

ČESKÉ VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V PRAZE

Fakulta elektrotechnická

Katedra ekonomiky, manažerství a humanitních věd

STANOVENÍ HODNOTY EKONOMICKÉHO SUBJEKTU

Business Evaluation of Economic Subject

Diplomová práce

Bc. Lukáš Sýkora

Praha, 2019

Studijní program: Elektrotechnika, energetika a management

Studijní obor: Ekonomika a řízení elektrotechniky

Vedoucí práce: Ing. Josef Černohous

I. OSOBNÍ A STUDIJNÍ ÚDAJE

Příjmení: **Sýkora** Jméno: **Lukáš** Osobní číslo: **434969**
Fakulta/ústav: **Fakulta elektrotechnická**
Zadávací katedra/ústav: **Katedra ekonomiky, manažerství a humanitních věd**
Studijní program: **Elektrotechnika, energetika a management**
Studijní obor: **Ekonomika a řízení elektrotechniky**

II. ÚDAJE K DIPLOMOVÉ PRÁCI

Název diplomové práce:

Stanovení hodnoty ekonomického subjektu

Název diplomové práce anglicky:

Business Evaluation of Economic Subject

Pokyny pro vypracování:

1. Zpracujte teorie finanční analýzy a metody stanovení hodnoty podniku
2. Charakterizujte vybraný subjekt a proveďte finanční analýzu
3. Aplikujte zvolené metody pro stanovení hodnoty podniku
4. Proveďte citlivostní analýzy na změnu hodnoty podniku
5. Zpracujte a vyhodnoťte výsledky

Seznam doporučené literatury:

Synek a kol.: Manažerská ekonomika
Kislingerová: Manažerské finance
Mařík: Metody oceňování podniku

Jméno a pracoviště vedoucí(ho) diplomové práce:

Ing. Josef Černošous, katedra ekonomiky, manažerství a humanitních věd FEL

Jméno a pracoviště druhé(ho) vedoucí(ho) nebo konzultanta(ky) diplomové práce:

Datum zadání diplomové práce: **12.02.2019**

Termín odevzdání diplomové práce: **24.05.2019**

Platnost zadání diplomové práce: **20.09.2020**

Ing. Josef Černošous
podpis vedoucí(ho) práce

podpis vedoucí(ho) ústavu/katedry

prof. Ing. Pavel Ripka, CSc.
podpis děkana(ky)

III. PŘEVZETÍ ZADÁNÍ

Diplomant bere na vědomí, že je povinen vypracovat diplomovou práci samostatně, bez cizí pomoci, s výjimkou poskytnutých konzultací. Seznam použité literatury, jiných pramenů a jmen konzultantů je třeba uvést v diplomové práci.

Datum převzetí zadání

Podpis studenta

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že jsem předloženou práci vypracoval samostatně a že jsem uvedl veškeré použité informační zdroje v souladu s Metodickým pokynem o dodržování etických principů při přípravě vysokoškolských závěrečných prací.

V Praze dne:

.....

Bc. Lukáš Sýkora

Poděkování

Touto cestou bych rád poděkoval vedoucímu mé diplomové práce Ing. Josefu Černožousovi za připomínky, rady a čas, který mi poskytoval v průběhu vypracování práce. Také bych chtěl poděkovat Kamran Khanovi a Pavlu Kocourkovi, majiteli a jednateli společnosti Incad, s.r.o., za poskytnutí podkladů o firmě a průběžné konzultace.

Anotace

Diplomová práce se zabývá stanovením hodnoty společnosti Incad, s.r.o. k 1. červenci roku 2017. Tato práce slouží jako podklad k revizi strategických rozhodnutí bývalých majitelů společnosti. Práce je rozdělena na dvě části – teoretickou a praktickou. Teoretická část je věnovaná teorii nutné k ocenění společnosti. Praktická část aplikuje poznatky z teoretické části na data společnosti Incad. V praktické části je představena společnost Incad, s.r.o., je pro ni provedena strategická a finanční analýza. Pro hospodářské roky 2017/2018 – 2019/2020 je provedena predikce hodnot, které slouží jako vstupy pro ocenění společnosti. Samotné ocenění společnosti je provedeno metodou diskontovaných peněžních toků entity a metodou ekonomické přidané hodnoty entity.

Klíčová slova

Ocenění, hodnota společnosti, strategická analýza, finanční analýza, predikce hodnot, generátory hodnot, metoda diskových peněžních toků, metoda ekonomické přidané hodnoty, citlivostní analýza

Annotation

The diploma thesis deals with the valuation of Incad, s.r.o. at the date of July 1, 2017. It serves as a basis for reviewing the strategic decisions of the company's former owners. The thesis is divided into two parts – theoretical and practical. The theoretical section is focused on the theory necessary to value of company. In the practical part the knowledge from the theoretical part is used to count the economic value of the company. For the 2017/2018 – 2019/2020 fiscal years, a value prediction is made that serves as input for the evaluation of the company. The evaluation of the company itself is carried out using the DCF entity method and the EVA entity method.

Key words

Valuation, company value, strategic analysis, financial analysis, value prediction, value generators, DCF method, EVA method, sensitivity analysis

Obsah

Seznam zkratk.....	8
Úvod	10
Teoretická část.....	11
1. Důvody oceňování	12
2. Hodnota podniku.....	12
2.1. Tržní hodnota	13
2.2. Subjektivní hodnota.....	14
2.3. Objektivizovaná hodnota.....	14
2.4. Hodnota podle Kolínské školy	14
3. Postup oceňování podniku	16
3.1. Sběr vstupních informací.....	16
3.2. Strategická analýza	17
3.3. Finanční analýza	22
3.4. Rozdělení aktiv.....	27
3.5. Analýza generátorů hodnot.....	28
3.6. Ocenění na základě generátorů hodnoty	30
4. Metody pro oceňování podniku	31
4.1. Ocenění podniku na základě analýzy výnosů	31
4.2. Metody založené na analýze trhu	38
4.3. Ocenění na základě analýzy majetku.....	40
5. Závěr k teorii ocenění podniku	42
Praktická část.....	43
6. Charakteristika ekonomického subjektu	43
6.1. Základní informace o společnosti	43
6.2. Působnost společnosti.....	43
6.3. Historie firmy	44
6.4. Incad a lidské zdroje	45
6.5. Produkty	46
6.6. Zákazníci	47
7. Strategická analýza.....	50
7.1. Analýza zákazníků	50
7.2. Analýza konkurence.....	52
7.3. Analýza makroprostředí	55
7.4. Analýza mikroprostředí	56

7.5.	Shrnutí – SWOT analýza	58
7.6.	Perspektivnost podniku a prognóza tržeb	59
8.	Finanční analýza	60
8.1.	Analýza absolutních ukazatelů	60
8.2.	Poměrová analýza	64
8.3.	Závěr finanční analýzy	69
9.	Rozdělení aktiv	71
10.	Analýza a prognóza generátorů hodnot	73
10.1.	Analýza tržeb	73
10.2.	Analýza ziskové marže	74
10.3.	Analýza pracovního kapitálu	75
10.4.	Analýza dlouhodobého majetku	76
10.5.	Analýza diskontní míry	77
11.	Metody stanovení hodnoty subjektu	80
11.1.	Předběžné ocenění na základě generátorů hodnot	80
11.2.	Metoda diskontovaného peněžního toku	82
11.3.	Metoda ekonomické přidané hodnoty	83
12.	Citlivostní analýza	86
	Diskuze	89
	Závěr	91
	Seznam literatury	93
	Seznam obrázků	96
	Seznam tabulek	97
	Seznam schémat výpočtu	98
	Seznam rovnic	98
	Seznam příloh	99

Seznam zkratek

Zkratka	Originální význam	Přeložený význam do češtiny
ARUP		Archeologický ústav Akademie Věd České republiky
ČRO		Český rozhlas
ČV	-----	Odhad odnímatelného čistého výnosu
DCF	Discounted Cash Flow	Diskontované cash-flow
EAT	Earnings after Taxes	Zisk po zdanění
EBIT	Earnings before Interest and Taxes	Zisk před zdaněním a úroky
EVA	Economic Value Added	Ekonomická přidaná hodnota
FCF	Free Cash Flow	Volné peněžní toky
H _b	-----	Hodnota podniku brutto
H _n	-----	Hodnota podniku netto
i	Interest rate	Úroková míra
k _{DMz}		Koeficient náročnosti růstu tržeb na dlouhodobý majetek
k _{wc}		Koeficient náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál
KNAV		Knihovna Akademie Věd České republiky
KPVH		Korigovaný provozní výsledek hospodaření
MSP		Ministerstvo spravedlnosti

Zkratka	Originální význam	Přeložený význam do češtiny
NKČR		Národní knihovna České republiky
NOA	Net Operating Assets	Čistá operační aktiva
NOPAT	Net Operating Profit after Taxes	Zisk z operativní činnosti
O2		O2 Czech Republic
PH	-----	Pokračující hodnota podniku
re		Alternativní náklady vlastního kapitálu
rf		bezriziková výnosnost
r_{LA}		riziková přírážka za velikost podniku
r_{POD}		riziková přírážka za podnikatelské riziko
$r_{FINSTAB}$		riziková přírážka za finanční stabilitu
$r_{FINSTRU}$		riziková přírážka za finanční strukturu
ROA	Return on Assets	Rentabilita celkových aktiv
ROCE	Return on Capital Employed	Rentabilita dlouhodobě investovaného materiálu
ROE	Return on Equity	Rentabilita vlastního kapitálu
SVKHK		Studijní a vědecká knihovna v Hradci Králové
TČV	-----	Trvale odnímatelný čistý výnos
WACC	Weighted Average Cost of Capital	Průměrné vážené náklady kapitálu

Úvod

Nutnost umět ocenit společnost se v České republice objevila zhruba před 30 lety. Od té doby se postupy několikrát změnilly, protože i oceňovací postupy musely reflektovat změny v podnikové sféře, změny ve strukturách podnikových aktiv a jejich doporučené výši. Dalším z důvodů, proč bylo nutné upravit oceňovací postupy, byl dynamický rozvoj vnějšího okolí, které má na samotnou společnost nemalý vliv.

V současné době, kdy nejsou trhy separované, ale jsou mezi sebou velmi propojené, je nutné umět vyčíslit hodnotu společnosti, přesněji hodnotu veškerých hmotných a nehmotných složek společnosti. Cílem každého managementu společnosti je maximalizace tržní hodnoty. Proto je nutné, aby management společnosti znal její současnou hodnotu a uměl ji správně řídit.

Cílem oceňovatele společnosti je co nejpřesněji určit hodnotu podniku. Toho je možné dosáhnout jen za předpokladu, že oceňovatel zná důvody, proč má být podnik oceněn. V závislosti na důvodu ocenění oceňovatel použije vhodné metody. Každá z metod je založena na jiných informacích, a proto je pro oceňovatele velmi důležité, aby k nim měl přístup. Určení správné hodnoty společnosti je možné jen na základě důkladné analýzy dat z minulých let a co nejpřesnější predikce dat do budoucnosti. Z toho plyne, že oceňovatel potřebuje mít přístup k účetním výkazům z minulých let a musí vědět, jaké faktory ovlivňují společnost.

Cílem této diplomové práce je určit tržní hodnotu společnosti Incad, s.r.o., která se zabývá vývojem informačních systémů a prací s daty. Datum, ke kterému je společnost oceněna, je stanoveno na 1. července roku 2017. Ocenění je provedeno pro potřeby bývalých vlastníků a slouží jako podklad k revizi strategických rozhodnutí, která v minulosti provedli. Sekundárním cílem této diplomové práce je určit perspektivnost podniku, zhodnotit jeho finanční situaci a zjistit jeho postavení mezi konkurenty. Práce vychází z veřejně dostupných informací a z rozhovorů s majitelem a jednatelem společnosti.

Teoretická část

Dříve, než se začneme věnovat teorii o finanční analýze a stanovení hodnoty podniku, je nutné definovat, co budeme oceňovat. Profesor Mařík v knize *Metody oceňování podniku* definuje podnik jako: „*Jedinečné, méně likvidní aktivum, pro které existují velmi málo účinné trhy.*“ [1] Pro ocenění podniku má však větší význam definice podniku podle zákonů České republiky. Podle §5 zákona č. 513/1991 Sb. je podnik „*soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.*“ [2]. Je nutné však dodat, že platnost tohoto zákona skončila ke dni 31. 12. 2013 a to zákonem č. 89/2012. V tomto zákonu byl nahrazen pojem podnik pojmem obchodní závod. Podle zákona č. 89/2012 „*Obchodní závod je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.*“ [3]

Pro účely této práce se pojmy podnik, společnost a firma používají jako rovnocenné.

Oceňování podniku v České republice vychází z ekonomické teorie, oceňovacích standardů a legislativy. Legislativa týkající se oceňování není v České republice závazná obecně, ale jen v určitých případech. Mezi hlavní zákony, vyhlášky a standardy, kterými by se oceňování mělo řídit, patří: [1, 4, 5]

- České zákony a předpisy
 - zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a vyhláška č. 441/2013 Sb., k provedení zákona o oceňování majetku ve znění pozdějších předpisů – tento zákon není obecně závazný, ale je v něm definováno, v rámci jakých zákonů je závazné se jím řídit – například zákon o soudních poplatcích, zákon o správních poplatcích a zákon o daních z příjmu.
- Mezinárodní oceňovací standardy (The International Valuation Standards)
- Evropské oceňovací standardy (European Valuation Standards)

1. Důvody oceňování

Lidé si objednávají ocenění podniku, protože potřebují znát hodnotu podniku z důvodu, že jim podnik přináší užitek, který má různou povahu dle potřeb a cílů objednavatele. Podnik je potřeba ocenit, jestliže například dochází k jeho koupi či prodeji, jestliže do společnosti vstupují noví partneři nebo podnik žádá o poskytnutí úvěru. Podnětů pro ocenění podniku existuje několik, ale obecně se rozdělují na 2 skupiny – podle toho, zda souvisí se změnami ve vlastnických strukturách podniku či nesouvisí: [4]

- Ocenění související s vlastnickými změnami podniku:
 - Koupě a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji podniku
 - Nepeněžitý vklad do obchodní společnosti
 - Ocenění v souvislosti s fúzí
 - Ocenění v souvislosti s rozdělením společnosti
 - Ocenění v souvislosti s nabídkou převzetí
- Ocenění pro případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám:
 - Změna právní formy společnosti
 - Ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru
 - Ocenění v souvislosti se sanací podniku

2. Hodnota podniku

Ekonomická hodnota podniku se dá chápat jako vztah mezi subjektem a objektem za předpokladu racionálního očekávání. Abychom dokázali stanovit hodnotu podniku, je třeba si uvědomit dvě skutečnosti: omezenost zdrojů k uspokojení lidských potřeb a zároveň neomezenost samotných požadavků. Hodnota podniku se dá rozlišit na dva druhy. [4]

- **Užitná hodnota** (anglicky utility value) se vztahuje ke způsobům využití, preferencím a záměrům vlastníků statků. Statek pro každého z vlastníků může mít odlišnou užitnou hodnotu.
- **Směnná hodnota** (anglicky value in exchange) vychází z užitné hodnoty statku, který je množstevně omezen.

Jak uvádí profesor Mařík: „*Hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu.*“ [1] Na základě této myšlenky je nutné si uvědomit, že hodnota podniku není objektivní vlastnost podniku, nýbrž jen odhad, neboť její výpočet je založen na odhadu budoucího vývoje. Protože se hodnota odvíjí od predikce budoucího vývoje, nelze určit univerzální algoritmus, který by umožňoval hodnotu vypočítat. Taktéž je velmi důležité si uvědomit, že hodnota je závislá na účelu ocenění a na subjektu, který podnik oceňuje. [1]

Podle profesora Maříka se dá podnik ocenit na více hladinách: [1]

- **Hodnota brutto** – hodnota celého podniku. Podává informace jak vlastníkům, tak i věřitelům.
- **Hodnota netto** – ocenění pro vlastníky podniku. Oceňuje se vlastní kapitál. Vlastní kapitál v této analýze nemusí nutně souhlasit s účetním pojetím vlastního kapitálu.

Existuje několik kategorií hodnoty podniku, které jsou odvozeny z odpovědí na tři otázky, kterými podle profesora Maříka jsou: [4]

- Kolik je ochoten za podnik zaplatit běžný zájemce, kolik bychom mohli dostat na trhu?
- Jakou má podnik hodnotu pro konkrétního kupujícího?
- Jakou hodnotu lze považovat za nespornou?

Z odpovědí na předešlé otázky vycházejí čtyři základní přístupy k oceňování podniku, které jsou popsány v podkapitolách 2.1-2.4.

2.1. Tržní hodnota

Za tržní hodnotu se považuje částka, za kterou by mohl být směněn majetek v den jeho ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím. Obě tyto strany musí být nezávislými partnery a musí jednat informovaně, rozumně a bez nátlaku jiných stran na volném a konkurenčním trhu. Tržní hodnota by měla být odhadem rovnovážné ceny, tj. ceny vyrovnávající nabídku a poptávku po daném statku na trhu. [6]

Pro oceňování majetku je nutné mít podstatné informace a znát všechny souvislosti a fakta, které lze získat jen tím, že se provede průzkum trhu. Jestliže nelze tyto údaje získat, nebo jsou neadekvátní, je nutné tento fakt zdůraznit a informovat o něm subjekty, kterých se to týká. [1] Ke zjištění tržní hodnoty se nejčastěji používá výnosová metoda, která: „*se zakládá na tržně určeném cash flow a míře výnosnosti, která je odvozena od trhu.*“ [6]

K určování tržní hodnoty je možné přistupovat dvěma způsoby, které mají významný dopad na samotný výsledek, a to: [7]

- Přístup „going concern“ a „stand alone basic“ – tento přístup je označován za ocenění podniku, tak jak je. Předpokladem je neměnnost předmětu činnosti a jeho zařízení, které je pro to nezbytné.
- Přístup založený na změně strategie – jak vyplývá již z názvu, při oceňování se předpokládá změna využívání majetku. Používá se zejména při oceňování podniku z důvodu fúzí, akvizic apod.

2.2. Subjektivní hodnota

Subjektivní (neboli investiční) hodnotu lze definovat jako hodnotu podniku, která je dána očekávanými užitky z majetku pro konkrétního kupujícího nebo prodávajícího. Subjektivní hodnota se pohybuje okolo hodnoty tržní, může být jak vyšší, tak nižší. Pro tuto hodnotu jsou charakteristické následující dva rysy: [1]

- peněžní toky z budoucích let jsou odhadovány na základě představ manažerů oceňovaného podniku
- diskontní míra je stanovena na základě alternativních možností investora

2.3. Objektivizovaná hodnota

Za objektivizovanou hodnotu se bere hodnota nesporná, tedy hodnota založená na pohledu odhadců. Dle německých oceňovacích standardů je objektivizovaná hodnota typizovaná, přezkoumatelná jinými subjekty, která vychází z pohledu vlastníka při předpokladu budoucího pokračování podniku v nezměněné podobě. Objektivizovaná hodnota musí splňovat následující zásady: [1]

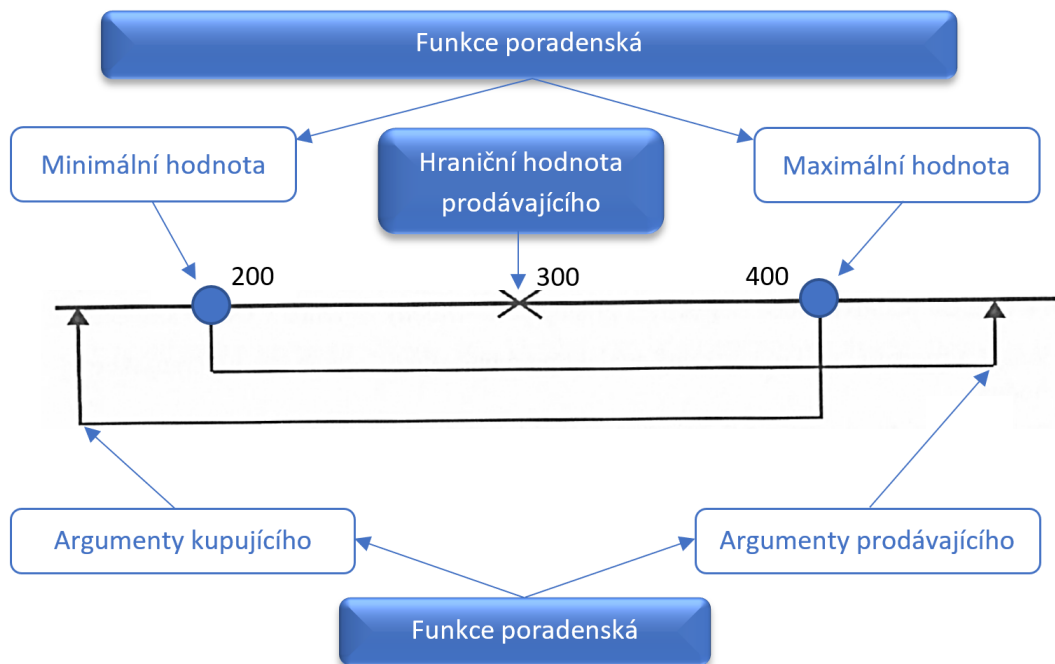
- z podniku je vybíráno jen tolik prostředků, aby byla dodržena jeho podstata.
- ocenění je založeno na volném zisku (volná část zisku je taková část, kterou lze vybrat, aniž by byla ohrožena substance podniku).
- do ocenění podniku je započítáván jen potřebný majetek. Jakýkoli nepotřebný majetek se do hodnoty podniku nezapočítává.
- předpokládá se, že se podnik v budoucnosti nezmění a bude pokračovat ve své činnosti.
- použitá metoda ocenění musí být srozumitelná a jednoznačná.

2.4. Hodnota podle Kolínské školy

Kolínská škola zastává názor, že ocenění nemá smysl měnit kvůli jednotlivým podnětům, ale kvůli obecným funkcím, které dosahují pro uživatele konečné výsledky. Kolínská škola dělí funkce na několik druhů: [4]

- funkce poradenská – cílem poradenské funkce je poskytnout informace o maximální a minimální ceně. Maximální cena říká, kolik maximálně je kupující zaplatit, aniž by prodělal. Minimální cena říká, jakou minimální částku by měl prodávající přijmout, aniž by prodělal.
- funkce rozhodčí – za pomoci nezávislého oceňovatele se určí hraniční hodnoty a na jejich základě se určí spravedlivá hodnota.
- funkce argumentační – oceňovatel hledá podklady, které mají zlepšit vyjednávací pozici jednotlivých stran.
- funkce komunikační – zajišťuje komunikaci s veřejností, především s bankami a investory.
- funkce daňová – zajišťuje podklady pro daňové účely.

