027.....	132
Tabulka 58: Plánované položky pracovního kapitálu STROM PRAHA a.s. za 2023 – 2027.....	133
Tabulka 59: Výpočet koeficientu náročnosti tržeb na investice do dlouhodobého majetku.....	134
Tabulka 60: Výpočet koeficientu náročnosti tržeb na investice do dlouhodobého majetku.....	135
Tabulka 61: Výpočet koeficientu náročnosti tržeb na investice do dlouhodob. majetku (v tis. Kč).....	136
Tabulka 62: Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu.....	137
Tabulka 63: Ziskové marže, k_{WC} , k_{DM} pro předběžný výpočet hodnoty.....	139
Tabulka 64: Orientační rozpětí hodnoty na základě generátorů hodnoty.....	139
Tabulka 65: Plán výkazu zisku a ztrát za roky 2023–2027 (v tis. Kč).....	141
Tabulka 66: Plán rozvahy za roky 2023–2027 (v tis. Kč).....	142
Tabulka 67: Plán přehledu peněžních toků za roky 2023–2027 (v tis. Kč).....	144
Tabulka 68: Finanční analýza plánu společnosti STROM PRAHA a.s. 2022–2027.....	145
Tabulka 69: Výpočet nákladů vlastního kapitálu CAPM.....	149
Tabulka 70: Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu.....	150
Tabulka 71: Výpočet FCFF za období 2023-2027 (v tis. Kč).....	151
Tabulka 72: Výpočet FCFF za období 2023-2027 (v tis. Kč).....	151
Tabulka 73: Výpočet účetní hodnoty jmění k 31. 12. 2022.....	153
Tabulka 74: Přehled zjištěných hodnot STROM PRAHA a.s. k 31. 12. 2022.....	154

8.3 Seznam grafů

Graf 1: Vývoj tržního podílu společnosti STROM PRAHA a.s.	95
Graf 2: Vývoj relativních tržních podílů 2011-2022.....	97
Graf 3: Vývoj relativních tržních podílů 2011-2022 – tržby AGROTEC a.s. upraveny.....	98

8.4 Seznam vzorců

Vzorec 1: Vzorec pro horizontální analýzu, relativní změna.....	35
Vzorec 2: Altmanův model, veřejně neobchodované společnosti.....	40
Vzorec 3: Model IN05 – index důvěryhodnosti.....	41
Vzorec 4: Tafflerův model.....	41
Vzorec 5: Provozní zisková marže.....	46
Vzorec 6: Ukazatel doby obratu ve dnech.....	47
Vzorec 7: Koeficient náročnosti tržeb na investice brutto.....	48
Vzorec 8: Výpočet WACC.....	53
Vzorec 9: Výpočet nákladů cizího kapitálu - r_d	54
Vzorec 10: Výpočet CAPM.....	55
Vzorec 11: Riziková premie země.....	58
Vzorec 12: Výpočet beta nezadlužená β_N	59
Vzorec 13: Výpočet beta zadlužená β_Z	59
Vzorec 14: Výpočet beta z analýzy faktorů.....	60
Vzorec 15: Výpočet investice brutto.....	61

Vzorec 16: Výpočet hodnoty podniku dvoufázovou metodou	62
Vzorec 17: Gordonův vzorec.....	63
Vzorec 18: Výpočet FCFF pro období T + 1	64
Vzorec 19: Výpočet rentability investic	64
Vzorec 20: Parametrický vzorec.....	64
Vzorec 21: Výpočet hodnoty podniku brutto, DCF entity	64
Vzorec 22: Výpočet hodnoty podniku netto, DCF entity	65
Vzorec 23: Výpočet hodnoty podniku netto, DCF equity.....	66
Vzorec 24: Výpočet hodnoty podniku brutto, DCF APV	66
Vzorec 25: Výpočet hodnoty podniku netto, DCF APV.....	67
Vzorec 26: Výnosová hodnota podniku jako celku – ocenění generátory hodnoty	139
Vzorec 27: Výpočet WACC	149