Znázornění hlavních funkcí podle Kolínské školy (viz obr. 2.1).



Obr. 2.1: Hlavní oceňovací funkce podle Kolínské školy
Zdroj: [1], vlastní zpracování

3. Postup oceňování podniku

Pro oceňování podniku není stanoven jednotný algoritmus. Obecně doporučený postup je potřeba modifikovat a konkretizovat v závislosti na typu podniku, který má být oceněn. Doporučuje se podnik analyzovat nejprve ze strategického hlediska, a teprve poté se zabývat jeho finanční analýzou. Aby ocenění mělo vypovídající hodnotu, je nutné podnik analyzovat nejen z dat získaných z podniku, ale také z dat o prostředí, ve kterém podnik funguje. [4, 7]

Obecný postup oceňování podniku se dá rozdělit do devíti fází: [1, 7]

- Vymezení zadání práce – specifikování cílů ocenění
- Vytvoření pracovního týmu – pracovní týmy se většinou skládají ze tří složek: vedoucí týmu, zástupci poradenské firmy, zástupci podniku
- Plán práce – detailní naplánování jednotlivých termínů práce v závislosti na cílech a termínech
- Sběr vstupních informací – sběr dat o podniku (minulost, současnost a plány do budoucna) a okolí podniku (data o mikroprostředí a makroprostředí)
- Analýza dat – provedení strategické a finanční analýzy
- Určení metod – určení použitých metod v závislosti na cílech práce
- Analýza ocenění – aplikace určených metod na získaná data
- Syntéza výsledků ocenění – sloučení provedených analýz
- Závěr – vypracování zprávy o provedeném postupu a určení hodnoty podniku k datu ocenění.

3.1. Sběr vstupních informací

Kvalita ocenění spočívá hlavně v kvalitě vstupních dat, která oceňovatel má k dispozici. K ocenění podniku jsou potřeba nejen data o dané společnosti (tj. základní informace, ekonomická data o podniku atd.), ale také data o trhu, konkurenci, partnerech a zaměstnancích podniku. Vstupní data se dají rozdělit do několika skupin: [4, 8]

- Základní data o podniku
- Ekonomická data
- Data o relevantním trhu
- Data o konkurenční struktuře relevantního trhu
- Data o odbytu a marketingu
- Data o výrobě a dodavatelích
- Data o pracovnících

Analýza dat

Analýza dat je jednou z nejdůležitějších částí oceňování podniku a promítá se do závěrečné fáze procesu ocenění. Analýza se dá rozdělit na dvě části – strategickou analýzu a finanční analýzu.

3.2. Strategická analýza

Strategická analýza se považuje za hlavní fázi oceňovacího procesu. Proto by měla být provedena při oceňování jakéhokoli podniku. Funkcí této analýzy je vymezit, analyzovat a ohodnotit všechny faktory, které mohou mít vliv na strategii podniku a na vztahy mezi jednotlivými faktory. Dalším cílem analýzy je zjistit, jaký je v podniku skrytý celkový výnosový potenciál. Celkový výnosový potenciál se dělí na potenciál vnější, který lze vyjádřit šancemi a riziky, a potenciál vnitřní. Vnitřní potenciál vyjadřuje míru, do které je podnik schopen využít šance vnějšího prostředí a možnosti čelit rizikům vnějšího prostředí. [1, 4]

Strategická analýza podniku by měla obsahovat: [4]

- Relevantní trh
- Schopnosti podniku v porovnání s konkurencí
- Strukturu nákladů
- Dosavadní strategie

Výsledek strategické analýzy by měl poskytnout odpovědi na otázky, jaké jsou z dlouhodobého hlediska perspektivy podniku, jaký vývoj tržeb se dá v budoucnu očekávat a jaká rizika s tím souvisí. Taktéž by měla strategická analýza poskytnout kvalitativní rámec pro plánování budoucího vývoje. [4]

3.2.1. Relevantní trh (analýza vnějšího prostředí)

V této části analýzy dochází k vymezení trhu, na kterém oceňovaný podnik působí, a to z hlediska věcného (produktu), územního, či počtu zákazníků nebo konkurentů. Cílem je posoudit jeho atraktivitu a odhadnout vývoj do budoucna. [4]

Prvním bodem této analýzy je zjištění základních dat o trhu, na kterém firma působí: [1]

- Velikost relevantního trhu – „*Velikost trhu by měla být odhadována především na základě velikosti poptávky, tj. na základě celkového prodeje a spotřeby.*“ [1] Velikost relevantního trhu se vyjadřuje v hodnotových a hmotných jednotkách.
- Vývoj trhu v závislosti na čase – odhad vývoje trhu do budoucna se zakládá na vývoji trhu v minulosti (profesor Mařík doporučuje vycházet minimálně z posledních pěti let).
- Segmentace trhu – vzhledem k tomu, že každá část trhu se vyvíjí různě rychle, doporučuje se trh rozdělit na menší části.

Analýza atraktivity trhu

Po vymezení relevantního trhu musí oceňovatel podrobněji daný trh analyzovat. Cílem této analýzy je vymezení hlavních faktorů, které jsou důležité z hlediska poptávky a možností prodeje. Zohledňovanými kritérii jsou: [1]

- Růst trhu – jestliže roste trh, může to znamenat příležitost pro firmu (příležitost růstu). Musí se však vzít v potaz i možnost růstu rizik, například vyšší investice.
- Velikost trhu – obecně platí, čím větší trh, tím výhodnější situace pro podnik, neboť podnik může lépe uplatnit své zkušenosti.
- Intenzita přímé konkurence – intenzita přímé konkurence ovlivňuje působení podniku na trhu. Čím je konkurence silnější, tím je menší šance, že se podnik na trhu prosadí a udrží.
- Průměrná rentabilita, substitute, bariéry vstupu – čím je atraktivnější trh, na kterém firma působí, tím by mělo být pro podniky jednodušší dosáhnout takové výkonnosti, která dovolí podniku přežít. Atraktivita trhu je ovlivněna bariérami odvětví, na kterém podnik působí, a velikostí nabídky substitutů. Většinou je mezi průměrnou rentabilitou a bariérami vstupu přímo úměrný vztah, kdy s rostoucími bariérami se rentabilita zvyšuje. Ke zvyšování rentability přispívají také menší možnosti substitute.
- Citlivost trhu na konjunkturu – citlivost trhu na konjunkturu se liší dle jednotlivých odvětví. Jedná o závislosti mezi dvěma veličinami, například: procentuální změnou poptávky na procentuální změnu HDP. Obecně platí, čím je citlivost větší, tím je atraktivita trhu, na kterém podnik působí, nižší.
- Struktura a charakter zákazníků – nejvýhodnější pro podnik je, když se na trhu vyskytuje velké množství zákazníků a tito zákazníci nejsou citliví na změnu cen.

Oceňovatel musí výsledky této analýzy zakomponovat do perspektivnosti podniku, a tedy do jeho předpokládaného růstu tržeb. [4]

Vývoj trhu

Po provedení analýzy atraktivity trhu je nutné provést analýzu vývoje trhu. Tato analýza se musí přizpůsobit typu ocenění. Subjektivní ocenění vývoje trhu se zakládá na názoru oceňovatele, objektivizované ocenění vývoje trhu se zakládá na současném stavu podniku a možnostech dalšího vývoje a tržní ocenění vývoje trhu se zakládá na názorech odborné veřejnosti. Pro provedení analýzy trhu je důležité zanalyzovat faktory, které na tržní vývoj působí: [4]

- Faktory národohospodářské – HDP, celková průmyslová výroba, spotřeba a jiné
- Faktory poptávky – příjmy na obyvatele, ceny, počet obyvatel a jejich demografické rozložení
- Faktory specifické pro konkrétní skupinu produktů – spotřební zvyklosti, módní trendy

Pro kvalitní analýzu vývoje trhu profesor Mařík doporučuje objednat marketingovou studii relevantního trhu. V případě, že z nějakých důvodů nelze analýzu objednat, musí se provést

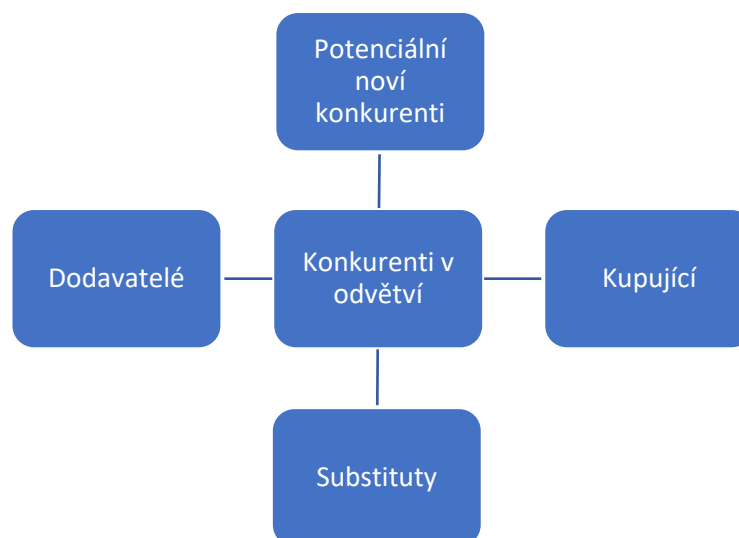
vlastní analýza. Vlastní analýza vývoje trhu by se měla skládat z následujících postupů a jejich následné kombinace: [1]

- Analýza časových řad a jejich extrapolace – tato analýza by se měla zakládat na analýze dosavadního vývoje. K tomu se doporučuje použít vhodnou funkci, klouzavé průměry nebo jiné statistické metody
- Jednoduchá a vícenásobná regresivní analýza – za pomoci regresivní analýzy je možné namodelovat vztahy mezi velikostí poptávky a faktory, které poptávku ovlivňují.
- Odhad budoucího vývoje na základě porovnání se zahraničím – budoucí vývoj se dá například odhadnout z porovnání spotřeby mezi obyvateli České republiky a vybraným státem, jakým je například Francie.

„Výsledná prognóza by tedy měla být jednoznačně podložena určitou technikou a zároveň rozumně posouzena odhadcem. Také je třeba připomenout, že oceňovatel musí pečlivě dbát na to, v jakých cenách prognózy zpracovává.“ [1]

3.2.2. Analýza konkurence podle Portera

Obr. 3.1 znázorňuje model, který vytvořil americký ekonom Michael Porter (1980). Porter tvrdí, že ziskovost odvětví, v němž firma působí, je ovlivňováno 5 vlivy. Žádný z nich není zanedbatelný, a proto se musí každý z nich detailně analyzovat. [9]



Obr. 3.1: Model pěti konkurenčních sil

Zdroj: [9], vlastní zpracování

Konkurenti v odvětví

Konkurencí v odvětví je myšlena konkurence firem, které působí ve stejném oboru. Jelikož firem působících v určitém oboru může být mnoho, je dobré tuto konkurenci ještě dále omezit z hlediska geografického umístění, nebo cílové skupiny zákazníků. Analyzuje se velikost a počet konkurentů, stupeň diferenciacce výrobku, spolehlivost prodejce a znalost potřeb zákazníka. [9]

Podle Tomka je jednou z analýz, která blíže může popsat stávající konkurenci v odvětví, analýza pomocí scoring modelu (viz tab. 3.1). Jde o model, ve kterém se hodnotí údaje k porovnání na předem definované bodové škále. Skóring model je nejčastěji tvořen tabulkou, ve které jsou v levém sloupci uvedeny údaje k porovnání, v následujícím sloupci je váha, kterou dané kritérium má, a následujících několik sloupců představuje bodové ohodnocení daného údaje. Do skóring modelu je výhodné zaznamenávat více konkurentů najednou, neboť je z něj na první pohled patrné, jak si firma stojí v porovnání s ostatními firmami. [9]

Tab. 3.1: Scoring model

Kritéria hodnocení	váha	špatné			střední			dobré			body			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	A	X	Y	
Atraktivita sortimentu	0,15		●				◆					0,30	0,90	1,20
Inovace programu výroby	---				●		◆					---	---	---
Užité technologie				●			◆							
Výzkum a vývoj			◆				◆			●				
Zásobování surovinami										◆				
Flexibilita		◆					◆			●				
Marketing			◆			●				◆				
Finanční potenciál				◆		●				◆				
Distribuce				◆		●				◆				
Úroveň vedení				◆		●				◆				
Suma bodů	1											---	---	---

●—● firma A ◆—◆ konkurence X ◆.....◆ konkurence Y

Zdroj: [9]

Potenciální noví konkurenti

Jelikož nikdo nedokáže předvídat budoucnost, nelze proto předem analyzovat firmu, která se do stejného odvětví teprve chystá vstoupit. Z tohoto důvodu se zde analyzují bariéry, které by nové firmě neumožnily, eventuálně umožnily vstoupit do stejného odvětví. Řešením je proto učinění opatření, která provedou firmy již působící v dané oblasti a které dělají tento trh pro nové firmy neatraktivní. Řešením může být například investice do výrobních strojů, investice do rozvoje současných technologií nebo snížení cen při zachování kvality zboží. [9]

Substituty

Substituty se rozumí takové výrobky, které poskytují uživatelům stejné uspokojení jako výrobky, které již na trhu existují. Je tedy riziko, že si zákazník vybere výrobek nový, ať už od konkurence, nebo od naší firmy, který jeho funkčnost může nahradit. [9]

Dodavatelé

„U dodavatelů je důležitá především jejich vyjednávací moc. Vyjednávací moc dodavatelů roste se zvyšováním stupně koncentrace, dodáváním jedinečných výrobků, ovlivňováním kvality konečného výrobku.“ [9] Tedy čím je více dodavatelů, tím je jejich vyjednávací moc menší. Zároveň je vyjednávací moc ovlivněna formou struktury trhu, existencí substitučních výrobků a důležitostí výrobků pro kupujícího. [9]

Kupující

Podobně jako u dodavatelů i u kupujících je důležitá jejich vyjednávací moc. Čím méně má firma zákazníků, tím je vyjednávací pozice zákazníků lepší. Jestliže má firma jen pár zákazníků, musí se neustále soustředit na jejich potřeby, neboť pokud by to nedělala, hrozilo by, že zákazník odejde ke konkurenci, která mu vyjde vstříc. Tím by mohla být ovlivněna existence původní firmy. Naopak jestliže má firma velké množství zákazníků, měla by identifikovat ty důležité a na ty se soustředit. [9]

3.2.3. Perspektivnost podniku a prognózy tržeb

Perspektivnost podniku se zakládá na atraktivnosti trhu, na kterém firma působí, a jeho konkurenčních silách. Tyto dva faktory se zachycují do modelu bostonské matice, která slouží k posouzení perspektivnosti podniku. [1, 4]

Tab. 3.2: Matice k posouzení perspektivnosti podniku

Konkurenční síla	Velká	Podniky, které by měly změnit své zaměření	Podniky s dobrou perspektivou	Podniky s jednoznačnou perspektivou
	Střední	Podniky, které by měly změnit své zaměření	Podniky s přijatelnou perspektivou	Podniky s dobrou perspektivou
	Malá	Podniky téměř bez perspektivy	Podniky s malou perspektivou	Podniky s omezenou perspektivou
		Nízká	Střední	Vysoká
		Atraktivita trhu		

Zdroj: [1]

Prognóza tržeb vychází z prognózy trhu, z analýzy vnitřního potenciálu a z analýzy konkurenční síly podniku. Výsledek je součin růstu trhu a růstu tržního podílu podniku. „*Pokud nám vyjde z analýzy výrazně jiné tempo, než by vyplývalo z dosavadního vývoje tržeb, musíme být buď schopni tuto změnu dostatečně vysvětlit změnou faktorů analyzovaných v rámci vývoje trhu, vnitřního potenciálu a konkurenční síly, nebo musíme udělat korekci svého původního odhadu.*“ [1]

3.3. Finanční analýza

Finanční analýza je nejdůležitější částí finančního řízení, a proto musí být nedílnou součástí ocenění podniku. Tato analýza se využívá pro zjištění finančního zdraví podniku. Jestliže je oceňování podniku prováděno z důvodu akvizice, musí být finanční analýza provedena jak z pohledu akvizitora, tak i z pohledu kupujícího. Cílem akvizitora je zjistit, jaké je finanční zdraví podniku a zda hospodaření a účetnictví odpovídá požadavkům kupující firmy. Cílem ocenění z pohledu kupující firmy je zjistit informace, které kupující firmě pomohou určit kupní cenu, a podklady pro jednání s majiteli firmy. [1]

Pro kvalitní posouzení finančního zdraví podniku je potřebné mít správné a úplné vstupní údaje z účetních výkazů (rozvahy a výkazu zisku a ztráty). Z dat z těchto výkazů se sestaví analýza, spočítají se a vyhodnotí absolutní, rozdílové a poměrové ukazatele, se kterými se dále pracuje. [4]

Metody, které se používají ve finanční analýze: [5, 8]

- Analýza absolutních ukazatelů
 - Horizontální analýza
 - Vertikální analýza
- Analýza rozdílových ukazatelů
- Analýza cash flow
- Analýza poměrových ukazatelů
 - Ukazatel rentability
 - Ukazatel aktivity
 - Ukazatel zadluženosti
 - Ukazatel likvidity
 - Ukazatel kapitálového trhu
 - Ukazatel provozní činnosti
- Analýza soustav ukazatelů
 - Pyramidové rozklady
 - Predikční rozklady

3.3.1. Analýza absolutních ukazatelů

Horizontální analýza

Horizontální analýza se zaměřuje na vývoj účetní položky v závislosti na čase. Cílem horizontální analýzy je určit meziroční změny (pomocí rovnice 1 a 2), tedy o kolik se sledovaná položka změnila oproti minulému období (většinou se analyzuje po jednotlivých letech). Výstupy horizontální analýzy se dají vyjádřit pomocí bazických a řetězových indexů. [7, 8]

$$\text{Absolutní změna ukazatele} = \text{ukazatel}_t - \text{ukazatel}_{t-1} \quad (1)$$

$$\text{Procentuální změna} = \frac{\text{absolutní změna}}{\text{ukazatel}_{t-1}} * 100 \quad (2)$$

Vertikální analýza

Jak horizontální, tak i vertikální analýza pracuje s absolutními údaji. Na rozdíl od horizontální analýzy se ale zabývá vždy pouze jedním rokem. Podstatou vertikální analýzy je posouzení jednotlivých složek majetku ve vztahu ke kapitálu, tedy zjištění, jakým procentem se jednotlivé složky majetku podílí na celkovém majetku podniku. [7, 8]

3.3.2. Poměrová analýza

Ukazatelé likvidity

Likvidita je schopnost subjektu přeměnit aktiva na hotovostní ekvivalenty, tedy schopnost subjektu získat hotovostní ekvivalenty směnou aktiv. Mezi ukazatele likvidity patří celková likvidita (rovnice 3), pohotová likvidita (rovnice 4), okamžitá likvidita (rovnice 5) a čistý pracovní kapitál (rovnice 6). [5, 8]

$$\text{Celková likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobý cizí kapitál}} \quad (3)$$

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobý cizí kapitál}} \quad (4)$$

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{peněžní prostředky}}{\text{krátkodobý cizí kapitál}} \quad (5)$$

$$\text{Čistý pracovní kapitál} = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobý cizí kapitál} \quad (6)$$

Hlavními výhodami rovnic 3–6 je jejich jednoduchost, srozumitelnost a rozšířenost v praxi. Nevýhodami těchto rovnic je jejich statická a závislost na způsobu ocenění aktiv a pasiv. Uvedené ukazatele slouží především k prvotnímu posouzení podniku. V návaznosti na tyto ukazatele musí být tyto statické ukazatele doplněny o ukazatele dynamické. [7]

Ukazatelé rentability

Rentabilitu lze definovat jako výnosnost vloženého kapitálu. „Ukazatele rentability jsou konstruovány jako poměr konečného efektu dosaženého podnikatelskou činností (výstupu) k nějaké srovnávací základně (vstupu), která může být jak na straně aktiv, tak na straně pasiv, nebo jiné bázi.“ [7] Vzhledem k tomu, že jde o poměrový ukazatel, výsledek udává, kolik Kč připadá na 1 Kč jmenovatele. Mezi výnosností a likviditou existuje velmi silná vazba, neboť výnosnost v sobě odráží likviditu, řízení aktiv a řízení dluhů. V knize profesora Maříka [4] je považován za nejdůležitější ukazatel rentabilita celkového kapitálu. Níže uvádím 3 nejdůležitější ukazatele rentability. [5, 7]

Rentabilita celkového kapitálu (ROA) – vztahuje zisk (EBIT) k celkovým aktivům bez ohledu na to, zda jde o aktiva pořízená z kapitálu vlastníků nebo kapitálu věřitelů. Existuje několik možností výpočtu ROA. Ty se mezi sebou liší tím, který faktor se v čase mění. Rovnice 7 udává nejpoužívanější vzorec pro výpočet ROA. Tento vzorec je vhodné použít v případě, že se mění sazba daně ze zisku nebo struktura financování. V jiných případech je nutné použít jiné vzorce [7].

$$\text{ROA} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Aktiva}} \quad (7)$$

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) – měří vztah mezi čistým ziskem (EAT) a vlastním kapitálem, tedy kolik Kč připadá na jednu Kč vlastního kapitálu. Rovnice 8 udává vzorec pro výpočet ROE. [5, 7]

$$\text{ROE} = \frac{\text{EAT}}{\text{Vlastní kapitál}} \quad (8)$$

Rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu (ROCE) – měří, jak efektivní a výnosné jsou dlouhodobé investice podniku. Za dlouhodobé investice se bere vše kromě krátkodobých závazků, proto ve jmenovateli musí být celková aktiva bez krátkodobých závazků. ROCE se vypočítá podle rovnice 9. [7]

$$\text{ROCE} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Aktiva} - \text{Krátkodobé závazky}} \quad (9)$$

Ukazatelé aktivity

Ukazatelé aktivity vyjadřují, jak efektivně management podniku hospodaří s aktivy a jejich jednotlivými částmi a jak to ovlivňuje výnosnost a likviditu celého podniku. Na základě těchto ukazatelů je možné porovnávat podniky mezi sebou. Je však nutné porovnávat podniky jen napříč odvětvím, neboť pro každé odvětví jsou typické jiné hodnoty. [7]

Na základě ukazatele obrátů aktiv (rovnice 10) zjistíme, kolikrát se aktiva obrátí za určitý časový úsek. Jestliže tuto hodnotu nebudeme porovnávat k odvětví, měla by vždy nabývat hodnoty alespoň 1. Aby se však mohlo jednat o objektivní srovnání, je dobré tuto hodnotu porovnat i s jinými podniky ve stejném odvětví. [7]

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{\text{Roční tržby}}{\text{Celková aktiva}} \quad (10)$$

Obrat dlouhodobého hmotného kapitálu je ukazatelem efektivnosti využívání budov, strojů, zařízení a dalšího dlouhodobého hmotného majetku. [7]

Doba obratu zásob (rovnice 11) vyjadřuje počet dnů, po které jsou zásoby vázány v podniku. Tedy od doby uskladnění do doby jejich spotřeby, nebo jejich prodeje. [7]

$$\text{Doba obratu aktiv} = \frac{\text{Zásoby}}{\frac{\text{Tržby}}{365}} \quad (11)$$

Rychlost obratu pohledávek měří, jak rychle se pohledávky mění na hotovostní peníze. Čím nižší je výsledné číslo, tím rychleji podnik dokáže inkasovat pohledávky a tím rychleji může získané peníze opět investovat. [7]

Pro všechny ukazatele aktivity se musí brát ohled na to, v jakých cenách jsou jednotlivé faktory uvedeny. Čísel i jmenovatel poměrových ukazatelů musí být ve stejných cenách. Jestliže jsou například zásoby v cenách pořizovacích, musí být ve jmenovateli nikoli tržby, ale náklady potřebné na pořízení prodaného zboží. [7]

Ukazatelé zadluženosti

Tyto ukazatele popisují souvislosti mezi cizím a vlastním kapitálem a jejich strukturou. Poměr vlastního a cizího kapitálu je důležitý nejen pro finanční stabilitu podniku. Důvodů pro využívání cizího kapitálu je několik, mezi hlavní z nich patří: [7]

- Podnik nemá dostatečný vlastní kapitál
- Poskytovatel cizího kapitálu nemá právo na práva řízení podniku
- Cizí kapitál je levnější než vlastní kapitál
- Existence daňových efektů
- Existence finanční páky

Hlavními ukazateli zadluženosti podniku jsou:

Celková zadluženost (rovnice 12) vyjadřuje, jak velkou část tvoří cizí kapitál na celkovém kapitálu podniku. Míra samofinancování (rovnice 13) vyjadřuje, kolik procent na celkových aktivech tvoří vlastní kapitál. Součet hodnoty míry samofinancování a míry zadluženosti se musí rovnat jedné. Čím nižší je zadluženost, tedy čím vyšší je míra samofinancování, tím větší je bezpečnostní rezerva proti ztrátám věřitelů. Proto věřitelé upřednostňují podniky s nízkou zadlužeností podniku, naopak vlastníci podniku preferují vyšší zadluženost, neboť s vyšší zadlužeností rostou i výnosy na vlastní kapitál. [7]

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{Cizí kapitál}}{\text{Aktiva}} \quad (12)$$

$$\text{Míra samofinancování} = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Aktiva}} \quad (13)$$

Finanční páka (rovnice 14) je definovaná jako převrácená hodnota míry samofinancování. Na základě finanční páky lze určit, zda je podnik překapitalizován nebo podkapitalizován. Podkapitalizovaný podnik se potýká s nedostatkem kapitálu, což podniku může způsobovat velké problémy s finančními prostředky. [7, 5]

$$\text{Finanční páka} = \frac{\text{Aktiva}}{\text{Vlastní kapitál}} \quad (14)$$

Úrokové krytí (rovnice 15) vyjadřuje, kolikrát může být provozní zisk snížen, jestliže musí být podnik schopen i nadále splácet své úrokové povinnosti. [7, 5]

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Nákladové úroky}} \quad (15)$$

U všech výše uvedených ukazatelů je vhodné porovnávat výsledné hodnoty s hodnotami doporučenými pro dané odvětví. Pro celkové posouzení finančního zdraví podniku je doporučeno brát vztahy mezi jednotlivými ukazateli a hodnotit jejich pohyby. Je normální, že podnik není výborný ve všech sledovaných ukazatelích, ale že v některých se mu daří lépe a v některých hůře. Závěr finanční analýzy však musí být jednoznačný, měl by umět vyjádřit, zda je podnik finančně zdravý a zda lze předpokládat dlouhodobou existenci podniku. Jestliže se při finanční analýze zjistí, že podnik nemá budoucnost, měl by oceňovatel použít metodu na zjištění likvidační hodnoty podniku. Jestliže má podnik budoucnost, měl by oceňovatel přistoupit k určení hodnoty podniku na základě výnosových metod. [7]

3.4. Rozdělení aktiv

Další z mnoha kroků procesu ocenění podniku je rozdělení aktiv podniku na provozně potřebné a provozně nepotřebné. Rozdělení vychází ze zaměření podniku. „*Vycházíme z předpokladu, že podnik má jedno základní podnikatelské zaměření, pro které byl zřízen. Pokud jde o podnik s více podnikatelskými aktivitami, pak by měl být oceňován jako souhrn podnikatelských jednotek, přičemž každá jednotka by měla být oceňována zvlášť.*“ [1]

Provozně potřebná aktiva podnik potřebuje ke své činnosti v určitém objemu a struktuře. Do provozně potřebných aktiv se započítávají i přiměřené kapacitní rezervy. Všechna aktiva, která nepatří do provozně potřebných, patří do provozně nepotřebných. Rozdělení do těchto dvou skupin je individuální pro každý podnik a musí být prováděno specializovanými analytiky a konzultováno s managementem oceňovaného podniku. [1, 4]

Oceňování podniku je rozděleno na ocenění aktiv potřebných a nepotřebných. Provozně potřebná aktiva se oceňují výnosovou metodou, která vychází z dat výsledovky. Nejprve je nutné data ve výsledovce upravit. Z výsledovky musí být vyřazeny náklady a výnosy, které souvisí s existencí provozně nepotřebných aktiv. Vyřazením nákladů a výnosů souvisejících s nepotřebnými aktivy dochází ke korigovanému provoznímu výsledku, který je vytvářen pouze provozně potřebnými aktivy. Provozně nepotřebná aktiva vycházejí z dat, která byla vyřazena a jsou oceňována například z hlediska jejich prodeje nebo jejich likvidace. Součtem hodnot vycházejících z ocenění potřebných i nepotřebných aktiv získáme celkovou hodnotu podniku. [1, 4]

3.5. Analýza generátorů hodnot

Pojmem generátory hodnot se rozumí soubor podnikohospodářských veličin, které dohromady určují hodnotu podniku. Mezi generátory hodnot, které budou použity v praktické části patří: [1]

- Tržby a jejich růst
- Marže z provozního zisku
- Investice do pracovního kapitálu
- Investice do provozně nutného majetku
- Způsob financování
- Diskontní míra

3.5.1. Tržby

„Projekce budoucích tržeb by měla být výsledkem strategické analýzy. Budoucí tržby mohou být dále korigovány v závislosti na kapacitních možnostech jednotlivých podniků.“ [1] Tržby nelze predikovat jen na základě toho, kolik je daný podnik vyrobit, ale také na možnostech trhu, na kterém se podnik nachází. [4]

3.5.2. Provozní zisková marže

Z hodnot tržeb vychází i druhý generátor hodnoty – provozní zisková marže, která se vypočítá podle vzorce 16. [4]

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{\text{Korigovaný provozní výsledek hospodaření}}{\text{Tržby}} \quad (16)$$

Pro predikci provozní marže se je nutné postupovat následovně: [1]

- Vypočítat korigovaný provozní výsledek hospodaření pro minulá období
- Z něj vypočítat provozní ziskovou marži
- Predikovat tržby a provozní náklady
- Určit predikovanou provozní ziskovou marži

3.5.4. Pracovní kapitál

Pracovní kapitál patří mezi jeden z nejdůležitějších generátorů hodnot. Nejde však o klasický provozní kapitál (rozdíl oběžných aktiv a krátkodobého cizího kapitálu), ale o pracovní kapitál vypočtený podle schématu výpočtu 3.1. [1]

$$\begin{array}{r}
 \text{Krátkodobý finanční majetek} \\
 + \text{ zásoby} \\
 + \text{ pohledávky} \\
 - \text{ neúročené závazky} \\
 + \text{ časové rozlišení aktiv} \\
 - \text{ časové rozlišení pasiv} \\
 \hline
 \text{Pracovní kapitál}
 \end{array}$$

Schéma výpočtu 3.1: Výpočet pracovního kapitálu

Zdroj: [1]

Z vypočteného pracovního kapitálu je nutné dopočítat koeficient náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál (vzorec 17). [4]

$$k_{WC} = \frac{\Delta \text{ Pracovního kapitálu}}{\Delta \text{ Tržby}} \quad (17)$$

kde k_{WC} = koeficient náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál
 Δ Pracovního kapitálu = rozdíl pracovního kapitálu mezi prvním a posledním obdobím
 Δ Tržeb = rozdíl tržeb v prvním a posledním obdobím

3.5.5. Dlouhodobý majetek

Stanovení tohoto generátoru hodnoty je jedna z nejobtížnějších částí, které musí oceňovatel udělat. Dlouhodobý majetek je těžké predikovat, protože se podnik neustále vyvíjí. Na základě minulého vývoje podniku, predikce vývoje trh a postavení mezi konkurenty musí oceňovatel určit hodnotu provozně nutného dlouhodobého majetku. Za dlouhodobý majetek, ve smyslu generátoru hodnoty se bere pouze provozně potřebný majetek. Pro výpočet koeficientu náročnosti růstu tržeb na dlouhodobý majetek se použije vzorec 18.

$$k_{DMz} = \frac{\Delta \text{ Provozně nutného dlouhodobého majetku}}{\Delta \text{ Tržby}} \quad (18)$$

kde k_{DMz} = koeficient náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál
 Δ Provozně nutného dlouhodobého majetku = rozdíl provozně nutného dlouhodobého majetku mezi prvním a posledním obdobím
 Δ Tržeb = rozdíl tržeb v prvním a posledním obdobím

„Ačkoli jsou investice pro budoucí existenci podniku a dlouhodobé působení na trhu značně rozhodující, v mnoha případech bývají opomíjeny. Dostatečně silný podnik musí být schopen si nejen vydělat na běžný provoz, ale také so musí vydělat na investice.“ [1]

3.6. Ocenění na základě generátorů hodnoty

Pomocí generátorů hodnot je možné učit přibližnou hodnotu podniku, jestliže jsou podloženy strategickou a finanční analýzou. Pro stanovení hodnoty podniku brutto, je nutné použít vzorec 19. Je nutné zdůraznit, že vypočtenou hodnotu podniku je nutné brát pouze jako orientační. Pro výpočet skutečné hodnoty je nutné použít jiné (např. výnosové) metody. [4]

$$H_b = \frac{X_{t-1} * (1 + g) * r_{ZPx} * (1 - d) - X_{t-1} * g * (k_{WC} + k_{MDx})}{i_k - g} \quad (19)$$

kde X = velikost tržeb za vlastní výrobky a služby
 g = tempo růstu tržeb
 r_{ZPx} = provozní zisková marže
 d = sazba daně z příjmu právnických osob
 k_{WC} = koeficient náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál
 k_{DMz} = koeficient náročnosti růstu tržeb na dlouhodobý majetek
 i_k = diskontní sazba
 t = rok

4. Metody pro oceňování podniku

Při volbě metody je důležité zohledňovat účel, pro který je podnik oceňován. Výsledkem je hodnota podniku vyjádřená pomocí určité peněžní částky a potenciál podniku vyjádřen peněžním ekvivalentem. Profesor Mařík ve svých knihách [1, 4] uvádí, že oceňovací metody se dají rozdělit do tří okruhů a ty poté ještě podrobněji rozdělit.

- Metody vycházející z analýzy výnosů podniku (Výnosové metody)
 - Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
 - Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
 - Metoda ekonomické přidané hodnoty
- Metody opírající se o analýzu aktuálních cen na trhu (Tržní metody)
 - Ocenění na základě tržní kapitalizace
 - Ocenění na základě srovnatelných podniků
 - Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu
 - Ocenění na základě srovnatelných transakcí
- Metody založené na ocenění jednotlivých majetkových položek, které tvoří podnik (Majetkové ocenění)
 - Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen
 - Substanční hodnota na principu reprodukčních cen
 - Likvidační hodnota

„Nejvhodnější je použít všechny tři základní metody. Výsledné ocenění je tvořivou syntézou jejich výsledků.“ [1] Základními předpoklady správného ocenění je brát v úvahu především účel ocenění, druh informací, se kterými oceňovatel pracuje, a správnost jejich analýzy. [1, 4]

4.1. Ocenění podniku na základě analýzy výnosů

Hodnota podniku při oceňování výnosovou metodou vychází z očekávaného výnosu pro jeho vlastníka. Za tyto výnosy mohou být považovány příjmy plynoucí majiteli, ale i jiné veličiny. Proto lze výnosové metody rozdělit na čtyři základní a těmi jsou: [1, 4]

- Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF)
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Metody, které se použijí pro výpočet hodnoty podniku, musí být modifikovány pro kategorii hodnoty, na kterou je podnik oceňován. Pokud je podnik oceňován tržní hodnotou, musí se vycházet z takových výnosů, které trh očekává, a ty diskontovat. Ocenění investiční hodnotou vychází z výnosů, které subjekt očekává, a ty jsou diskontovány požadovanou výnosností konkrétního investora. Při hledání objektivizované hodnoty se počítá s výnosy, které lze považovat za nesporné a snadno doložitelné ke dni ocenění pod podmínkou zachování dosavadního zaměření podniku, vedení a dosavadního způsobu financování podniku. [1, 4]

Dalším rozlišením oceňování jsou možnosti kalkulace cen, které se promítají do výnosů, a tedy do oceňování podniku. Jednou z možností je kalkulace budoucích výnosů v cenách k datu

ocenění (ve stálých cenách očištěných od inflace). Druhou možností je kalkulace budoucích výnosů v běžných (nominálních) cenách. Diskontní míra, která je v této možnosti použita, je také nominální. Při oceňování podniku pomocí metod DCF a EVA je doporučeno používat běžné ceny. [1, 4]

Další věc, kterou musí oceňovatel rozhodnout ještě před započítáním oceňování, je určit, jak bude pracovat s daněmi. Buďto oceňovatel nekalkuluje s daněmi vůbec, nebo kalkuluje jen s daněmi z příjmů podniku (typické pro tržní ocenění), nebo kalkuluje se všemi daněmi, u kterých je podnik plátcem nebo poplatníkem. Jestliže oceňovatel pracuje s třetí možností, pracuje se všemi daněmi, které se podniku týkají, a výsledná hodnota je nejpřesnější. [1, 4]

4.1.1. Metoda diskontovaného peněžního toku

Mezi nejpoužívanější modely patří metody diskontovaných peněžních toků, které označujeme zkratkou DCF. Tato metoda je postavena na hodnotě aktiv odvozené od současné hodnoty budoucích peněžních toků. Při samotném výpočtu oceňovatel vychází z výsledků finančních plánů a předchozích kapitol (Strategická analýza a Finanční analýza). Peněžní toky z finančního plánu musí být upraveny tak, aby nebyl narušen předpokládaný vývoj podniku. Východiskem jsou peněžní prostředky z provozní činnosti podniku po odečtení investic, které jsou nutné pro dosažení určité výše peněžních toků v budoucnu. Výsledkem je volné cash flow (FCF). Postup výpočtu volného cash flow je uveden v následujícím schématu (viz Schéma výpočtu 4.1), které je převzato z knih [1, 4].

Rozlišujeme tři základní techniky pro výpočet výnosové hodnoty metodou DCF: [4]

- Metoda Entity = používá se pro vypočítání hodnoty podniku jako celku
- Metoda Equity = používají se peněžní toky, které plynou jen vlastníkům. Diskontováním těchto toků získáme hodnotu vlastního kapitálu
- Metoda APV = představuje upravenou současnou hodnotu podniku

V této práci bude použita metoda entity, která se skládá ze dvou kroků. V prvním kroku se zjistí peněžní toky, které patří vlastníkům (dividendy) a věřitelům (splátky úvěrů a úroků). Tím, že tyto peněžní toky diskontujeme, získáme hodnotu brutto H_b . V druhém kroku se odečte hodnota cizího kapitálu a přičte se hodnota nepotřebných aktiv. Výsledkem je hodnota netto H_n . [4]

Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVH _D)
- upravená daň z příjmů (= KPVH _D * daňová sazba)
<hr/>
Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)
+ odpisy
+ ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
<hr/>
Předběžný peněžní tok z provozu
- investice do upraveného nutného pracovního kapitálu
- investice do pořízení nutného dlouhodobého majetku
<hr/>
Volný peněžní tok (FCF)

Schéma výpočtu 4.1: Výpočet volného peněžního toku (FCF)

Zdroj: [1]

Konkrétnějším označením pro vlastníky a věřitele je potřebný volný peněžní tok do firmy (zkratka FCF), který slouží k dalšímu rozvoji a fungování podniku. Z volného peněžního toku do firmy se následně musí uspokojit nároky akcionářů a věřitelů. [7]

Podle knihy [7] existují tři základní modely DCF, a to:

- Stabilní růstový model, který vychází z volných peněžních prostředků pro vlastníky a věřitele diskontované průměrnými náklady na kapitál sníženými o udržitelné tempo růstu.
- Dvoufázový model, při jehož zpracování vychází oceňovatel z rozdělení budoucího období na dvě fáze, kdy FCF první fáze je snadno predikovatelný, zatímco druhá fáze běží až do nekonečna, přičemž vše je diskontováno na současnou hodnotu.
- Třífázový model vychází ze stejného základního kamene jako předchozí modely. Jednotlivé fáze se od sebe liší především tempem růstu podniku. Pro stanovení délek jednotlivých fází neexistují žádná pravidla, oceňovatel je stanoví individuálně pro daný podnik.

Pro tržní podmínky České republiky a zároveň za předpokladu dlouhodobé existence podniku se v praxi užívá dvoufázová metoda, která rozděluje budoucí období na dvě fáze. První fáze trvá 3 až 6 let, tj. po období, kdy oceňovatel je schopen vypracovat plány budoucího vývoje peněžních toků jednotlivých let. Druhá fáze počíná koncem období první fáze a běží až do nekonečna. Je označována jako pokračující hodnota. [7]

Výpočet hodnoty podniku dle dvoufázové metody je následující (rovnice 20):

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1 + i_k)^t} + \frac{PH}{(1 + i_k)^T} \quad (20)$$

kde H_b = hodnota podniku brutto
 T = délka první fáze v letech
 FCF = volné cash flow v letech
 PH = pokračující hodnota podniku
 i_k = úroková míra dle průměrných vážených nákladů na kapitál

Pro výpočet hodnoty podniku je velmi důležité vypočítat pokračující hodnotu PH . Mezi nejpoužívanější metody výpočtu patří Gordonův vzorec, který bude využit i v této práci. Další možností je vypočítat hodnotu PH podle Parametrického vzorce. Více informací o způsobu výpočtu PH podle parametrického vzorce je možné získat například v knize [1], v kapitole 4.2.4.2 Techniky výpočtu pokračující hodnoty na straně 159. [1, 4]

Aby bylo možné vypočítat hodnotu dle Gordonova vzorce, je potřeba, aby platily následující předpoklady. Základní parametry (zisková marže, obrat kapitálu, rentabilita kapitálu a podíl na trhu) musí být konstantní. Gordonův vzorec představuje současnou hodnotu nekonečné rostoucí časové řady peněžních toků (viz vzorec 21).

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{i_k - g} \quad (21)$$

kde PH = pokračující hodnota podniku
 FCF = volné cash flow v letech
 T = poslední rok prognózovaného období
 i_k = úroková míra dle průměrných vážených nákladů na kapitál
 g = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během druhé fáze

Další podmínkou pro platnost Gordonova vzorce je požadavek na tempo růstu. Je nutné, aby tempo růstu g bylo menší než úroková míra i_k . Pro výpočet dle Gordonova vzorce musí být správně odhadnut volný peněžní tok pro rok první nekonečné rostoucí řady (tento rok je označen $T+1$). Vzhledem k tomu, že musí být již v tomto roce stanoveno konstantní tempo růstu, je možné FCF v roce $T+1$ vypočítat podle vzorce 22. [1, 4]

$$FCF_{T+1} = FCF_T * (1 + g) \quad (22)$$

Na základě Gordonova vzorce a Dvoufázové metody se vypočítá hodnota podniku brutto. Ta se následně upraví (viz Schéma výpočtu 4.2), aby byla získána hodnota podniku netto, tedy taková hodnota, kterou má podnik ve smyslu investovaného kapitálu. [4]

Hodnota brutto („provozní“)
- hodnota úročeného cizího kapitálu ke dni ocenění
Hodnota vlastního kapitálu („provozní“)
+ hodnota aktiv, která nejsou provozně nutná ke dni ocenění
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku

Schéma výpočtu 4.2: Postup výpočtu výsledné hodnoty podniku

Zdroj: [1]

„Úročený cizí kapitál a neprovozní aktiva se započítávají v jejich hodnotách ke dni ocenění. Provozně nepotřeba aktiva by měla být oceněna, pokud možno, v tržních hodnotách.“ [1]

4.1.2. Metoda kapitalizovaných výnosů

Metoda kapitalizovaných výnosů je nejpoužívanější metodou k ocenění v německy mluvících zemích. Tato metoda určuje hodnotu podniku netto. Je vypočítána z výnosů pouze pro vlastníky, kterých podnik dosáhl v minulém období. Rozlišují se dvě základní varianty této metody: [1, 4, 5]

- První varianta je založena na skutečnosti, že čistý výnos představuje rozdíl mezi peněžními toky, tedy příjmy a výdaji. Tato varianta je velmi podobná metodě diskontovaného peněžního toku.
- Druhá varianta je založena na tom, že čistý výnos je odvozen z upravených výsledků hospodaření, tj. z rozdílů účetně chápaných výnosů a nákladů.