8.5 Seznam příloh

Příloha 1 Rozvaha oceňované společnosti za roky 2018–2022 (v tis. Kč)	163
Příloha 2 Výkaz zisku a ztrát oceňované společnosti za roky 2018–2022 (v tis. Kč).....	165
Příloha 3 Přehled o peněžních tocích oceňované společnosti za roky 2019–2022 (v tis. Kč)	166

Přílohy

Příloha 1 Rozvaha oceňované společnosti za roky 2018–2022 (v tis. Kč)

Položka		2018	2019	2020	2021	2022
	AKTIVA CELKEM (ř. 02 + 03 + 37 + 78)	1 692 871	1 791 764	1 957 871	2 155 197	2 640 977
B.	Stálá aktiva (ř. 04 + 14 + 27)	514 919	563 657	675 692	708 226	810 912
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek (ř. 05 + 06 + 09 až 11)	1 558	2 113	1 537	1 293	653
2	Ocenitelná práva (ř. 07 + 08)	1 259	1 368	1 432	1 293	653
2.1	Software	1 259	737	919	897	374
2.2	Ostatní ocenitelná práva		631	513	396	279
5	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek (ř. 12 + 13)	299	745	105	0	0
5.2	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	299	745	105		
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek (ř. 15 + 18 až 20 +24)	513 261	561 444	674 055	706 833	810 159
B. II. 1	Pozemky a stavby (ř. 16 + 17)	190 143	299 617	390 864	472 010	562 838
1.1	Pozemky	44 700	51 990	51 985	70 417	90 839
1.2	Stavby	145 443	247 627	338 879	401 593	471 999
2	Hmotné movité věci a jejich soubory	253 147	207 797	224 251	183 001	194 099
5	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek (ř. 25 + 26)	69 971	54 030	58 940	51 822	53 222
5.1	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek		2 000	2 000		
5.2	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	69 971	52 030	56 940	51 822	53 222
B. III	Dlouhodobý finanční majetek (ř. 28 až 34)	100	100	100	100	100
5	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	100	100	100	100	100
C.	Oběžná aktiva (ř. 38 + 46 + 72 + 75)	1 168 657	1 214 173	1 276 600	1 445 553	1 825 818
C. I.	Zásoby (ř.39 + 40 + 41 + 44 + 45)	648 075	652 974	577 505	713 634	1 011 370
C. I. 1	Materiál	201	251	208	211	238
2	Nedokončená výroba a polotovary	1 901	1 496	3 425	3 565	1 764
3	Výrobky a zboží (ř.42 + 43)	645 973	637 102	563 886	696 252	985 190
3.2	Zboží	645 973	637 102	563 886	696 252	985 190
5	Poskytnuté zálohy na zásoby	0	14 125	9 986	13 606	24 178
C. II.	Pohledávky (ř. 47 + 57 + 68)	310 473	330 391	318 255	375 132	470 485
C. II. 1	Dlouhodobé pohledávky (ř. 48 až 52)	810	6 951	14 358	32 032	64 718
1.4	Odložená daňová pohledávka		6 143	13 495	31 202	54 323
1.5	Pohledávky - ostatní (ř. 53 až 56)	810	808	863	830	10 395
1.5.2	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	810	808	863	830	395
1.5.4	Jiné pohledávky					10 000
C. II. 2	Krátkodobé pohledávky (ř. 58 až 61)	309 663	323 440	303 897	343 100	405 767
2.1	Pohledávky z obchodních vztahů	296 885	319 312	296 400	330 809	389 362
2.4	Pohledávky - ostatní (ř. 62 až 67)	12 778	4 128	7 497	12 291	16 405
2.4.3	Stát - daňové pohledávky			2	4	323
2.4.4	Krátkodobé poskytnuté zálohy	11 952	2 647	2 840	9 412	3 589
2.4.5	Dohadné účty aktivní	206	935	84	1 125	2 341
2.4.6	Jiné pohledávky	620	546	4 571	1 750	10 152
C. IV	Peněžní prostředky (ř. 76 +77)	210 109	230 808	380 840	356 787	343 963
C. IV 1	Peněžní prostředky v pokladně	1 832	2 473	2 427	2 043	1 677
2	Peněžní prostředky na účtech	208 277	228 335	378 413	354 744	342 286
D.	Časové rozlišení aktiv (ř. 79 až 81)	9 295	13 934	5 579	1 418	4 247
D. 1	Náklady příštích období	9 079	4 890	5 543	1 393	4 145

Položka		2018	2019	2020	2021	2022
	AKTIVA CELKEM (ř. 02 + 03 + 37 + 78)	1 692 871	1 791 764	1 957 871	2 155 197	2 640 977
3	Příjmy příštích období	216	9 044	36	25	102
	PASIVA CELKEM (ř. 83 + 104 + 147)	1 692 871	1 791 764	1 957 871	2 155 197	2 640 977
A.	Vlastní kapitál (ř. 84 + 88 + 96 + 99 + 102 - 103)	672 092	742 432	813 030	916 728	1 074 107
A. I.	Základní kapitál (ř. 85 až 87)	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000
1	Základní kapitál	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000
A. II.	Ážio a kapitálové fondy (ř. 89 + 90)	-34 719	-34 719	-34 719	-34 719	-34 719
A. II. 1	Ážio	328	328	328	328	328
2	Kapitálové fondy (ř. 91 až 95)	-35 047	-35 047	-35 047	-35 047	-35 047
2.4	Rozdíly z přeměn obchodních korporací (+/-)	-29 747	-29 747	-29 747	-29 747	-29 747
2.5	Rozdíly z ocenění při přeměnách obchodních korporací (+/-)	-5 300	-5 300	-5 300	-5 300	-5 300
A. III.	Fondy ze zisku (ř. 97 + 98)	4 251	4 296	4 391	4 405	4 439
A. III. 1	Ostatní rezervní fondy	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000
2	Statutární a ostatní fondy	251	296	391	405	439
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let (+/-) (ř. 100 + 101)	604 300	655 060	722 943	781 749	873 192
A. IV. 1	Nerozdělený zisk minulých let nebo neuhrazená ztráta minulých let (+/-)	604 300	655 060	722 943	781 749	873 192
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-) / VZZ ř. 55	78 260	97 795	100 415	145 293	211 195
B. + C.	Cizí zdroje (ř. 105 + 110)	1 016 868	1 043 288	1 142 424	1 211 658	1 554 046
B.	Rezervy (ř. 106 až 109)	36 628	59 279	73 219	154 459	267 762
4	Ostatní rezervy	36 628	59 279	73 219	154 459	267 762
C.	Závazky (ř. 111 + 126 + 144)	980 240	984 009	1 069 205	1 057 199	1 286 284
C. I.	Dlouhodobé závazky (ř. 112 + 115 až 122)	111 652	162 568	152 043	162 425	152 781
2	Závazky k úvěrovým institucím	67 921	124 843	126 484	150 543	142 420
8	Odložený daňový závazek	2 164				
9	Závazky - ostatní (ř. 123 až 125)	41 567	37 725	25 559	11 882	10 361
9.3	Jiné závazky	41 567	37 725	25 559	11 882	10 361
C. II.	Krátkodobé závazky (ř. 127 + 130 až 136)	868 588	821 441	917 162	894 774	1 133 503
2	Závazky k úvěrovým institucím	408 752	417 514	415 040	437 980	402 095
3	Krátkodobé přijaté zálohy	6 633	8 091	9 475	8 172	7 242
4	Závazky z obchodních vztahů	358 390	294 052	288 441	216 333	519 215
8	Závazky - ostatní (ř. 137 až 143)	94 813	101 784	204 206	232 289	204 951
8.1	Závazky ke společníkům	20 000	22 950	25 000	34 986	45 390
8.3	Závazky k zaměstnancům	12 581	14 649	16 434	20 138	22 458
8.4	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	7 349	8 698	9 656	11 095	12 315
8.5	Stát - daňové závazky a dotace	27 640	35 465	40 836	54 748	76 386
8.6	Dohadné účty pasivní	1 501	2 781	2 418	2 326	5 074
8.7	Jiné závazky	25 742	17 241	109 862	108 996	43 328
D.	Časové rozlišení pasiv (ř. 148 + 149)	3 911	6 044	2 417	26 811	12 824
D. 1	Výdaje příštích období	3 627	6 042	2 267	26 661	12 674
2	Výnosy příštích období	284	2	150	150	150