Aby bylo možné určit hodnotu podniku dle této metody, je nutné, aby byly dodrženy následující zásady: [1, 5]

- Pro ocenění je určující jeho účel
- Podnik je nutné oceňovat jako hospodářskou jednotku
- Princip rozhodného dne
- Ocenění provozně nutného majetku
- Ocenění neprovozního majetku
- Zásada transparentnosti posudku

Samotný výpočet dle metody kapitalizovaných výnosů je možné provést dvěma způsoby: metodou analytickou a metodou paušální.

Analytická metoda

Analytická metoda je obdoba metody diskontovaného peněžního toku. Postup získání vstupních dat pro tuto metodu je rozdílný podle toho, zda jde o metodu objektivizovanou nebo subjektivní. „Při objektivizovaném ocenění bychom měli vycházet z řady odnímatelných čistých výnosů, tj. skutečných, účetní politikou co nejméně ovlivněných budoucích výsledků hospodaření, které mohou být rozděleny, aniž by byl ohrožen budoucí výnosový potenciál podniku.“ [1] Na základě budoucích odnímatelných čistých výnosů a předpokladu pokračování podniku se vypočítá hodnota podniku netto podle upravené dvoufázové metody (viz vzorec 23, zdroj [1]). [1, 5]

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{\check{C}V_t}{(1 + i_k)^t} + \frac{T\check{C}V}{i_k * (1 + i_k)^T} \quad (23)$$

kde H_n = hodnota podniku netto
 $\check{C}V_t$ = odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy
 $T\check{C}V$ = trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi
 T = délka období, pro které je možné odhadnout čistý výnos
 i_k = kalkulovaná úroková míra

Paušální metoda

Paušální metoda se používá v případech, kdy není možné predikovat budoucnost podniku. Je například vhodná pro podniky, které pracují na zakázku a které mohou nadále růst nebo v dohledné době ukončit svou činnost. Je nutné zdůraznit, že tato metoda nebere v úvahu růstové možnosti podniku. Nejprve je nutné vypočítat trvale odnímatelný čistý výnos (viz rovnice 24, zdroj [1]).

$$T\check{C}V = \sum_{t=1}^K q_t * \check{C}V_t \quad (24)$$

kde $T\check{C}V$ = trvale odnímatelný čistý výnos
 $\check{C}V_t$ = minulé upravené čisté výnosy
 q_t = váhy, které určují význam minulých upravených čistých výnosů
 K = počet minulých let zahrnutých do výpočtu

Jestliže máme vypočítaný odhad trvale odnímatelného čistého výnosu, můžeme určit hodnotu podniku netto pomocí vzorce pro nekonečnou rentu (viz vzorec 25, zdroj [1])

$$H_n = \frac{T\check{C}V}{i_k} \quad (25)$$

kde H_n = hodnot podniku netto
 $T\check{C}V$ = trvale odnímatelný čistý výnos
 i_k = kalkulovaná úroková míra

4.1.3. Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ekonomická přidaná hodnota, anglicky economic value added (zkratka EVA), je používaný ukazatel nejen pro určení hodnoty podniku netto. Hodnocení podniku podle ukazatele EVA je složitější než u předchozích metod, ovšem má řadu výhod. Hlavní výhodou je kombinace hospodářského výsledku s velikostí rizika spojeného s dosahováním tohoto výsledku. Základním principem ekonomické přidané hodnoty je měření ekonomického zisku, který podnik vykazuje, když jsou uhrazeny všechny náklady (jak běžné, tak i náklady na cizí a vlastní kapitál). [4, 5]

Ukazatel EVA má mnoho využití. Dá se například použít jako ukazatel při finanční analýze nebo se dá využít jako nástroj pro řízení podniku a motivování pracovníků nebo právě v oceňování podniku. [1, 5]

Ukazatel ekonomické přidané hodnoty je možné chápat jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu (viz rovnice 26, zdroj [1]). Jestliže je EVA kladná, potom lze tuto hodnotu chápat jako hodnotu nově vytvořenou. Jestliže je EVA záporná, je možné ji chápat jako úbytek hodnoty. [1, 4, 5]

$$EVA = NOPAT - \text{Capital} * WACC \quad (26)$$

kde $NOPAT$ = zisk z operativní činnosti (Net Operating Profit after Taxes)
 Capital = kapitál vázaný v aktivech, který slouží k operativní činnosti podniku
 $WACC$ = průměrné vážené náklady kapitálu

Pro výpočet ukazatele EVA je nutné vyčíslit kapitál vázaný v aktivech (Capital), který se dá spočítat jako součet čistých provozně nutných aktiv (NOA) a tržní přidané hodnoty (MVA). Pro samotný výpočet se opět použije dvoufázová metoda, přičemž druhá fáze je počítána v podobě renty ze stabilní ekonomické přidané hodnoty do nekonečna. Vzorec pro dvoufázovou metodu je uveden níže (vzorec 27). [1, 4, 5]

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC * (1 + WACC)^T} - D_0 + A_0 \quad (27)$$

Při rozepsání ukazatele EVA má vzorec následující podobu (vzorec 28).

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{NOPAT_t - WACC * NOA_{t-1}}{(1 + WACC)^t} + \frac{NOPAT_{T+1} - WACC * NOA_T}{WACC * (1 + WACC)^T} - D_0 + A_0 \quad (28)$$

- kde
- H_n = hodnota vlastního kapitálu podniku
 - EVA_t = EVA v roce t
 - NOA_0 = čistá operační hodnota aktiva k datu ocenění
 - NOA_{t-1} = čistá operační aktiva ke konci předchozího roku
 - $NOPAT_t$ = operační výsledek hospodaření po dani v roce t
 - T = počet let explicitně plánovaných EVA
 - WACC = průměrné náklady na kapitál
 - D_0 = hodnota určených dluhů k datu ocenění
 - A_0 = neoperativní aktiva k datu ocenění

Ocenění podniku podle metody EVA by mělo být shodné s oceněním metodou DCF, proto je možné obě metody považovat za rovnocenné. [4, 5]

4.2. Metody založené na analýze trhu

„Jedná se o metody, které jsou běžnému občanovi nejbližší. Pokud má v úmyslu něco prodat, obvykle potřebuje zjistit, kolik lze rozumně požadovat. Nejjednodušší způsob je ptát se, za kolik se v daném období daná věc prodává. Jedná-li se o běžně obchodovatelný statek s omezeným rozptylem vlastností, nečiní ocenění žádné větší problémy. Podmínkou ovšem je značná četnost případů a omezený rozptyl vlastností, které mají na cenu výraznější vliv.“ [1]

Existují 2 způsoby, jak na základě analýzy trhu určit hodnotu podniku.

4.2.1. Přímé ocenění z dat kapitálového trhu

Přímé ocenění se používá v případech, kdy chceme ocenit akciovou společnost, která má běžně obchodovatelné akcie. K vypočtení hodnoty podniku stačí určit adekvátní tržní cenu akcie. Nedá se totiž brát jen poslední známá tržní hodnota akcie, ale musí se brát ohled na volatilitu akcie. Většinou se za adekvátní tržní cenu považuje průměr tržní ceny za poslední období. Další možností je vypočítat adekvátní tržní cenu ze vztahu mezi mezní a průměrnou hodnotou. Výpočet hodnoty podniku (H) dle přímého ocenění z dat kapitálového trhu uvádí vzorec 29. [1]

$$H = \text{cena akcie} * \text{počet akcií} \quad (29)$$

Při prodeji i koupi většího počtu akcií nelze předpokládat, že by cena byla stále stejná. Na základě zkušeností z vyspělých trhů naroste cena akcií při prodeji většího množství zhruba o 20-50 %. Tento nárůst se označuje jako prémie, která má následující vysvětlení: [4]

- Akcie jsou přepřeceně – nastává jen v malém počtu případů, neboť trhy cenu stabilizují
- Prémie je cenou za možnost kontrolovat chod společnosti
- Prémie představuje náklady zastoupení – platba managementu za řízení společnosti

4.2.2. Ocenění metodou tržního porovnání

Pomocí metody tržního porovnání se oceňují podniky, které nejsou akciovými společnostmi, nebo takové akciové společnosti, které nemají volně obchodovatelné akcie. Jádro této metody spočívá v podobnosti podniků, tržní hodnotu podniku odhadujeme na základě informací o konkrétních cenách nebo tržních hodnotách obdobných aktiv. Reálně je velmi těžké najít srovnatelné podniky, obzvláště v České republice, proto se často využívají data ze Spojených států přepočítaná adekvátním kurzem. [1, 4]

Existují tři způsoby pro výpočet hodnoty podniku, v praxi se používají jen dva, neboť třetí z nich je založen jen na datech z burzy. Hodnotu, která vychází z této metody, je nutné brát pouze jako orientační. *„Pokud nemáme k dispozici dostatečně spolehlivá data ze srovnatelných podniků, a přesto musíme zjistit tržní hodnotu podniku, měli bychom se pokusit alespoň o orientační propočty na základě průměrných dat.“* [1, 4]

- Metoda srovnatelných podniků – srovnává se oceňovaný podnik s podniky, které jsou k určitému období již oceněny. Nalézt takový podnik je obtížné, neboť neexistují dva zcela identické podniky. Proto by se mělo brát v úvahu 5-8 srovnatelných podniků, které se liší od oceňovaného podniku jen minimálně. Na základě průměru hodnoty těchto podniků následně určit hodnotu akcie. Na základě přepočtu se poté určí hodnota podniku jako u metody přímého ocenění z dat kapitálového trhu.
- Metoda srovnatelných transakcí – je obdobná jako metoda srovnatelných podniků. Rozdíl je však v tom, že počítáme na základě skutečně zaplacené ceny za prodaný podnik v poslední době a tím získáme hodnotu podniku jako celku.

- Odvození hodnoty podniku z údajů o podnicích uváděných na burzu – jde o stejný postup jako v případě metody srovnatelných podniků jen s tím rozdílem, že souborem vstupních dat jsou data z burzy. Tato metoda má kvůli omezenosti dat pouze podpůrný charakter.

4.3. Ocenění na základě analýzy majetku

Metody ocenění na základě analýzy majetku jsou založeny na součtu jednotlivě oceněných položek majetku. Hodnota podniku dle těchto metod je dána množstvím a strukturou oceněných závazků. Metody k určení hodnoty podniku na základě analýzy majetku existují dvě, v závislosti na tom, zda předpokládáme pokračování podniku: [1]

- Likvidační hodnota – nepředpokládá se dlouhodobá existence podniku
- Princip pokračování podniku

4.3.1. Likvidační hodnota

Likvidační hodnota podniku se zjišťuje v případech, že podnik bude rozdělen, rozprodán, nebo zcela zlikvidován. „Z určitého úhlu pohledu může být ocenění likvidační hodnotou označeno i za metodu výnosovou, neboť hodnota podniku bude dána předpokládanými příjmy z likvidace.“ [1] Nejde však o příjmy z podniku, nýbrž o příjmy z odprodeje nebo likvidace položek. Cena za likvidaci jednotlivých položek je závislá na tom, zda je podnik pod vnějším tlakem (především pod tlakem věřitelů), nebo je likvidace dobrovolná. Příjmy při likvidaci dobrovolné budou vyšší a měly by dosahovat tržních hodnot, neboť budou na trh položky uvolňovány postupně, čímž nedojde k přesycení trhu a tím snížení ceny položky. Mezi likvidační hodnotu podniku nepatří jen příjmy z likvidace, ale je nutné od nich odečíst náklady na likvidaci (v podobě odstupného nebo nákladů na fyzickou likvidaci majetku). [1]

Likvidační hodnota bude použita v následujících případech: [1]

- Ocenění podniků s omezenou životností – u takových podniků je nutné kombinovat likvidační hodnotu podniku v době ukončení životnosti s výnosovou metodou do doby ukončení podniku.
- Ocenění podniku ztrátových – v případě ztrátových podniků je výnosová hodnota záporná, proto je dobré v takových případech nepoužívat výnosovou metodu, ale určit hodnotu podniku pouze pomocí likvidační hodnoty.
- Odhad dolní hranice ocenění podniku – jestliže je likvidační hodnota vyšší než hodnota vypočtená pomocí výnosové metody, je brána likvidační hodnota jako dolní odhad hodnoty podniku
- Rozhodování mezi likvidací a sanací podniku – v případech, že má podnik problémy, je doporučeno jej ocenit jak likvidační hodnotou, tak i výnosovou metodou, která je založena na sanačním plánu. Jestliže vyjde likvidační hodnota vyšší než výnosová metoda, profesor Mařík v knize [1] doporučuje takový podnik zlikvidovat.

4.3.2. Princip pokračování podniku

Při předpokladu pokračování podniku je možné majetek podniku ocenit několika způsoby v závislosti na tom, v jakých cenách jsou ceny položek vyjádřeny. [4]

Účetní hodnota na principu historických cen

Určení hodnoty podniku na základě historických cen vychází z toho, za kolik byl tento majetek pořízen. To může být problém především u dlouhodobého majetku, kde může být rozdíl od reality značný. Proto je nutné brát hodnotu podniku vypočítanou na základě historických cen pouze jako doplňkovou. [1]

Účetní hodnota na principu reprodukčních cen

Tento způsob spočívá v tom, za kolik by bylo možné znovu vybudovat stejný podnik. V této metodě, stejně jako u metody diskontovaného cash flow, se opět dá určit hodnota podniku brutto i netto. Hodnota brutto představuje hodnotu podniku, kterou získáme, pokud bychom kupovali stejné nebo obdobné položky, které již firma vlastní. Pokud se od této hodnoty odečtou dluhy, získá se hodnota netto. [4]

V ideálním případě bychom měli umět ocenit jak veškerý hmotný, tak i nehmotný majetek. Problémem je ocenění nehmotného majetku – ať už patentů, ochranných známek, know-how, tak i ocenění vztahů k odběratelům, dodavatelům a vlastnímu personálu. Jestliže je možné ocenit veškerý nehmotný majetek, hovoříme o úplné substanční hodnotě. Jestliže nedokážeme ocenit veškerý majetek, hovoříme pouze o neúplné substanční hodnotě. [4]

Opět tak jako u metody diskontovaného cash flow, tak i v této metodě je nutné umět rozdělit majetek na provozně nutný a majetek nepotřebný k provozu. Účetní hodnotu bychom měli hledat jen u provozně nutného majetku, provozně nepotřebný majetek bychom měli prodat. Provozně nepotřebný majetek musíme ocenit pomocí likvidační metody. Výsledná hodnota je určena jako součet reprodukčních cen provozně nutného majetku a likvidační hodnoty provozně nenutného majetku. [4]

5. Závěr k teorii ocenění podniku

Pro určení finální hodnoty podniku je nutné použít více metod a na jejich základě určit rozmezí, ve kterém by měla ležet finální hodnota podniku. Problémem je, že hodnota podniku se dle jednotlivých metod často liší. Proto je nutné některé metody upřednostnit před ostatními. V seznamu uvedeném níže je popsáno, kdy se která metoda doporučuje použít. [1]

- účetní ocenění – má pouze informativní roli.
- likvidační hodnota s neúplnou substanční hodnotou – doporučuje se využít v případech, kdy jde o firmu, u které se předpokládá omezená životnost.
- likvidační hodnota – má vypovídající hodnotu v případech, kdy je podnik před likvidací. U ostatních podniků určuje dolní hranici, pod kterou by podnik neměl být prodán.
- úplná substanční hodnota – určuje horní hranici hodnoty podniku, většinou ji však nelze určit.
- metoda DCF a EVA – mají důležitou roli, a proto by měly být provedeny vždy, kdy je to možné. Velkou roli mají tyto metody u prosperujících podniků.
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů – doporučuje se použít tam, kde není možné plánovat dlouhodobé finanční toky.
- metoda tržního porovnání – měla by být ze své podstaty nejdůležitější. Na malých trzích, jako jsou v Evropě, však není dostatek podobných podniků, a proto je v Evropě tato metoda považována jen jako doplňková. Na velkých trzích, například v USA, jde o základní metodu, kterou se oceňují podniky.

„Můžeme tedy říci, že i pro výběr metod je obvykle rozhodující funkce či účel ocenění, přání klienta a v obecnějším pohledu i postoj trhu. Obecně však platí, že při oceňování by mělo být použito, pokud možno, více metod. Souhrnné ocenění je pak vyvozeno z ocenění dílčích na základě zkušeností a intuice oceňovatele.“ [1]

Praktická část

6. Charakteristika ekonomického subjektu

6.1. Základní informace o společnosti

Název: Incad, spol. s.r.o. v likvidaci

Právní forma společnosti: Společnost s ručením omezeným

Sídlo společnosti: Praha 4, U krčského nádraží 2062/38a, PSČ 140 00

Předmět podnikání:

- Výroba, instalace, opravy elektrických strojů a přístrojů, elektronických a telekomunikačních zařízení
- Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona

Web: <https://www.searchtechnologies.com/cs>

V této práci se vyskytuje kromě firmy Incad, spol. s.r.o. v likvidaci (dále jen Incad) i další společnost, která má v historii firmy Incad důležitou roli. Informace o této společnosti uvádím níže.

Název: Search Technologies

Právní forma společnosti: Privately held company (ekvivalent společnosti s ručením omezeným)

Sídlo společnosti: Herndon, Virginia, United States

Předmět podnikání:

- Big Data
- Search Engine

Web: <https://www.searchtechnologies.com>

6.2. Působnost společnosti

Jak bylo zmíněno v úvodu, společnost Incad i společnost Search Technologies poskytují služby a řešení v oblasti Enterprise Search a Big Data. Kromě tohoto primárního zaměření firem se společnost Incad specializuje na systémy pro digitalizaci dat.

Obě firmy zajišťují všechny fáze životního cyklu řešení:

- Konzultační a poradenskou činnost
- Specifikaci technických a programových prostředků a jejich dodávky
- Vývoj aplikačního programového vybavení podle potřeb uživatele
- Školení uživatelů
- Spoluúčast při zkušebním provozu až do jeho předání do rutinního provozu
- Autorský dozor nad chodem realizovaného systému
- Podporu uživatelům po celou dobu životnosti systému

6.3. Historie firmy

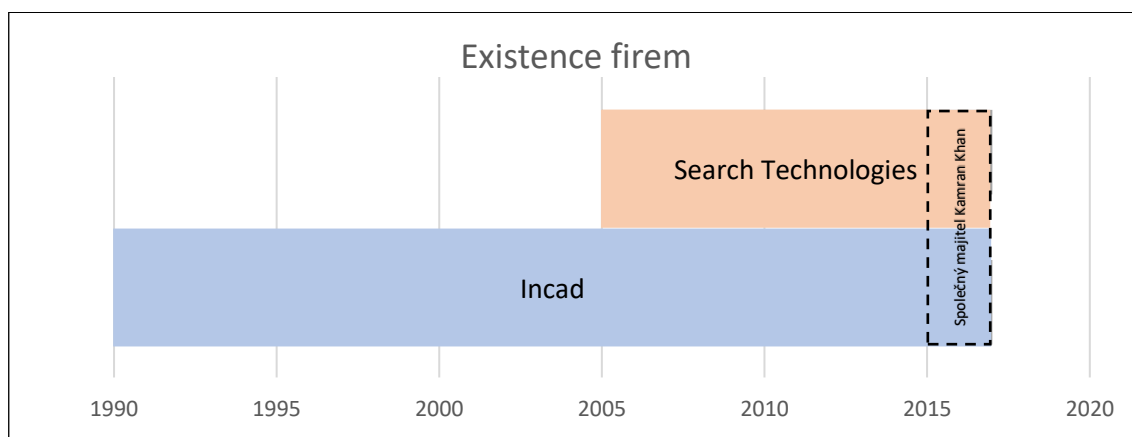
Společnost Incad se od svého založení věnovala práci s daty. Nejprve se jednalo o tvorbu dat, později se k tomu přidalo i vyhledávání. Základní body historie společnosti Incad, s.r.o. popisuje následující text:

- 1990 – založena firma Incad, spol. s r.o.
- 1991 – spolupráce s firmou Sun Microsystems
- 1996 – spolupráce s firmou Excalibur Technologies na projektech mimo ČR
- 2005 – spolupráce mezi Incadem a FAST Search and Transfer
- 2009 – FAST Search and Transfer se stává divizí Incadu
- 2014 – spolupráce mezi Incadem a Search Technologies
- 2015 – Kamran Khan (majitel Search Technologies) kupuje společnost Incad

Pavel Kocourek, jednatel společnosti Incad s.r.o., o tomto spojení prohlásil: *„Pro náš tým je sloučení se Search Technologies skvělá zpráva. Tento krok nám umožní zlepšit služby stávajícím zákazníkům v České republice a zároveň uplatnit zkušenosti našich pracovníků na řadě projektů, které se Search Technologies realizujeme v Evropě i ve světě.“* [10] CEO společnosti Search Technologie Kamran Khan akvizici okomentoval slovy: *„Díky akvizici výrazně rozšíříme naši zákaznickou základnu, působení i technické dovednosti v rámci celé Evropy, a upevníme tak naši pozici největší společnosti v oblasti vyhledávacích řešení na světě.“* [10]

Ačkoli bylo spojení společností Search Technologies a Incad prezentováno jako akvizice, došlo jen ke změně majitele společnosti Incad, kterým se stal CEO společnosti Search Technologies Kamran Khan. Společnost Incad existovala i nadále, ale měla stejného majitele jako společnost Search Technologies. Došlo však k úpravě webové prezentace společnosti Incad. Původní webové stránky Incadu byly zachovány, neboť hodnocení dle vyhledávačů Google.com a Yahoo.com bylo mnohonásobně větší než hodnocení webových stránek Search Technologies. Důvodem je fakt, že na webové stránky Incadu odkazují všechna webová řešení, které společnost vyvinula. Z tohoto důvodu společností vyplatilo ponechat obě webové stránky funkční. Na webových stránkách Incadu byl však uživatel po zvolení většiny sekcí přesměrován na českou verzi webových stránek Search Technologies.

Zjednodušený pohled na historii obou firem popisuje grafické znázornění obr. 6.1.