Příloha 2 Výkaz zisku a ztrát oceňované společnosti za roky 2018–2022 (v tis. Kč)

Položka		2018	2019	2020	2021	2022
I.	Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	555 053	591 104	719 512	814 137	902 069
II.	Tržby za prodej zboží	2 821 058	2 960 929	2 882 631	3 324 550	4 037 502
A.	Výkonová spotřeba (ř. 04 + 05 + 06)	2 895 874	3 012 812	2 961 788	3 424 773	4 004 524
1.	Náklady vynaložené na prodané zboží	2 465 798	2 558 289	2 459 334	2 860 359	3 381 051
2.	Spotřeba materiálu a energie	241 759	247 256	283 908	320 991	349 569
3.	Služby	188 317	207 267	218 546	243 423	273 904
B.	Změna stavu zásob vlastní činnosti (+/-)	-774	406	-1 929	-140	1 802
C.	Aktivace (-)	-8	0	0	0	0
D.	Osobní náklady (ř. 10 + 11)	319 641	355 670	407 355	462 754	551 548
1.	Mzdové náklady	235 807	262 217	300 527	340 796	403 222
2.	Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady (ř. 12 + 13)	83 834	93 453	106 828	121 958	148 326
2. 1	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	79 116	88 420	100 075	114 292	134 611
2. 2	Ostatní náklady	4 718	5 033	6 753	7 666	13 715
E.	Úpravy hodnot v provozní oblasti (ř. 15 + 18 + 19)	95 195	82 534	97 251	70 246	51 945
1.	Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku (ř. 16 + 17)	83 877	73 858	75 449	73 488	67 782
1. 1	Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - trvalé	83 877	73 858	75 449	73 488	67 782
2.	Úpravy hodnot zásob	1 655	7 287	21 974	-6 964	-3 351
3.	Úpravy hodnot pohledávek	9 663	1 389	-172	3 722	-12 486
III.	Ostatní provozní výnosy (ř. 21 + 22 + 23)	218 447	262 726	236 880	276 821	259 348
III. 1	Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	202 556	247 611	225 266	262 935	240 997
3	Jiné provozní výnosy	15 891	15 115	11 614	13 886	18 351
F.	Ostatní provozní náklady (ř. 25 až 29)	164 773	217 199	201 495	277 369	307 257
1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	158 873	188 287	176 425	207 321	178 038
3.	Daně a poplatky	1 477	1 409	1 361	1 842	1 134
4.	Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	3 478	22 651	13 940	81 240	113 302
5.	Jiné provozní náklady	945	4 852	9 769	-13 034	14 783
*	Provozní výsledek hospodaření (+/-)	119 857	146 138	173 063	180 506	281 843
VI.	Výnosové úroky a podobné výnosy (ř. 40 + 41)	210	96	217	243	4 026
2	Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	210	96	217	243	4 026
J.	Nákladové úroky a podobné náklady (ř. 44 + 45)	11 223	16 155	12 459	12 251	34 245
2.	Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	11 223	16 155	12 459	12 251	34 245
VII.	Ostatní finanční výnosy	10 836	10 460	37 923	42 967	42 609
K.	Ostatní finanční náklady	19 043	16 696	73 023	30 154	32 725
*	Finanční výsledek hospodaření (+/-)	-19 220	-22 295	-47 342	805	-20 335
**	Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-) (ř. 30 + 48)	100 637	123 843	125 721	181 311	261 508
L.	Daň z příjmů (ř. 51 + 52)	22 377	26 048	25 306	36 018	50 313
1.	Daň z příjmů splatná	21 971	34 355	32 658	53 724	73 435
2.	Daň z příjmů odložená (+/-)	406	-8 307	-7 352	-17 706	-23 122
**	Výsledek hospodaření po zdanění (+/-) (ř. 49 - 50)	78 260	97 795	100 415	145 293	211 195
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-) (ř. 53 - 54)	78 260	97 795	100 415	145 293	211 195
*	Čistý obrat za účetní období = I. + II. + III. + IV. + V. + VI. + VII	3 605 604	3 825 315	3 877 163	4 458 718	5 245 554