Obr. 6.1: Grafické znázornění existence společností
Zdroj: vlastní zpracování

6.4. Incad a lidské zdroje

Společnost Incad, s.r.o. má jedinou pobočku, která se nachází v Praze v Krči. Tato pobočka slouží jako vývojové centrum pro nadnárodní společnost Search Technologies. Vzhledem k tomu, že obě společnosti dodávají Enterprise Search & Big Data řešení státním i soukromým organizacím po celém světě, musela být zákazníkům zajištěna IT podpora 24 hodin denně. Tu zajišťují celkem 3 pobočky, které si službu předávají po 8 hodinách. Podporu zprostředkovává vývojové centrum v Praze a pobočky Search Technologies v San Jose (Kostarika) a v Manile na Filipínách.

Ke konci června 2017 pracovalo pro Incad 20 zaměstnanců. Z těchto 20 zaměstnanců jich je 15 stálých a 5 externích. Počet pracovníků v Praze v jednotlivých odděleních uvádí tab. 6.1.

Tab. 6.1: Lidské zdroje společnosti Incad k 30.6.2017

Oddělení	Počet pracovníků
Search implementation	4
Development	9
Technical support	2
Management, sales	2
Administration	3
Celkem pracovníků	20

Zdroj: rozhovor s jednatelem společnosti – vlastní zpracování

Společnost nemá problémy s fluktuací zaměstnanců, své zaměstnance si umí udržet. Při získávání nových pracovníků společnost dává přednost spolupráci se začínajícími vývojáři, kteří své pracovní zkušenosti teprve získávají. Dává jim možnost pracovat zpočátku na národních, později na nadnárodních projektech. Specialisté ze všech poboček Search Technologies a Incadu se každoročně setkávají na celofiremním meetingu, kde mají možnost sdílet své zkušenosti a jsou školeni.

6.5. Produkty

Společnost Incad se věnuje především digitalizaci dat. Ve spolupráci se Search Technologies vyvinula několik specializovaných vyhledávacích nástrojů určených pro Enterprise Search & Big Data.

Trh s vyhledávacími technologiemi má velký potenciál. Vzhledem k neustálému růstu objemu dat v elektronické podobě roste i potřeba se v těchto datech orientovat a pracovat s nimi. Jednou z možností, jak s těmito daty efektivně pracovat, je pomocí vyhledávacích nástrojů, které na základě indexů umí požadovaná data nalézt velmi rychle.

Oproti tomu trh digitalizace již takový potenciál nemá. V současné době existuje na trhu mnoho firem, které tyto služby nabízí, a proto jejich poskytování již není tolik ziskové. Proces digitalizace je založen na tom, že jsou dokumenty v papírové podobě naskenovány a doplněny o metadata. Celý takto popsaný soubor je uložen do databáze. Každý typ média je popsán jinou strukturou metadat. Pravidla pro digitalizaci jsou přesně dána. Metadata se řídí standardy, které určuje a schvaluje Národní digitální knihovna. V současné době existuje pro metadata dokumentů 7 standardů, které se od sebe liší použitím a strukturou.

6.5.1. Enterprise Search & Big Data

Obě společnosti se věnují návrhu, implementaci, IT podpoře, školení a konzultacím v oblasti vyhledávacích technologií pro interní i externí využití. Termínem Enterprise Search se označuje cílené vyhledávání strukturovaných i nestrukturovaných dat napříč celou organizací. Správná implementace Enterprise Search v organizaci znamená snadno použitelné rozhraní pro přístup, třídění a znovupoužití dat v souladu s pravidly bezpečnosti a platné legislativy.

Termínem Big Data jsou označovány rozsáhlé soubory dat, které jsou tak velké, že není možné je běžnými softwarovými prostředky v reálném čase zpracovat.

Mezi případy užití – nasazení vyhledávací technologie patří:

- Corporate Wide Search (celopodnikové vyhledávání) – firemní celistvá řešení, která vyhledávají informace v různorodých uložitích dokumentů, obsahující různé formáty a zpřístupňují tyto informace všem zaměstnancům.
- E-Commerce (e-obchodování) – optimalizované vyhledávání u e-shopů, zaměřené na to, aby zákazník vždy našel to, co hledal.
- Media & Publishing (media a nakladatelství) – vzhledem k rychlému vývoji technologií, je nutné, aby nakladatelství a média používala specializované aplikace, které svým

uživatelům (čtenářům) usnadňují nalezení zajímavých článků. Podle zaměření zobrazeného článku vyhledá články s podobným zaměřením.

- Government (Vláda) – aplikace, které umí zpracovat velké množství dat v krátkém čase, ačkoli jsou tato data zašifrována (kvůli bezpečnosti informací především u Ministerstva financí).
- Fraud Detection (Odhalování pojistných podvodů) – aplikace, které jsou postaveny na vyhledávání a Big Data. Výsledkem je urychlené nalezení nápadných řetězců chování a odhalení pojistných podvodů.
- Search and Match for Recruiters (Personalistika) – aplikace, které umí na základě sofistikovaných algoritmů vyhodnotit nejvhodnějšího kandidáta podle požadovaných kritérií (obsah životopisu, praxe, zeměpisná poloha, zaměření a jiná vlastní kritéria).

V současné době se společnosti zaměřují především na Corporate Wide Search – celopodnikové vyhledávání, neboť je toto odvětví nejziskovější a zákazníci o něj mají největší zájem.

6.5.2. Digitalizace

Pražský Incad se zabývá také vývojem open source softwaru a dodáváním skenovacího zařízení Image Access a Traventus. Toto zařízení je nutné k převodu dokumentů do elektronické podoby. V současné době je toto odvětví vysoce konkurenční s malými bariérami vstupů.

6.5.3. Shrnutí

Vzhledem ke strategickému rozhodnutí Kamran Khana se Incad přeorientoval pouze na oblast Enterprise Search. Silná konkurence v oblasti digitalizace je důvodem, proč společnost nechce tříštit své síly na dvě oblasti, ale bude se plně soustředit na oblast Enterprise Search, kde je konkurence malá.

6.6. Zákazníci

V této a dalších částech diplomové práce se budu věnovat již pouze společnosti Incad a jejím zákazníkům a projektům.

Společnost Incad je primárně zaměřena na český trh. Seznam uvedený níže uvádí významné české zákazníky společnosti spolu s projekty, které pro ně byly realizovány.

- Škoda Auto – B2B/B2C portál, Technická knihovna
- O₂ Czech Republic – intranet, Call Centrum
- Český Rozhlas – portál hledání (viz obr. 6.2), interní systém
- Česká pojišťovna – intranet SharePoint
- Invia – online katalog dovolených (viz obr. 6.3)
- Městská knihovna Praha – katalog knih (viz obr. 6.4)
- Národní knihovna České republiky – digitalizace dokumentů

- Národní technická knihovna – GreyLiterature portal
- Rádio Svobodná Evropa / Radio Liberty – News portál
- Knihovna Akademie věd ČR – projekt Kramerius a ProArc

Výsledky hledání

Jak vyhledávat na webu Rozhlasu? | Celkem 1441678 nalezených příspěvků

Stanice

<input type="checkbox"/>	ČRo Radiožurnál	(356588)
<input type="checkbox"/>	ČRo Dvojka	(117106)
<input type="checkbox"/>	ČRo Vltava	(103903)
<input type="checkbox"/>	ČRo Plus	(66147)
<input type="checkbox"/>	ČRo Radio Wave	(86021)
<input type="checkbox"/>	ČRo Jazz	(2733)
<input type="checkbox"/>	ČRo D-Dur	(632)
<input type="checkbox"/>	Rádio Junior	(9438)

všechny stanice ...

Pořady


<input type="radio"/>	Zprávy	(171746)
<input type="radio"/>	Mozaika	(46665)
<input type="radio"/>	Názory a argumenty	(33107)
<input type="radio"/>	Sportžurnál (archiv)	(17673)
<input type="radio"/>	Ranní Radiožurnál (archiv)	(17264)

více ...

Vše | Články | Audia | Zprávy | Lidé z rádia

řadit podle: Data | Relevance


Web zpravodajství 7.5.2019 09:45



Praha přivítá Eltona Johna, zakončuje svou hudební cestu delší než půl století

Britský zpěvák a klavírista Elton John v úterý naposledy vystoupí v Česku. Fanoušci ho večer přivítají v pražské O2 areně. Koncert je součástí série vystoupení s názvem Farewell Yellow Brick Road. Trvá už třetím rokem a čítá přes 300 koncertů. Rozlučkové vystoupení fanouškům ukáže jeho více než padesátiletou hudební cestu. Elton John přitom dokáže publikum zaujmout nejen svými třípytlivými kostýmy, ale třeba i hraním na piano nohama.


Web zpravodajství 7.5.2019 09:37



Po návratu na vrchol ocenění od státu. Tiger Woods dostal od Trumpa nejvyšší civilní vyznamenání

Americký prezident Donald Trump udělil golfistovi Tigeru Woodsovi Prezidentskou medaili svobody, nejvyšší civilní vyznamenání ve Spojených státech. Třiačtyřicetiletý Woods, jenž minulý měsíc triumfem na Masters završil svůj úspěšný návrat do špičky po vleklých zdravotních a osobních problémech, je čtvrtým golfistou, který toto ocenění dostal.

Jazzofon 7.5.2019 09:30



Bigband Panorama Jana Hály

Kanadský big band s názvem Hard Rubber Orchestra.

Glosa Plus 7.5.2019 09:25

Obr. 6.2: Portál hledání Českého rozhlasu
Zdroj: internetové stránky Českého rozhlasu [11]

Všechny zájezdy Last Minute First Minute

Země, oblast, město: Dominikánská republika

Nejdříve od: 07.05.2019 Nejpозději do: []

Délka: 1 týden (7-9 dní)

Úroveň hotelu: nerozhoduje

Strava: nerozhoduje

Doprava: Česká letiště

Typ zájezdu: nerozhoduje

Dovolená Dominikánská republika - 25 781 zájezdů

DOPORUČUJEME

Dominikánská republika 41 500 Kč SLEVA 24% Bavaro Princess Resort Spa And Casino ★★★★★ Praha All Inclusive 8.5. - 16.5.2019	Dominikánská republika 36 700 Kč SLEVA 19% Be Live Collection Canoa ★★★★★ Praha All Inclusive 8.5. - 16.5.2019	Dominikánská republika 34 561 Kč SLEVA 27% Grand Bahia Principe Turquesa ★★★★★ Praha All Inclusive 8.5. - 16.5.2019
--	---	--

Filtrovat výsledky podle...

Cenové rozpětí
0 Kč - 700 700 Kč

Akce a slevy

- Dítě zdarma / se slevou (0)
- Seniorská sleva (0)
- Akce (0)
- Novomanželská sleva (0)

Od nejlevnějšího Nejprodávanejší Nejlépe hodnocené

Iberostar Punta Cana ★★★★★ již od 34 561 Kč

Dominikánská republika – Punta Cana

8.5. - 16.5. (9 dní) **LAST MINUTE -27%** Odlet zítra
Praha | All Inclusive Od 34 900 Kč

Obr. 6.3: Online katalog dovolených
Zdroj: internetové stránky společnosti Invia [12]

Městská knihovna v Praze

sherlock Hledat všude Hledat

Téma měsíce Svět knihy 2019!

Hlavní stránka > Katalog on-line > Výsledky Pobočky uzavřeny ve středu 8. května 2019!

Výsledků: 643 Řadit dle: Shody

Přepnout na řádkové zobrazení

Upravit hledání

Čtenářská kategorie

- kniha (320)
- e-kniha (41)
- CD (40)
- komiks (35)
- komplet (kniha+nosič) (34)
- Zobrazit více

- Jen na pobočce -

- Dostupnost -

Autor

Dílo ★★★★★
Sherlock Holmes
Doyle, Arthur Conan
divadelní hra, scénář (1), CD (7), kniha (4), komplet (kniha+nosič) (1)
němčina, čeština, angličtina

Dílo ★★★★★
The return of Sherlock Holmes
Doyle, Arthur Conan
mag. kazeta (1), kniha (6), komplet (kniha+nosič) (2)
němčina, angličtina

Obr. 6.4: On-line katalog Městské knihovny v Praze
Zdroj: internetové stránky Městských knihoven v Praze [13]

Kompletní seznam všech zákazníků společnosti je online k dispozici na internetových stránkách společnosti – <http://www.searchtechnologies.com/customers>.

7. Strategická analýza

7.1. Analýza zákazníků

Marketingově orientovaná společnost musí mít vytipované takové cílové skupiny zákazníků, jejichž potřeby dokáže svými produkty uspokojit lépe než její konkurence. Společnost, která již na trhu působí, může tuto analýzu provést u stávajících zákazníků, závěry analýzy zobecnit a použít je při tvorbě nových segmentů, na které se chce soustředit do budoucna. Tento postup je možné využít i u společnosti Incad.

Kdo jsou tedy nejvýznamnější zákazníci společnosti? Současnými klienty pražského Incadu jsou společnosti a instituce, které musí zpracovávat velké objemy dat. Seznam nejvýznamnějších zákazníků je uveden v tab. 7.1.

Tab. 7.1: Seznam zákazníků

Název organizace/instituce	Použitá zkratka
Archeologický ústav AV ČR	ARUP
Český rozhlas	ČRO
Invia.cz	Invia
Knihovna Akademie věd ČR	KNAV
Ministerstvo spravedlnosti	MSP
Národní knihovna České republiky	NKČR
Národní technická knihovna	NTK
O2 Czech Republic	O ₂
Studijní a vědecká knihovna v Hradci Králové	SVKHK
Škoda Auto a.s.	Škoda Auto

Zdroj: interní dokumentace, vlastní zpracování

Zákazníky tvoří jak státní instituce, tak právnické osoby. V případě státních institucí se společnost Incad musí účastnit výběrových řízení. Riziko neschopnosti splácet závazky je nižší než u druhé skupiny, kterou tvoří právnické osoby. U všech firem kromě Studijní a vědecké knihovny v Hradci Králové se jedná o dlouhodobou spolupráci se společností Incad. Většina zákazníků byla získána na základě doporučení zákazníků či při setkání na konferencích a seminářích. V geografickém členění pochází většina zákazníků z Prahy, ostatní zákazníci jsou snadno dostupní ve velkých městech České republiky.

Přehled poskytovaných služeb těmto zákazníkům zobrazuje tab. 7.2.

Tab. 7.2: Poskytované služby zákazníkům

Zákazník	Poskytované služby					
	Konzultace	Návrh	Implementace	Podpora	Školení	Demo
ARUP	X	X	X	X	-	-
ČRO	X	X	X	X	-	-
Invia	X	X	-	-	-	X
KNAV	X	X	X	X	-	X
MSP	X	X	X	X	-	X
NKČR	X	X	X	X	-	-
NTK	X	X	X	X	-	X
O2	X	X	X	X	-	-
SVKHK	-	X	X	X	X	-
Škoda Auto	X	X	X	X	-	-

Zdroj: interní dokumentace, vlastní zpracování

Nejčastěji uváděné důvody pro realizaci projektů společností Incad:

- Nevyhovující stávající systém – z důvodů nárůstu objemu dat, nárůstu paměťové či výkonové náročnosti, nárůstu počtu uživatelů
- Sjedení systémů – z důvodů nárůstu počtu používaných systémů
- Sjedení dat – z důvodu různé struktury zpracovávaných dat v souborech
- Specifický požadavek na inovaci v organizaci – např. zkvalitnění služeb, které je řešitelné implementací nových vyhledávacích technologií
- Vylepšení stávajícího systému – např. z důvodu zachování konkurenceschopnosti či udržení konkurenční výhody

7.2. Analýza konkurence

Společnost Incad působí v oblasti Enterprise Search převážně na trhu ČR. Jako klíčové faktory pro hodnocení konkurence jsem po domluvě s Pavlem Kocourkem vybral následující faktory:

- Působnost společnosti z hlediska území
- Počet poboček
- Šíře nabídky
- Počet klientů
- Partneři
- Referenční projekty
- Počet jazykových mutací internetových stránek
- Informace o referenčních projektech
- Počet zaměstnanců
- Doba působení na trhu
- Zisk

Pro hodnocení vybraných faktorů je použita hodnotící škála s hodnotami 1 (nejnižší hodnocení) – 7 (nejvyšší hodnocení), hodnocení je subjektivní.

7.2.1. Přehled konkurenčních firem

V oblasti složitých vyhledávání pomocí indexů, která jsou náročná na implementování a nasazení systému, je v odvětví jen málo konkurentů.

Findwise AB

Stát:	Švédsko
Právní forma:	AB (ekvivalent společnosti s ručeným omezením)
Sídlo společnosti:	Švédsko, Stockholm
Webové stránky:	www.findwise.com

Společnost byla založena v roce 2005, v současné době má přes 100 zaměstnanců, kteří pracují ve 4 pobočkách (Stockholm a Gothenburg ve Švédsku, Kodaň v Dánsku a Varšava v Polsku). Působí na trhu Švédska, Norska, Finska, Dánska a Polska. Zákazníkům poskytuje návrh řešení, jeho implementaci, podporu a zaškolení zaměstnanců zákazníka. K řešení používá 18 technologií. Z dostupných informací vyplývá, že pracovala pro více než 250 klientů a na řešeních spolupracovala s 6 partnery. V roce 2015 dosáhla zisku 11,6 milionů USD. Na svých internetových stránkách uvádí informace o 2 referenčních projektech. Internetové stránky jsou jen v anglickém jazyce. [14]

BA Insight

Stát:	USA
Právní forma:	Privately held company (ekvivalent společnosti s ručením omezeným)
Sídlo společnosti:	USA, Boston
Webové stránky:	www.bainsight.com

Společnost byla založena v roce 2004. V současné době má přes 130 zaměstnanců, kteří pracují ve 2 pobočkách (Boston v USA a Londýn ve Velké Británii). Působí na trhu USA, Kanady, Austrálie a Velké Británie. Zákazníkům poskytuje návrh řešení, jeho implementaci, podporu a zaškolení zaměstnanců. K řešení používá 2 technologie, z toho jednu vlastní. Z dostupných informací vyplývá, že pracovala pro více než 100 klientů a na řešeních spolupracovala s 11 partnery, z nichž jedním je společnost Findwise, která ovšem působí na jiných geografických trzích. V roce 2015 dosáhla zisku 8,93 milionů USD. Na svých internetových stránkách uvádí informace o 20 referenčních projektech. Internetové stránky jsou jen v anglickém jazyce. Informace o referenčních projektech jsou sice jen základní, avšak existuje zde možnost stáhnout si podrobné informace k referenčnímu projektu v souboru formátu Portable Document Format (pdf). [15]

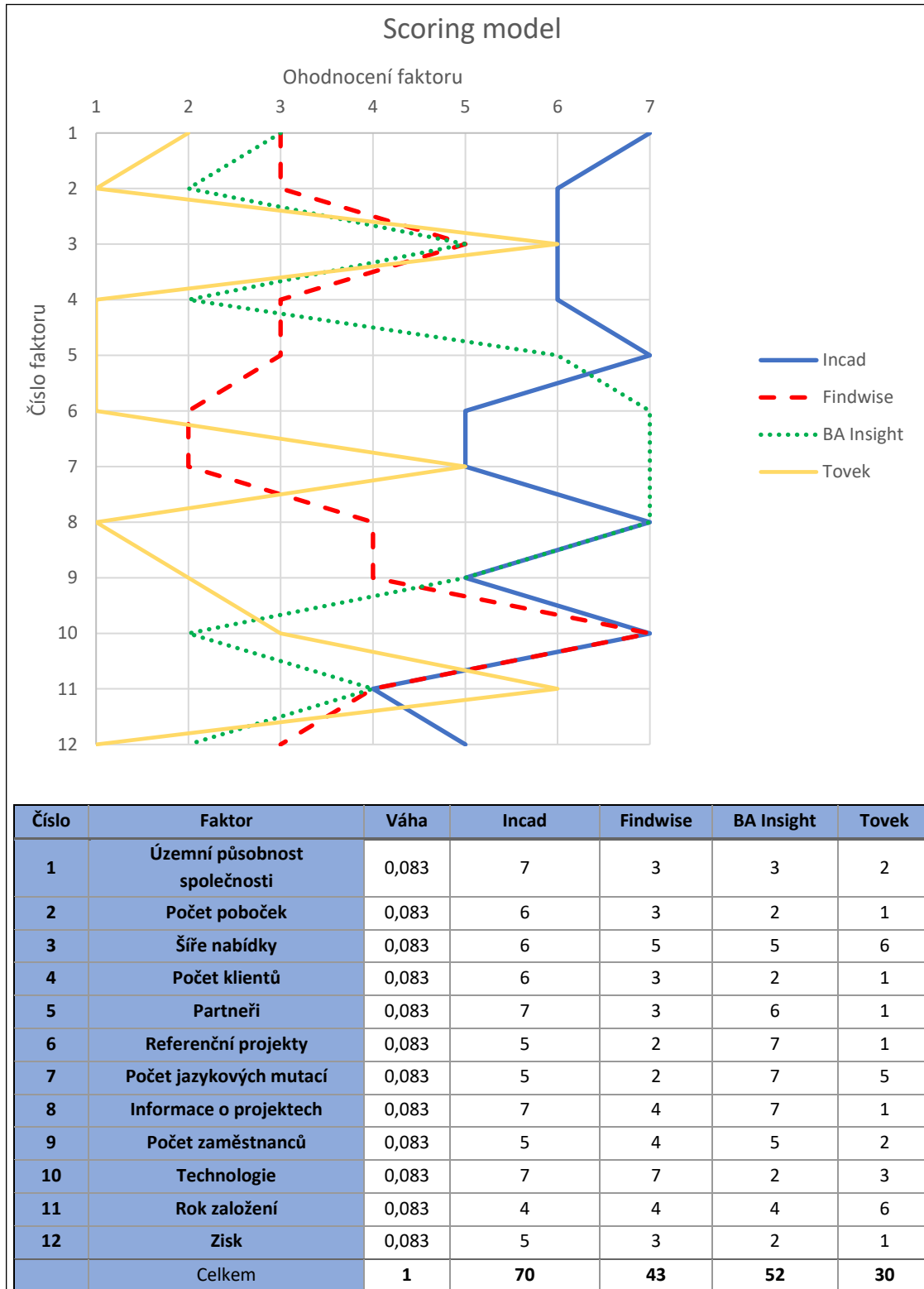
Tovek solutions, s.r.o.

Stát:	Česká republika
Právní forma:	společnost s ručením omezeným
Sídlo společnosti:	Česká republika, Praha
Webové stránky:	www.tovek.cz

Společnost byla založena v roce 1993, v současné době má 24 zaměstnanců soustředěných v jedné pobočce v Praze. Působí na trhu České republiky, Maďarska a Spolkové republiky Německo. Zákazníkům poskytuje nejen návrh řešení, jeho implementaci, podporu a zaškolení zaměstnanců zákazníka, ale také demo produkty na vyzkoušení. K řešení používá 3 technologie, z toho jednu vlastní. Z dostupných informací vyplývá, že pracovala pro více než 35 klientů. Na těchto řešeních spolupracovala se 2 partnery. V roce 2015 dosáhla zisku 2,6 milionů Kč. Na svých internetových stránkách neuvádí žádné referenční projekty. Internetové stránky jsou dostupné v anglickém a českém jazyce. [16]

7.2.2. Vyhodnocení konkurentů

K vyhodnocení konkurence jsem použil scoring model (obr. 7.1).



Obr. 7.1: Scoring model

Zdroj: vlastní výpočty

7.3. Analýza makroprostředí

Makroprostředí je ovlivňováno politickými, právními, ekonomickými, sociálními a technologickými aspekty. Žádný z těchto aspektů však nemůže společnost přímo ovlivnit, může se jen pokusit snížit, nebo naopak zvýšit dopad daného faktoru tím, že se na změnu včas připraví.

7.3.1. Politicko-právní faktory

Nejdůležitější zákony a nařízení, které mají na společnost dopad, jsou:

- Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zkráceně „Zákon o obchodních korporacích“)
 - Upravuje postavení a fungování obchodních společností a družstev
- Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník
 - Upravuje občanskoprávní vztahy, ochranu osobnosti a nedotknutelnosti vlastnictví. Upravuje také majetkoprávní vztahy fyzických a právnických osob a státu
- Zákon č. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání
 - Definuje druhy živností a upravuje podmínky a kontrolu živnostenského podnikání
- Zákon č. 262/2006 Sb., zákoník práce
 - Upravuje vztahy mezi zaměstnancem a zaměstnavatelem, definuje pracovní podmínky a ochranu pro zaměstnance
- Zákon č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty
- Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmu
- Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví

U klíčových zákonných norem je třeba průběžně sledovat novelizace. Změna legislativy může mít též vliv na náklady společnosti (např. sazby DPH či daně z příjmu právnických osob).

7.3.2. Ekonomické faktory

Klíčové ekonomické faktory, které mají na společnost vliv, tvoří hrubý domácí produkt, míra inflace, objem importu a exportu, míra nezaměstnanosti, daň z přidané hodnoty a daň z příjmu právnických osob (daň z přidané hodnoty a daň z příjmu právnických osob, které upravuje legislativa, jsou uvedeny již v předchozí části).

Nejvýznamnější ukazatele pro rok 2017 uvádím níže:

- Meziroční růst hrubého domácího produktu ve 4. čtvrtletí 2017 byl 5,5 %.
- Míra inflace (vyjádřená přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen vyjadřuje procentní změnu průměrné cenové hladiny za posledních 12 měsíců proti průměru předchozích 12 měsíců) byla v listopadu 2017 2,6 %.
- Míra nezaměstnanosti v prosinci roku 2017 byla 3,8 %
- Saldo zahraničního obchodu v prosinci 2017 bylo 2,2 miliardy Kč.

7.3.3. Technologické faktory

V oblasti technologií je třeba sledovat nové možnosti (nejen přímo související technologie a platformy, na kterých fungují současné vyhledávací technologie, ale také nové způsoby zadávání – např. převod řeči na text nebo eye tracking) a nová řešení konkurence, která je možné využít.

Za jeden z nejdůležitějších faktorů se považuje nástup čtvrté průmyslové revoluce, která významně mění fungování současného průmyslu, obchodu i dalších odvětví. Zahrnuje kompletní automatizaci, robotizaci a digitalizaci s cílem zvýšení efektivity výroby, efektivnějšího využití materiálů a ekologičtějšího chování vůbec.

IT společnosti, zaměřující se na infrastrukturu, musí pro tuto revoluci připravit komunikační kanály a IT společnosti, zabývající se prací s daty, se musí připravit na vznik velkého objemu dat.

7.3.4. Sociální faktory

Fenomén Průmyslu 4.0 s sebou ponese změny v chování společnosti v oblasti výchovy a vzdělávání, migraci obyvatelstva, rozhodování spotřebitelů a tím i chování společností. Změny pracovního trhu se budou týkat jak zániku některých pracovních míst, tak vzniku nových, která budou ale vyžadovat vyšší kvalifikaci.

Vzhledem k zaměření společnosti na trh B2B je třeba uvažovat zejména následující faktory:

- Vzdělávání
- Mobilitu obyvatelstva
- Možnosti získávání nových zaměstnanců
- Fluktuaci a loajalitu zaměstnanců
- Geografické rozmístění firem a jejich dostupnost pro zákazníky

7.4. Analýza mikroprostředí

V analýze mikroprostředí SWOT analýzy je třeba uvažovat jen faktory, které společnost odlišují od konkurence. Na základě rozhovorů s jednatelem společnosti Incad byly vytipovány tyto silné a slabé stránky společnosti.

7.4.1. Silné stránky

Široké portfolio poskytovaných služeb

Společnost Incad díky znalosti trhu a svých klíčových zákazníků vytvořila portfolio služeb, ze kterého si zákazníci mohou vybrat takové služby, které nejlépe odpovídají jejich potřebám. Pokud vznikne na straně zákazníka nová potřeba, společnost Incad je připravena zákazníkovi vytvořit na míru novou službu, a v případě zájmu i jiného ze zákazníků ji potom zařadit do svého portfolia.

Dlouhodobá spolupráce se zákazníky

Většina zákazníků se společností spolupracuje dlouhodobě. Společnost tak zná dobře nejen své zákazníky, jejich požadavky a potřeby, ale i prostředí, ve kterém zákazníci působí. Nové zákazníky společnost získává především na doporučení zákazníků stávajících. Proto oblasti budování vztahů se zákazníky věnuje Incad značnou pozornost. Nositeli znalostí o zákaznících a prostředí, ve kterém působí, jsou zaměstnanci společnosti Incad. Klíčovými pro společnost tedy je udržet si zaměstnance a zajistit jejich loajalitu.

7.4.2. Slabé stránky

Komunikace prostřednictvím webových stránek

Vzhledem k tomu, že většina nových zákazníků přichází do společnosti na doporučení zákazníků stávajících, nevěnovala společnost velkou pozornost budování PR směrem k širší veřejnosti, tedy ani k prezentaci na webových stránkách. Podstatou B2B komunikace jsou především přímé metody, tedy zejména osobní prezentace a setkávání. Vzhledem k prostředí, ve kterém se společnost pohybuje, by se však toto mohlo stát do budoucna handicapem zejména ve srovnání s konkurencí a Incad by se na to měl připravit.

Získávání zaměstnanců

Získávání zaměstnanců je do značné míry ovlivněno situací na trhu práce. Dobrých absolventů vysokých škol inženýrských směrů je mnohem méně, než si žádá trh. Pokud společnost chce nabírat mladé a šikovné pracovníky, musí se snažit takové pracovníky získat již při jejich studiu. Zaměření společnosti vyžaduje, aby uchazeči o zaměstnání měli nejen vzdělání v IT směru, ale také znalost projektového managementu a jednání s lidmi. Samozřejmostí je ochota dále se vzdělávat a velká míra entuziasmu. Takové uchazeče však hledá většina firem působících na IT trhu, a proto tento faktor není třeba dále uvažovat. Společnost se musí zaměřit především na udržení stávajících schopných zaměstnanců, protože šancí na získání nových zaměstnanců není mnoho. Kvalitní prezentace na webových stránkách ale může pomoci při informování o zajímavých projektech a úspěších Incadu, což může atraktivitě společnosti pro uchazeče pomoci. Samozřejmostí by měla být i spolupráce s vysokými školami, která firmě umožní oslovit potenciální uchazeče v prostředí, kde studují, a mohou jim ve spolupráci s vysokou školou nabídnout zajímavá témata k řešení.

7.5. Shrnutí – SWOT analýza

Níže uvedená SWOT analýza shrnuje klíčové poznatky výše uvedeného textu.

Tab. 7.3: Vyhodnocení SWOT analýzy

Silné stránky	Slabé stránky
Síť klientů	Spolupráce s vysokými školami
Široké portfolio poskytovaných služeb	Komunikace prostřednictvím webových stránek
Dlouhodobá spolupráce se zákazníky	
Příležitosti	Hrozby
Průmysl 4.0	Pomalá reakce veřejného sektoru
Vývoj nových technologií	Druhotná platební neschopnost
Zvětšování objemu zpracovávaných dat	Nedostatek kvalifikovaných pracovníků
	Dosud nspecifikované standardy pro komunikaci mezi přístroji

Zdroj: vlastní zpracování

Za klíčové faktory externího prostředí považují koncepci Průmyslu 4.0 a vývoj nových technologií, které mohou firmě zajistit prosperitu i v dalších letech. Za hlavní faktory vnitřního prostředí považují velkou síť klientů, s nimiž má společnost Incad dlouhodobé vztahy. Za hlavní slabou stránku považují špatnou komunikaci společnosti na webových stránkách.

7.6. Perspektivnost podniku a prognóza tržeb

Na základě výsledků strategické analýzy (kapitola Shrnutí – SWOT analýza) jsem usoudil, že společnost se o svou budoucnost obávat nemusí. Má velké množství stálých zákazníků, ve spolupráci se společností Search Technologies má dominantní postavení na trhu vyhledávacích nástrojů a začínající revoluce v podobě Průmyslu 4.0 firmě předpovídá výtečnou příležitost zužitkovat své silné stránky. Nejen toto, ale i další zjištěné faktory společnosti předpovídají jednoznačnou perspektivu. Pozice společnosti Incad, s.r.o. je v matici perspektivnosti zobrazena v Tab. 7.4.

Tab. 7.4: Perspektivnost společnosti Incad, s.r.o.



Konkurenční síla	Velká	Podniky, které by měly změnit své zaměření	Podniky s dobrou perspektivou	Podniky s jednoznačnou perspektivou
	Střední	Podniky, které by měly změnit své zaměření	Podniky s přijatelnou perspektivou	Podniky s dobrou perspektivou
	Malá	Podniky téměř bez perspektivy	Podniky s malou perspektivou	Podniky s omezenou perspektivou
		Nízká	Střední	Vysoká
Atraktivita trhu				

Zdroj: vlastní zpracování

Pro zjištění hodnoty podniku je důležité predikovat tržby a hodnoty v účetních výkazech na následující období. Predikované hodnoty musí vycházet z minulého vývoje a z prognóz hrubého domácího produktu, míry inflace, míry nezaměstnanosti a salda zahraničního obchodu. Budoucí hodnoty těchto ukazatelů prognózuje Ministerstvo průmyslu a obchodu ve spolupráci s Českou národní bankou a Českým statistickým úřadem. Jednoznačná perspektivnost podniku a digitální revoluce v podobě Průmyslu 4.0 jsou jedny z hlavních důvodů, proč předpovídám společnosti velké tržby v následujících letech. Od predikce tržeb se odvíjí predikce zbylých hodnot v účetních výkazech. Prognózané hodnoty jsou uvedeny v příloze 1, na záložce Predikce hodnot rozvahy a Predikce hodnot výkazu zisku a ztrát.

8. Finanční analýza

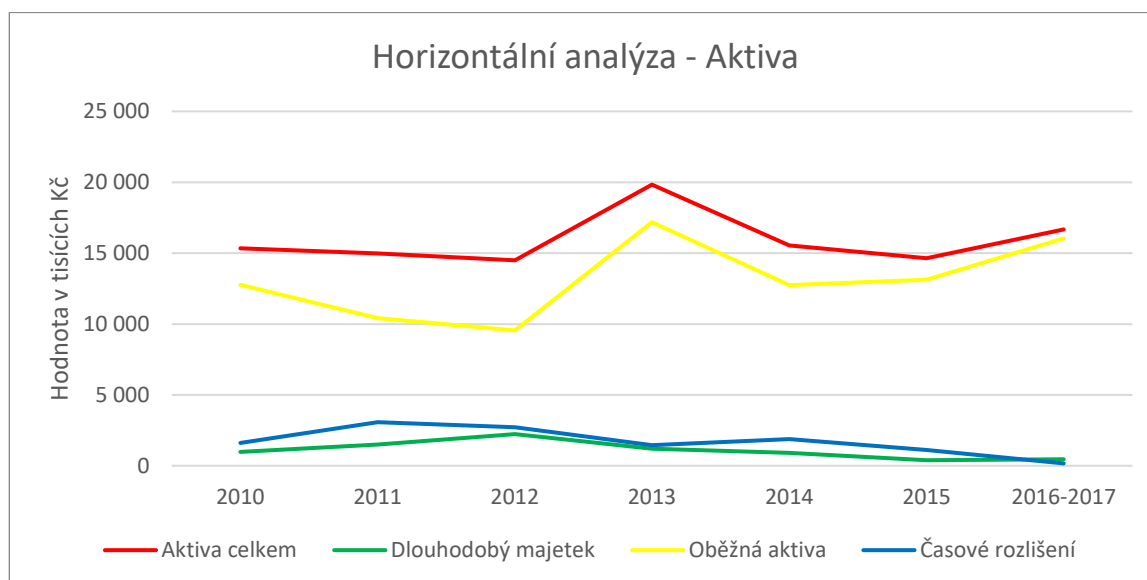
K provedení finanční analýzy byly použity účetní výkazy, které mi poskytl jednatel společnosti Incad Pavel Kocourek. Z poskytnutých výkazů jsem použil výkazy od roku 2010. Výkazy mezi roky 2010 a 2015 se týkají pouze české společnosti Incad, hospodářské období v těchto letech bylo od 1. ledna do 31. prosince. Z období, kdy již byl majitelem Incadu Kamran Khan (je i majitelem Search Technologies), se hospodářské období změnilo a nyní trvá od 1. července do 30. června. Z tohoto důvodu je poslední použitý účetní výkaz z doby od 1. ledna 2016 do 30. června 2017.

8.1. Analýza absolutních ukazatelů

Analýza absolutních ukazatelů obsahuje analýzu horizontální a vertikální. Smyslem horizontální analýzy je zachytit vývoj účetní položky v čase a určit její meziroční změny. Smyslem vertikální analýzy je posoudit strukturu celkových aktiv a pasiv vždy v jednom konkrétním roce. Veškeré výpočty k této kapitole jsou v příloze 1. Výpočty na listu Horizontální a vertikální analýzy.

8.1.1. Horizontální analýza aktiv

Celková aktiva mají podle obr. 8.1 relativně stabilní hodnotu. Největší vliv na celkovou hodnotu aktiv mají krátkodobá aktiva, což vychází i ze zaměření firmy, protože firma téměř nepotřebuje dlouhodobý majetek. Jedinou výjimku v relativně stabilních hodnotách tvoří rok 2013, kdy byl firmou Incad podepsán velký kontrakt, jehož cena byla částečně zaplacená na účet společnosti a část se promítla do krátkodobých závazků. V tomto roce došlo k 37% navýšení celkových aktiv, což bylo 80% navýšení oběžných aktiv oproti roku 2012.

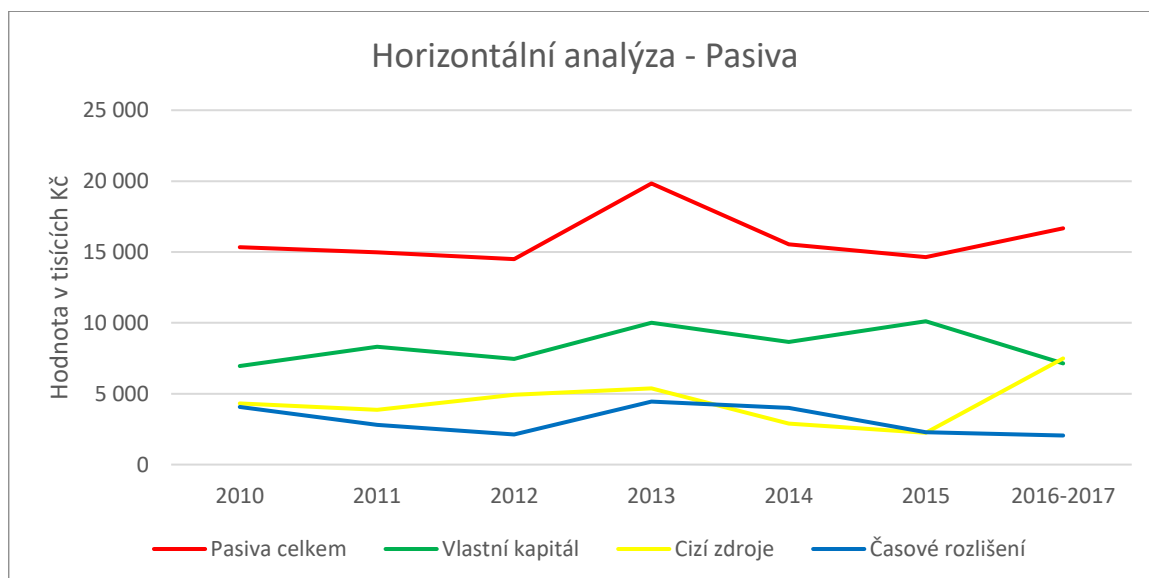


Obr. 8.1: Horizontální analýza aktiv

Zdroj: vlastní výpočty

8.1.2. Horizontální analýza pasiv

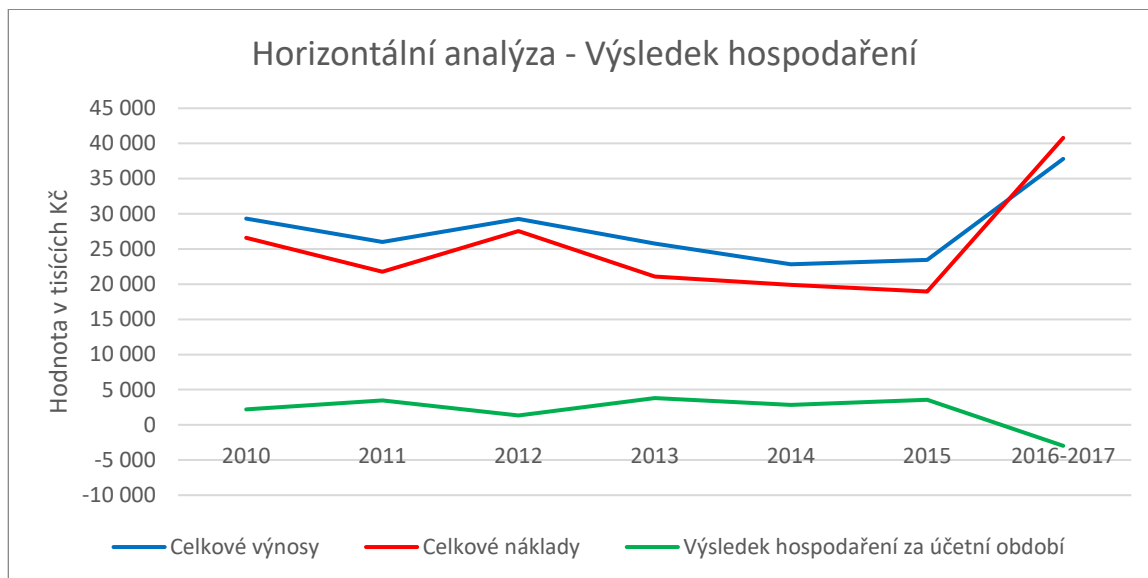
Vývoj celkových pasiv (obr. 8.2) je stejný jako vývoj celkových aktiv, což je způsobené rovností celkových aktiv a celkových pasiv každý rok. Celková pasiva nezáleží jako u celkových aktiv především na jedné veličině, ale jejich hodnota je rozdělena mezi vlastní a cizí kapitál a časové rozlišení. Jak již bylo zmíněno v horizontální analýze aktiv, v roce 2013 došlo k podepsání kontraktu, který měl na hodnotu aktiv i pasiv velký vliv. Díky tomuto jednorázovému kontraktu musela společnost Incad najmout nové zaměstnance. Vzhledem k problému spočívajícím v nedostatku pracovníků na trhu práce došlo k navázání dodavatelských vztahů se 3 programátory. Rovněž díky tomuto projektu byly tržby oproti předchozímu roku téměř o 4 miliony Kč vyšší, což zapříčinilo i vyšší hospodářský výsledek po zdanění téměř o 2,5 milionu Kč. To se projevilo zvýšením vlastního kapitálu, který se oproti roku 2012 zvýšil o 34 %, tedy o 2,5 milionu Kč.



Obr. 8.2: Horizontální analýza pasiv
Zdroj: vlastní výpočty

8.1.3. Horizontální analýza zisku a ztrát

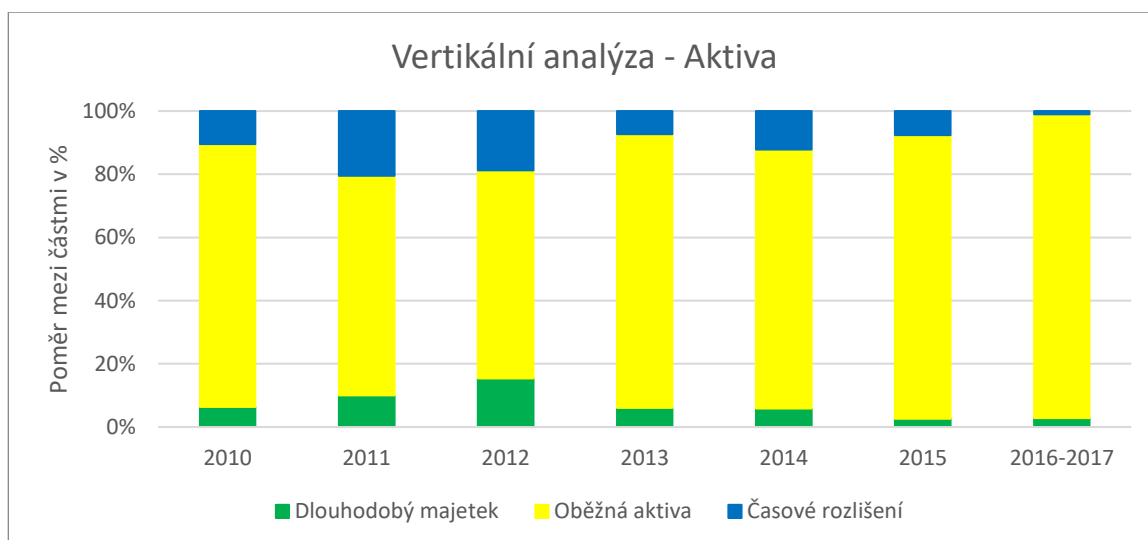
Z obr. 8.3 je vidět, že od roku 2010 do roku 2015 klesají výnosy i náklady společnosti kromě roku 2012. Tento rok se Incadu podařilo knihovně v Hradci Králové dodat dvě skenovací zařízení k digitalizaci knih v celkové hodnotě 9,2 milionu Kč. Náklady na tato zařízení však byly 8,1 milionu Kč. Projekt z roku 2013, který je zmíněn výše, neměl takový vliv na vývoj výnosů a nákladů, ale postaral se o 182% růst hospodářského výsledku oproti roku 2012.