Příloha 3 Přehled o peněžních tocích oceňované společnosti za roky 2019–2022 (v tis. Kč)

		2019	2020	2021	2022
<i>Stav peněžních prostředků na počátku období</i>		<i>210 109</i>	<i>230 808</i>	<i>380 840</i>	<i>356 787</i>
A	PENĚŽNÍ TOK Z HLAVNÍ VÝDĚLEČNÉ ČINNOSTI				
Z.	Účetní zisk nebo ztráta před zdaněním	123 843	125 721	181 311	261 508
A. 1	Úpravy o nepeněžní operace	61 920	74 592	107 881	132 508
A. 1 1	Odpisy stálých aktiv a umořování opravné položky k nabytému majetku	73 858	75 449	73 488	67 782
A. 1 2	Změna stavu opravných položek, rezerv	31 327	35 742	77 999	97 466
A. 1 3	Zisk z prodeje stálých aktiv	-59 324	-48 841	-55 614	-62 959
A. 1 5	Vyúčtované nákladové úroky s výjimkou úroků zahrnovaných do ocenění dlouhodobého majetku a vyúčtované výnosové úroky	16 059	12 242	12 008	30 219
A. *	Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a změnami pracovního kapitálu	185 763	200 313	289 192	394 016
A. 2	Změny stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu	-91 984	180 162	-191 697	-148 922
A. 2 1	Změna stavu pohledávek z provozní činnosti, přechodných účtů aktiv	-19 803	28 019	-38 744	-58 755
A. 2 2	Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti, přechodných účtů pasiv	-59 995	98 648	-23 788	204 218
A. 2 3	Změna stavu zásob	-12 186	53 495	-129 165	-294 385
A. **	Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním	93 779	380 475	97 495	245 094
A. 3	Vyplacené úroky s výjimkou úroků zahrnovaných do ocenění dlouhodobého majetku	-16 081	-12 345	-12 165	-34 181
A. 4	Přijaté úroky	96	213	254	207
A. 5	Zaplacená daň z příjmů a doměrky daně za minulá období	-26 448	-41 375	-38 002	-63 409
A. ***	Čistý peněžní tok z provozní činnosti	51 346	326 968	47 582	147 711
B	PENĚŽNÍ TOK Z INVESTIČNÍ ČINNOSTI				
B. 1	Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-310 883	-363 909	-313 343	-348 506
B. 2	Příjmy z prodeje stálých aktiv	247 611	225 266	262 935	240 997
B. ***	Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-63 272	-138 643	-50 408	-107 509
C	PENĚŽNÍ TOK Z FINANČNÍ ČINNOSTI				
C. 1	Dopady změn dlouhodobých, resp. krátkodobých závazků	53 080	-10 525	10 382	-9 644
C. 2	Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky a ekvivalenty	-20 455	-27 768	-31 609	-43 382
C. 2 5	Přímé platby na vrub fondů	-455	-406	-435	-416
C. 2 6	Vyplacené podíly na zisku včetně zaplacené daně	-20 000	-27 362	-31 174	-42 966
C. ***	Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	32 625	-38 293	-21 227	-53 026
F.	Čisté zvýšení resp. snížení peněžních prostředků	20 699	150 032	-24 053	-12 824
R.	Stav peněžních prostředků a pen. ekvivalentů na konci účetního období	230 808	380 840	356 787	343 963