Obr. 8.3: Horizontální analýza výsledku hospodaření
Zdroj: vlastní výpočty

8.1.4. Vertikální analýza aktiv

Z vertikální analýzy aktiv je vidět, že více než 60 % z nich tvoří oběžná aktiva. Toto je způsobené tím, že společnost poskytuje konzultace a vývoj programů, k čemuž nepotřebuje téměř žádný dlouhodobý majetek. Nejvíce dlouhodobého majetku, který byl tvořen softwarem, měl Incad v roce 2012. Až do roku 2014 společnost vlastnila malý pozemek s malou budovou, která sloužila jako sídlo firmy a jako kancelář pro zaměstnance. V roce 2014 společnost tento pozemek a budovu prodala a pronajala si kanceláře v nedalekém domě, což zapříčinilo výrazný pokles dlouhodobého majetku Incadu.

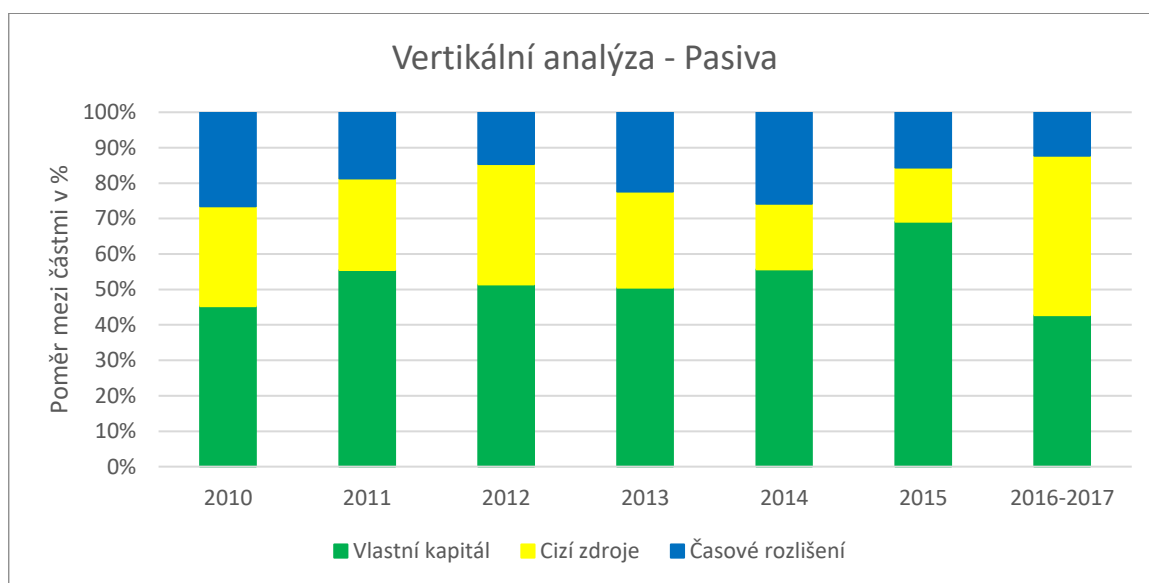


Obr. 8.4: Vertikální analýza aktiv
Zdroj: vlastní výpočty

8.1.5. Vertikální analýza pasiv

Z vertikální analýzy pasiv lze vyčíst zastoupení jednotlivých položek na celkových pasivech. Největší podíl na pasivech má vlastní kapitál, který osciluje okolo 50 %. Na vlastním kapitálu mají největší podíl výsledky hospodaření minulých let a v běžném účetním období. Tyto dvě položky oscilují během celého sledovaného období okolo 45 % veškerých pasiv.

Cizí zdroje tvoří 20 až 30 procent, zbytek tvoří časové rozlišení. Mezi hlavní položky cizích zdrojů patří krátkodobé závazky. Dlouhodobé závazky a rezervy jsou téměř vždy nulové. Z krátkodobých závazků jsou nejdůležitější závazky z obchodních vztahů a závazky vůči státu (závazky ze sociálního a zdravotního pojištění a daňové závazky).



Obr. 8.5: Vertikální analýza pasiv

Zdroj: vlastní výpočty

8.1.6. Vertikální analýzy hospodářského výsledku

Z vertikální analýzy hospodářského výsledku je vidět, že na hospodářský výsledek má vliv především provozní výsledek hospodaření. Finanční výsledek hospodaření je zanedbatelný v porovnání s provozním výsledkem. V polovině sledovaných období je finanční výsledek hospodaření záporný, což má negativní vliv na výsledek hospodaření.



Obr. 8.6: Vertikální analýza hospodářského výsledku

Zdroj: vlastní výpočty

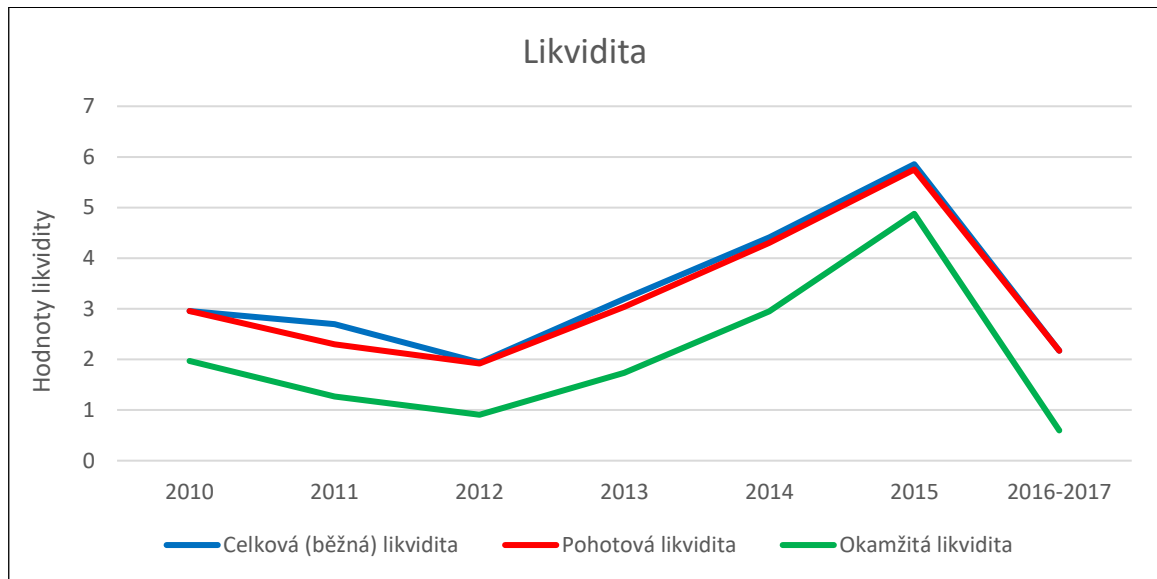
8.2. Poměrová analýza

8.2.1. Ukazatelé likvidity

Vypočtená celková likvidita je vyšší než doporučená celková likvidita. Doporučená hodnota pro celkovou likviditu je 2. Nejvyššího výsledku dosáhla v roce 2015, kdy měla celková likvidita hodnotu 5,86. Fakt, že společnost Incad překračuje doporučenou hodnotu, nemá negativní vliv, naopak je to pro firmu dobře. Znamená to, že Incad má možnost splatit své veškeré závazky svými oběžnými aktivy hned několikrát, v případě roku 2015 téměř šestkrát.

Doporučená hodnota pro pohotovou likviditu je stanovena mezi 1 a 1,5. I tuto doporučenou hodnotu společnost Incad několikanásobně splňuje. Pohotová likvidita je téměř totožná s celkovou likviditou, protože společnost nemá téměř žádné zásoby, což je dané segmentem, ve kterém společnost podniká. Zásoby společnosti Incad tvoří především náhradní IT vybavení (pevné disky do diskových polí, náhradní notebooky) a kancelářské potřeby.

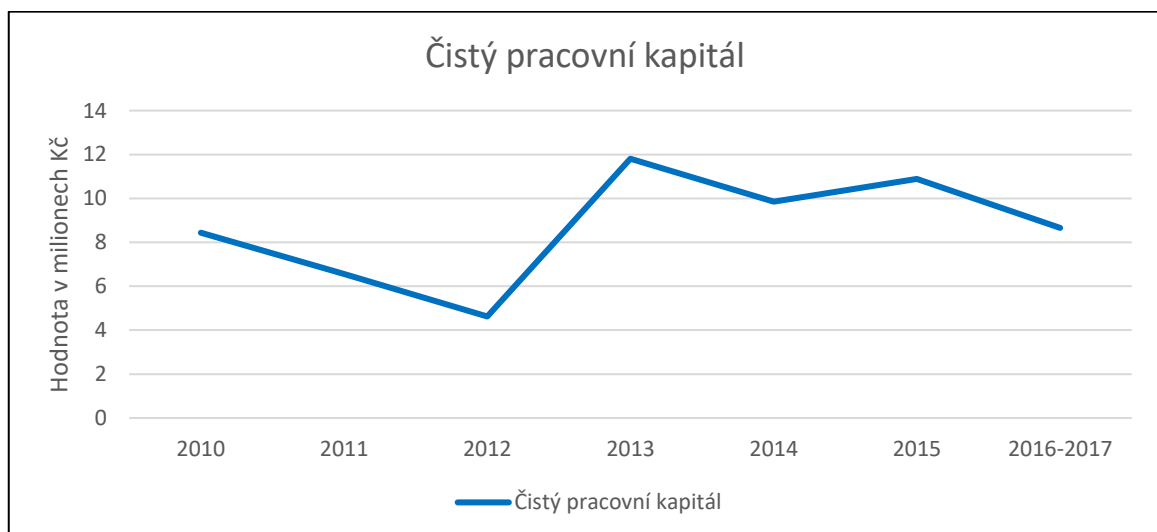
Hodnoty okamžité likvidity se pohybovaly nad doporučenou hodnotou pro okamžitou likviditu, která je stanovena mezi 0,2 a 0,5. Nejnižší hodnotu 0,6 zaznamenala společnost v posledním období, od 1. ledna 2016 do 30. června 2017, i přesto však byla hodnota okamžité likvidity v tomto období vyšší než doporučená hodnota. Důvodem, proč je okamžitá likvidita nižší než pohotová likvidita, je skutečnost, že Incad má relativně vysoké závazky ve vztahu k oběžným aktivům. V posledním sledovaném období tvoří 73 % oběžných aktiv. Vývoj všech tří ukazatelů během sledovaného období je znázorněn na obr. 8.7.



Obr. 8.7: Vývoj ukazatelů likvidity
Zdroj: vlastní výpočty

Hodnoty čistého pracovního kapitálu mají velmi proměnlivý charakter. Oběžná aktiva mají poměrně stálé hodnoty mezi 10 a 12 miliony Kč, jen v letech 2013 a 2016/2017 došlo k poměrně velkému nárůstu. V letech 2013 dosahovala oběžná aktiva hodnoty 17,2 milionů Kč, což bylo způsobeno uzavřením smlouvy na významný projekt, o kterém jsem psal již v předchozích kapitolách. V posledním sledovaném období došlo ke zvýšení z důvodu delšího časového období, dříve bylo účetní období v délce jednoho roku, poslední sledované období trvalo rok a půl z důvodu sjednocení účetních období s americkou společností Search Technologies.

Krátkodobý cizí kapitál má proměnlivý charakter. V průběhu let se jeho hodnota měnila z počátečních 4,3 milionů Kč na konečných 7,3 milionů Kč. Nejnižší hodnota krátkodobého cizího kapitálu 2,2 miliony byla zaznamenána v roce 2015. Především kolísání krátkodobého cizího kapitálu způsobilo proměnlivost čistého pracovního kapitálu (viz obr. 8.8).



Obr. 8.8: Vývoj čistého pracovního kapitálu
Zdroj: vlastní výpočty

8.2.2. Ukazatelé rentability

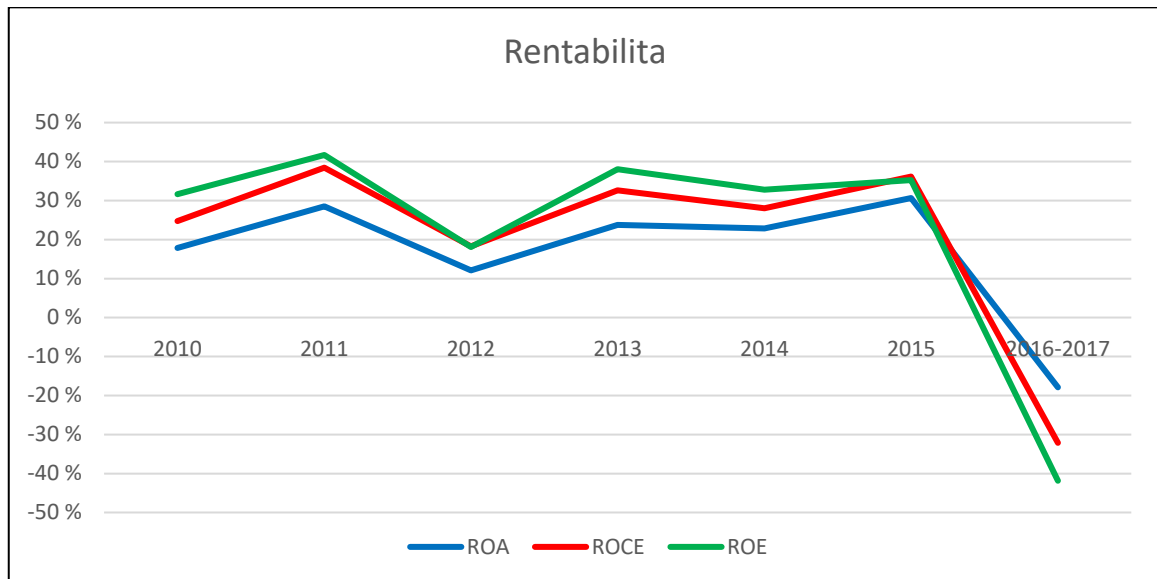
Ukazatelé rentability mají poměrně stabilní hodnoty. Výjimku tvoří rok 2012, kdy došlo k poklesu tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb o 3 miliony Kč, což představovalo 12% pokles hodnoty roku 2011. Také došlo ke snížení výnosnosti z prodeje digitalizačních zařízení. V letech 2010, 2011 byla výnosnost z této činnosti přes 30 %, v roce 2012 byla výnosnost pouhých 14 %. Obě tyto skutečnosti zapříčinily pokles celkového zisku a tedy i pokles všech ukazatelů rentability.

Druhou výjimku tvoří poslední sledované období (od 1. ledna 2016 do 30. června 2017), kdy sice došlo ke zvýšení tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb na hodnotu 36 milionů Kč (meziročně o 14 milionů více než v roce 2015), neboť díky spolupráci se Search Technologies se Incadu podařilo uzavřít několik zahraničních smluv. To však zapříčinilo i nedostatek zaměstnanců ve společnosti Incad, s.r.o., a proto bylo do Incadu, s.r.o. alokováno 20 zaměstnanců z poboček Search Technologies (především z pobočky z Londýna, Velká Británie a ze San Jose, Kostarika). Zvýšení počtu zaměstnanců zapříčinilo nejen zvýšení mzdových nákladů a nákladů na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění (meziroční nárůst o 14,3 milionů Kč, což představuje meziroční růst o 132 %), ale také zvýšení nákladů na služby (meziroční nárůst o 88 %). Zvýšení osobních nákladů a nákladů na služby bylo tak výrazné, že to pro společnost Incad znamenalo záporný hospodářský výsledek a tedy i záporné hodnoty ukazatelů rentability.

Rentabilita celkového kapitálu (ROA) byla nejvyšší v roce 2015, kdy dosáhla hodnoty 31 %, což znamená, že na 1 Kč vloženého kapitálu připadá 0,31 Kč zisku. Vysoká hodnota ukazatele ROA a především jeho stabilita během posledních několika let byly jedním z důvodů, proč došlo k prodání společnosti Incad majiteli společnosti Search Technologies.

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) dosáhla nejvyšší hodnoty 42 % v roce 2011. V tomto roce byla i nejvyšší hodnota rentability celkového investovaného kapitálu (ROCE). Ta dosáhla v tomto roce hodnoty 38 %. Vývoj ukazatele ROCE je velmi podobný ukazateli ROE, což je zapříčiněno tím, že společnost Incad neměla po celou dobu sledovaného období žádné dlouhodobé závazky. Rozdíl mezi těmito dvěma ukazateli udělalo časové rozlišení, protože jeho součástí jsou výnosy příštích období, které ve společnosti Incad tvoří okolo 20 % celkových pasiv.

Pro každou společnost by měla platit podmínka efektivního využívání cizího kapitálu, tedy že hodnota rentability celkového kapitálu (ROA) je nižší než hodnota rentability vlastního kapitálu (ROE). Tato podmínka byla splněna ve všech sledovaných obdobích. V posledním období dle obr. 8.9 byla hodnota vyšší, což bylo způsobeno záporným výsledkem hospodaření. Jestliže by byl i v tomto období hospodářský výsledek kladný, byla by hodnota ROA nižší než hodnota ukazatele ROE.

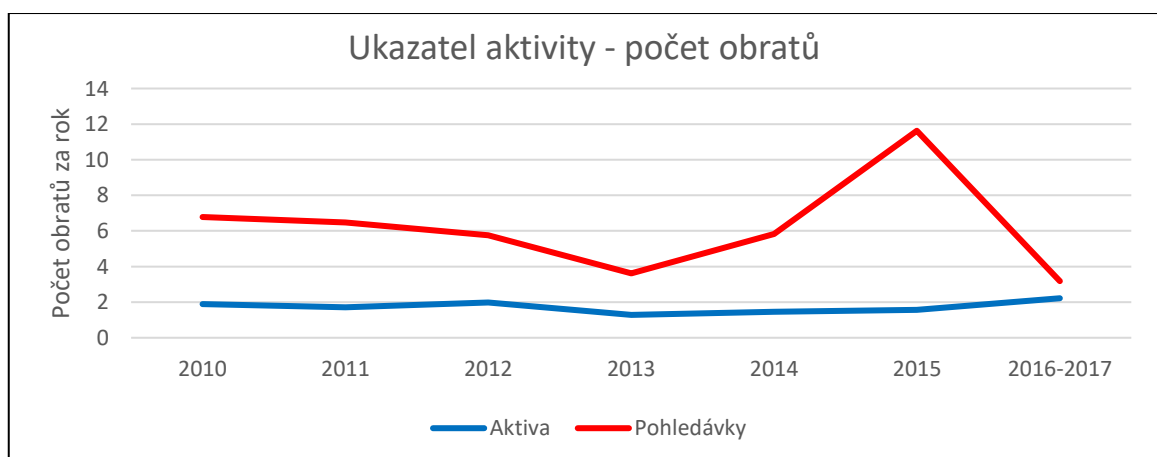


Obr. 8.9: Vývoj ukazatelů rentability
Zdroj: vlastní výpočty

8.2.3. Ukazatelé aktivity

Doporučená hodnota počtu obrátů aktiv by měla být vyšší než jedna. Tu společnost Incad splňuje ve všech sledovaných obdobích, což znamená, že společnost efektivně využívá veškerý svůj majetek. Počet obrátů aktiv má stabilní vývoj. Nejvyšší hodnoty 2,2 dosáhla v posledním sledovaném období, nejnižší hodnoty 1,28 pak v roce 2013.

Vývoj počtu obrátů pohledávek má proměnlivý charakter, jak popisuje obr. 8.10. Vzhledem k tomu, že počet obrátů pohledávek udává, kolikrát se za rok pohledávky přemění na peněžní prostředky, měla by hodnota být co nejvyšší. V období od roku 2010 do roku 2013 však měla klesající tendenci, od roku 2013 do roku 2015 hodnota počtu pohledávek rostla a v posledním roce opět klesla na minimální hodnotu za sledované období. Společnost Incad by se měla snažit o navrácení trendu, který ve firmě platil mezi lety 2013 a 2015, tedy o růst hodnoty počtu pohledávek mezi jednotlivými lety.



Obr. 8.10: Vývoj ukazatelů aktivity – počet obrátů za rok
Zdroj: vlastní výpočty

Doby obratu aktiv, závazků a pohledávek jsou uvedeny v tab. 8.1. Doba obratu závazků udává, za kolik dnů společnost Incad splatí své závazky. Nejrychleji splatila společnost své závazky v roce 2015, za 36 dní. Maximum nastalo v roce 2013, kdy společnost Incad splatila své závazky za 77 dní.

Doba obratu pohledávek vyjadřuje, jak dlouho musí podnik čekat, než mu zákazníci zaplatí. Nejdéle (115 dní) byl majetek vázán v pohledávkách v posledním sledovaném období v roce 2016 a první polovině roku 2017. Nejkratší dobu (31 dní) byl majetek vázán v pohledávkách v roce 2015.

Doby obratu závazků a aktiv by se měly porovnat mezi sebou. Pro efektivní fungování společnosti a předcházení problémů by mělo platit, že doba obratu pohledávek je kratší než doba obratu krátkodobých závazků. Pro Incad toto doporučení bohužel neplatí, doba obratu krátkodobých závazků je ve většině případů delší než doba obratu pohledávek. Pokud tento stav bude přetrvávat i do budoucna, mohlo by dojít k nedostatku peněžních prostředků. Společnost Incad by inkasovala peněžní prostředky od zákazníků později, než by musela zaplatit svým dodavatelům a poskytovatelům služeb.

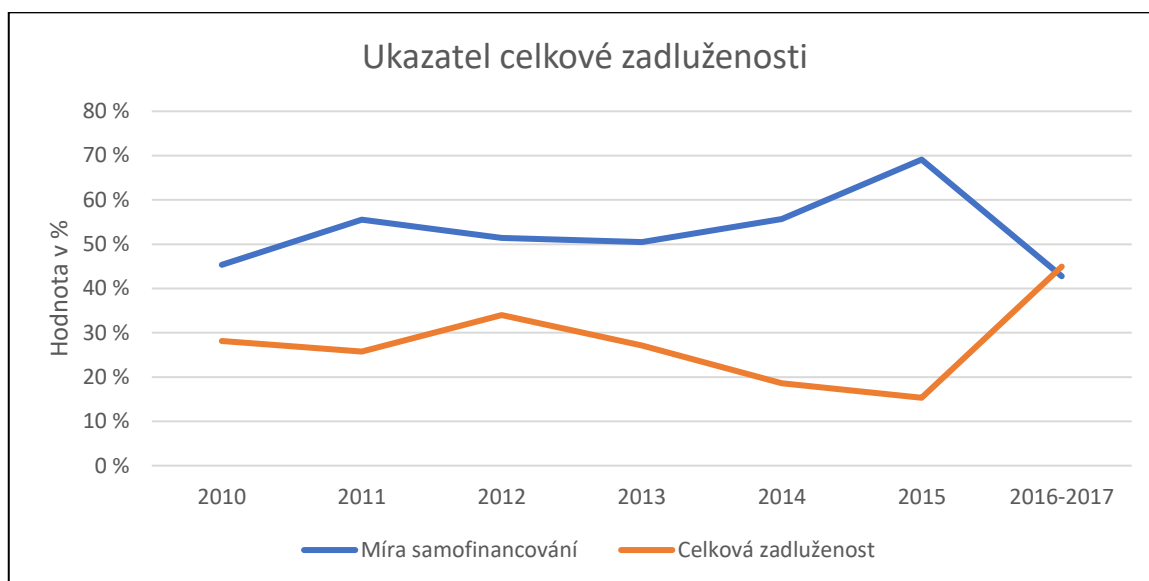
Tab. 8.1: Vývoj ukazatelů aktivity – doba obratu (ve dnech)

Doba obratu aktiv ve dnech	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016/2017
Aktiva	193.5	212.3	184.2	284.4	249.7	233.9	164.4
Krátkodobé závazky	54.4	54.6	62.5	77.1	46.4	35.8	72.8
Pohledávky	53.7	56.4	63.4	100.7	62.6	31.3	114.7

Zdroj: vlastní výpočty

8.2.4. Ukazatelé zadluženosti

Až do odprodeje společnosti Incad se celková zadluženost pohybovala od 28 % do 15 %, jak znázorňuje obr. 8.11. V roce 2012 došlo k nárůstu závazků ke společníkům (až na hodnotu 1,8 milionů Kč), což způsobilo jedinou výjimku v klesajícím trendu. V tomto roce dosáhla celková zadluženost hodnoty 34 %. Po prodeji společnosti Kamran Khanovi, se meziročně zvýšily závazky z obchodních vztahů o 2,6 milionů Kč, což způsobilo hodnotu celkové zadluženosti ve výši 45 %. Celková zadluženost je po celou dobu sledovaného období rovna krátkodobé zadluženosti, protože společnost nemá žádný dlouhodobý cizí kapitál.



Obr. 8.11: Vývoj ukazatele celkové zadluženosti

Zdroj: vlastní výpočty

Míra samofinancování nabývá ve sledovaném období hodnot od 43 % do 69 %. Z porovnání míry samofinancování a zadluženosti celkového kapitálu (viz obr. 8.11) vyplývá, že je společnost financována především z vlastních zdrojů.

Jediné nákladové úroky měla společnost v rozmezí let 2010 až 2012. Hodnota úrokového krytí v těchto letech dosahuje extrémně vysokých hodnot, jak znázorňuje tab. 8.2.

Tab. 8.2: Vývoj úrokového krytí

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016/2017
Úrokové krytí	683.00	185.96	218.75	x	x	x	x

Zdroj: vlastní zpracování

8.3. Závěr finanční analýzy

Z provedené analýzy absolutních hodnot a poměrové analýzy vyplývá, že podnik prosperuje. Výsledky dílčích analýz analýzy absolutních hodnot ukázaly, že společnost Incad má během sledovaného období stabilní hodnoty jak aktiv a pasiv, tak i hospodářského výsledku.

Dle výsledků poměrové analýzy je podnik dostatečně likvidní, neboť během celého sledovaného období jsou hodnoty jednotlivých likvidit (celkové, pohotovostní i okamžité) nad doporučenou hodnotou. I ukazatelé rentability vykazují vysoké hodnoty, což znamená, že podnik

produkuje dostatečnou výši zisku. Během jednoho roku se aktiva obrátí více než jednou, což doporučenou hodnotu převyšuje. Jediným problémem, který byl při finanční analýze zjištěn, je skutečnost, že doba obratu pohledávek je vyšší než doba obratu závazků. Jinými slovy to znamená, že podnik inkasuje své pohledávky později, než splácí své závazky. To by mohlo vést k tomu, že společnost nebude mít dostatek peněžních prostředků na splácení svých krátkodobých závazků. Proto by se společnost Incad měla snažit upravit své odběratelsko-dodavatelské vztahy tak, aby zákazníci společnosti spláceli pohledávky dříve, než musí Incad splácet své závazky. Z vypočtených hodnot ukazatelů zadluženosti plyne, že celková zadluženost je nižší než míra samofinancování, což znamená, že je podnik financován především z vlastních prostředků.

Po zhodnocení veškerých provedených analýz lze o společnosti Incad říci, že je podnik finančně stabilní a zdravý, a proto se dá předpokládat, že společnost bude pokračovat ve své činnosti i v budoucnu a není důvod pochybovat o její existenci.

9. Rozdělení aktiv

Před tím, než začneme oceňovat hodnotu podniku, je nutné majetek společnosti rozdělit na provozně nutný a provozně nepotřebný. Majetek provozně nutný společnost potřebuje pro svůj chod. Provozně nepotřebný majetek společnost pro svůj chod nepotřebuje. Z toho důvodu je na místě oceňovat každou část samostatně.

Rozdělení majetku společnosti bylo konzultováno s jednatelem společnosti, s panem Pavlem Kocourkem. Vzhledem k zaměření společnosti jsme došli k závěru, že společnost nemá žádné položky, které by se daly považovat za provozně nepotřebné. Mezi položky, které patří do provozně nepotřebných, patří například dlouhodobý finanční majetek, krátkodobý finanční majetek nebo závazky ovládané a ovládající osoby. Vzhledem k tomu, že jsou všechny tyto položky nulové, neexistuje pro tuto společnost žádný provozně nepotřebný majetek.

Tab. 9.1: Výpočet investovaného provozně nutného kapitálu

Položka (v tisících Kč)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 / 2017
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	736	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	977	1 498	1 497	1 204	911	390	469
Dlouhodobý majetek provozně nutný	977	1 498	2 233	1 204	911	390	469
Zásoby	3	1 538	99	840	317	234	0
Pohledávky	4 263	3 980	4 994	7 022	3 897	1 964	11 629
Provozně nutné peněžní prostředky	8 495	4 895	4 456	9 322	8 523	10 936	4 406
Ostatní aktiva	1 606	3 075	2 713	1 445	1 888	1 111	166
Krátkodobé závazky	4 317	3 859	4 925	5 377	2 887	2 243	7 385
Ostatní pasiva	4 073	2 805	2 118	4 445	4 004	2 280	2 051
Pracovní kapitál provozně nutný	5 977	6 824	5 219	8 807	7 734	9 722	6 765
Investovaný kapitál provozně nutný	6 954	8 322	7 452	10 011	8 645	10 112	7 234

Zdroj: vlastní zpracování (hodnoty v tisících Kč)

Aby se zjistil korigovaný provozní výsledek hospodaření, tedy provozní výsledek očištěný o náklady a výnosy, které s činností podniku nesouvisí, je nutné o tyto položky upravit provozní výsledek hospodaření.

Od provozního výsledku hospodaření je nutné odečíst zisk z prodaného dlouhodobého majetku a materiálu. V hospodářském roce 2013 a 2015 byla vyčíslena ztráta z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu, která naopak provozní výsledek hospodaření zvýšila. Vypočtenou hodnotu korigovaného provozního výsledku hospodaření uvádí tab. 9.2.

Tab. 9.2: Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Položka (v tisících Kč)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 / 2017
Provozní výsledek hospodaření za období	3,1	4,577	1 732	4 633	3 522	4 520	-2 915
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0	22	0	0	0	299	35
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	0	0	0	490	0	391	0
Zisk z prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	0	22	0	-490	0	-92	35
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	3 097	4 455	1 732	5 123	3 522	4 612	-2 950

Zdroj: vlastní zpracování (hodnoty v tisících Kč)

10. Analýza a prognóza generátorů hodnot

Mezi základní generátory hodnot, které v této kapitole analyzují, patří tržby, zisková marže, pracovní kapitál, dlouhodobý majetek a diskontní míra. Data pro tuto analýzu poskytuje nejen finanční analýza (viz kapitola Finanční analýza) ale i strategická analýza (viz kapitola Strategická analýza).

10.1. Analýza tržeb

Nejvýznamnějším generátorem hodnot jsou tržby, protože tvoří hlavní složku výnosů ve společnosti. Na základě analýzy konkurence a analýzy tržeb byla určena predikce tržeb pro následující tři roky. Vývoj tržeb znázorňuje tab. 10.1.

Tab. 10.1: Vývoj tržeb a jejich prognóza

Rok	Tržby (v milionech Kč)	Tempo růstu tržeb (v %)	Průměrné tempo růstu (v %)
2010	28,9	X	6,82
2011	25,7	-11,0	
2012	28,7	11,5	
2013	25,5	-11,4	
2014	22,7	-10,8	
2015	22,8	0,6	
2016 / 2017	37,0	62,0	1,15
2017 / 2018	35,2	- 4,9	
2018 / 2019	35,7	1,5	
2019 / 2020	38,2	6,8	

Zdroj: vlastní výpočty

Průměrné tempo růstu činilo ve sledovaném období 6,82 %. Tato hodnota je velmi ovlivněna posledním obdobím sledovaného období, kdy se díky projektům ve spolupráci se společností Search Technologies společnosti Incad výrazně zvýšily tržby. Vzhledem k tomu, že i v budoucnu se předpokládá spolupráce mezi Incadem a Search Technologies, odhadují se zisky společnosti v podobné výši jako v posledním sledovaném období. Průměrné tempo růstu u predikovaných tržeb činí 1,15 %.

10.2. Analýza ziskové marže

Dalším velmi důležitým generátorem hodnot je zisková marže. Zisková marže se vypočítá jako podíl korigovaného provozního výsledku hospodaření a tržeb společnosti. Zisková marže během sledovaného období velmi kolísala mezi hodnotami 20,2 % a -8 %. Průměrná zisková marže během sledovaného období činila 11,7 %. Do budoucna předpokládám stabilizaci ziskové marže a její hodnoty okolo 9 %. Důvodem k poklesu je opatrnost a předpoklad vzniku nové společnosti, která způsobí oslabení dominantního postavení společnosti Incad mezi konkurencí.

Tab. 10.2: Vývoj provozní ziskové marže

Rok	KPVH	Tržby	Provozní zisková marže (v %)	Průměrné tempo růstu KPVH (v %)
2010	3,1	28,9	10,7	2,4
2011	4,5	25,7	17,3	
2012	1,7	28,7	6,0	
2013	5,1	25,5	20,1	
2014	3,5	22,7	15,5	
2015	4,5	22,8	20,2	
2016 / 2017	-2,9	37,0	-8,0	73,0
2017 / 2018	2,8	35,2	8,0	
2018 / 2019	3,4	35,7	9,4	
2019 / 2020	3,5	38,2	9,2	

Zdroj: vlastní výpočty (hodnoty v milionech Kč)

Predikovanou provozní ziskovou marži je doporučeno snížit o 19% daň z příjmů právnických osob. Toto snížení ziskové marže je zachyceno v tab. 10.3. Vzhledem k tomu, že předpokládám pro predikované období snížení provozní ziskové marže, znamená to i pokles průměrné ziskové marže po zdanění.

Tab. 10.3: Vývoj průměrné ziskové marže

Rok	Provozní zisková marže (v %)	Zisková marže po dani (v %)	Průměrná zisková marže po dani (v %)
2010	10,7	8,67	9,48
2011	17,3	14,01	
2012	6,0	4,88	
2013	20,1	16,31	
2014	15,5	12,56	
2015	20,2	16,36	
2016 / 2017	-8,0	-6,49	7,17
2017 / 2018	8,0	6,44	
2018 / 2019	9,4	7,65	
2019 / 2020	9,2	7,43	

Zdroj: vlastní výpočty

10.3. Analýza pracovního kapitálu

K určení koeficientu náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál (k_{wc}) je nutné nejprve predikovat vývoj jednotlivých položek, ze kterých se následně vypočítá koeficient náročnosti. Kvůli tomu, že společnost přestala při změně majitele nabízet digitalizační zařízení, jsou i zásoby této komodity nulové. Ostatní položky jsou predikovány na základě hodnot ve sledovaném období.

Výpočet koeficientu náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál je definován jako podíl upraveného pracovního kapitálu a tržeb. Upravený pracovní kapitál se dá vypočítat jako součet zásob, pohledávek, nutných peněžních prostředků a časového rozlišení aktiv, od kterých se odečtou neúročené krátkodobé závazky a časově rozlišená pasiva. Upravený pracovní kapitál ve sledovaném období osciloval okolo hodnoty 9 milionů Kč, v predikovaném období se jeho hodnota zvýšila na 12 milionů Kč.

Hodnoty koeficientu k_{wc} uvádí tab. 10.4. Ve sledovaném období dosáhla hodnota tohoto koeficientu hodnoty 9,8 %. Důvodem takto nízkého čísla je především malý rozdíl mezi upraveným pracovním kapitálem v posledním období a v prvním období. V predikovaném období je hodnota koeficientu k_{wc} rovna 70,9 %. Tato hodnota je způsobena především téměř stejným rozdílem mezi upraveným kapitálem a mezi tržbami.

Tab. 10.4: Vývoj koeficientu náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál

Rok	Zásoby	Pohledávky	Peněžní prostředky nutné	Časové rozlišení aktiv	Krátkodobé závazky	Časové rozlišení pasiv	Upravený pracovní kapitál	k_{wc} (v %)
2010	0,003	4,3	8,5	1,6	4,3	4,1	6,0	9,8
2011	1,5	4,0	4,9	3,1	3,9	2,8	6,8	
2012	0,1	5,0	4,5	2,7	4,9	2,1	5,2	
2013	0,8	7,0	9,3	1,4	5,4	4,4	8,8	
2014	0,3	3,9	8,5	1,9	2,9	4,0	7,7	
2015	0,2	2,0	10,9	1,1	2,2	2,3	9,7	
2016 / 2017	0	11,6	4,4	0,2	7,4	2,1	6,8	
2017 / 2018	0	7,8	8,8	1,4	4,8	2,4	10,9	70,9
2018 / 2019	0	8,0	9,1	2,4	5,0	2,2	12,2	
2019 / 2020	0	9,2	8,1	3,0	5,3	2,0	13,0	

Zdroj: vlastní výpočty (hodnoty v milionech Kč)

10.4. Analýza dlouhodobého majetku

Dlouhodobý majetek společnosti Incad tvoří během sledovaného období necelých 10 % veškerých aktiv. Je to dané především tím, že společnost ke svému působení nepotřebuje téměř žádný dlouhodobý majetek. Na počátku sledovaného období vlastnila společnost několik serverů, na kterých měla uložena veškerou dokumentaci, kterou potřebovala. V roce 2015 přešla společnost ke cloudovým poskytovatelům hardwaru, což jí umožnilo odprodat servery a tím snížit hodnotu dlouhodobého provozně potřebného majetku. V budoucnu společnost nepředpokládá, že by se k vlastním serverům vracela, a proto hodnota dlouhodobého majetku zůstává na hodnotě z posledních let.

Koeficienty náročnosti růstu tržeb na dlouhodobý nutný majetek jsou uvedeny v tab. 10.5. Ve sledovaném období dosáhla hodnoty -6,3 % a v predikovaném období byla tato hodnota téměř totožná -6,4 %. Z vypočtených hodnot vyplývá, že vývoj tržeb není závislý na vývoji dlouhodobém provozně nutném majetku.

Tab. 10.5: Vývoj koeficientu náročnosti růstu tržeb na dlouhodobý nutný majetek

Rok	Tržby	Provozně nutný dlouhodobý majetek	k_{dmz} (v %)
2010	28,9	1,0	-6,3
2011	25,7	1,5	
2012	28,7	2,2	
2013	25,5	1,2	
2014	22,7	0,9	
2015	22,8	0,4	
2016 / 2017	37,0	0,5	-6,4
2017 / 2018	35,2	0,5	
2018 / 2019	35,7	0,4	
2019 / 2020	38,2	0,4	

Zdroj: vlastní výpočty (hodnoty v milionech Kč)

10.5. Analýza diskontní míry

Dříve, než začnu oceňovat podnik podle jednotlivých metod, je nutné stanovit úrokovou míru. Úroková míra, neboli průměrné vážené náklady na kapitál, je založena na nákladech vlastního kapitálu, na nákladech cizího kapitálu a na velikosti zadluženosti podniku.

10.5.1. Náklady vlastního kapitálu

Ke stanovení nákladů vlastního kapitálu jsem použil stavebnicový model dle příručky Ministerstva průmyslu a obchodu [17]. Náklady vlastního kapitálu se vypočítají podle vzorce 30.

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{POD} + r_{FINSTAB} + r_{FINSTRU} \quad (30)$$

kde

- r_e = alternativní náklady vlastního kapitálu
- r_f = bezriziková výnosnost
- r_{LA} = riziková přírážka za velikost podniku
- r_{POD} = riziková přírážka za podnikatelské riziko
- $r_{FINSTAB}$ = riziková přírážka za finanční stabilitu
- $r_{FINSTRU}$ = riziková přírážka za finanční strukturu

Bezriziková výnosnost

Bezrizikový výnos byl stanoven jako výnos 10letých státních dluhopisů pro celý rok 2017. Tento výnos činil 0,98 %. Zdrojem dat pro určení tohoto výnosu je dokument Ministerstva průmyslu a obchodu [17], který je možné nalézt v příloze.

Riziková přírážka za velikost podniku

Riziková přírážka za velikost podniku závisí na velikosti aktiv podniku. Průměrná celková aktiva dosahují hodnoty 16 milionů Kč, tedy riziková přírážka za velikost podniku činí 5 %.

Riziková přírážka za podnikatelské riziko

Riziková přírážka za podnikatelské riziko vychází z hodnoty ukazatele ROA. Průměrná hodnota ukazatele ROA společnosti Incad byla 17 %. Průměrná hodnota v odvětví dosáhla hodnoty 16 %, a protože je hodnota u společnosti větší než hodnota v odvětví, je riziková přírážka za podnikatelské riziko rovna 0 %.

Riziková přírážka za finanční stabilitu

Riziková přírážka za finanční stabilitu vychází z hodnoty pohotovostní likvidity. Hodnota pohotovostní likvidity společnosti Incad činila 2,17. Kvůli takto vysoké hodnotě pohotovostní likvidity je nutné dopočítat rizikovou přírážku podle vzorce 31.

$$r_{FINSTAB} = \frac{(2,76 - 2,17)^2}{(2,76 - 1,73)^2} * 0,1 \quad (31)$$

Z výše uvedeného vzorce jsem dopočítal hodnotu 3,3 %.

Riziková přírážka za finanční strukturu

Riziková přírážka za finanční strukturu vychází z úrokového krytí. Protože nemá společnost žádné dlouhodobé, ani krátkodobé závazky k úvěrovým institucím, je hodnota tohoto ukazatele nulová. Kvůli tomu je riziková přírážka za finanční strukturu rovna 10 %, což představuje maximální hodnotu této rizikové přírážky.

Součtem výše uvedených rizikových přírážek a bezrizikového výnosu se vypočte hodnota nákladů vlastního kapitálu (viz tab. 10.6).

Tab. 10.6: Výpočet nákladů vlastního kapitálu

	Hodnota
Bezriziková výnosnost	0,98 %
Riziková přírážka za velikost podniku	5 %
Riziková přírážka za podnikatelské riziko	0 %
Riziková přírážka za finanční stabilitu	3,3 %
Riziková přírážka za finanční strukturu	10 %
Alternativní náklady vlastního kapitálu	19,28 %

Zdroj: vlastní výpočty

10.5.2. Náklady cizího kapitálu

Náklady cizího kapitálu jsou založeny na úrokové sazbě z půjček a úvěrů, které společnost Incad čerpá od úvěrových institucí. Společnost Incad ale žádné půjčky a úvěry nevyužívá a ani v budoucnu nemá v plánu je využívat. Z tohoto důvodu jsem stanovil náklady na cizí kapitál v hodnotě 0 %.

10.5.3. Stanovení diskontní míry

Diskontní míru jsem stanovil pomocí vzorce vážených nákladů na kapitál na hodnotu 19,2 %. Vzorec 32 uvádí, jak jsem tuto hodnotu vypočítal.

$$WACC = 0,00 * (1 - 0,19) * \frac{0}{7\,128\,000} + 0,192 * \frac{7\,128\,000}{7\,128\,000} = 19,2 \% \quad (32)$$

11. Metody stanovení hodnoty subjektu

Výpočet hodnoty společnosti Incad provedu pomocí dvou odlišných metod. Nejprve určím orientační hodnotu společnosti pomocí předběžného ocenění na základě generátorů hodnot. Poté vypočítám hodnotu společnosti pomocí:

- Metody diskontovaného peněžního toku
- Metody ekonomické přidané hodnoty

11.1. Předběžné ocenění na základě generátorů hodnot

K určení orientační hodnoty podniku je nutné využít hodnoty z kapitol Strategická analýza, Finanční analýza a Analýza a prognóza generátorů hodnot.

Protože je nejen tato metoda založena na predikovaných hodnotách, rozhodl jsem se vypočítat i pesimistickou a optimistickou hodnotu podniku. Pro výpočet těchto hodnot jsem mírně upravil hodnoty z kapitoly Analýza a prognóza generátorů hodnot. Potřebné údaje pro výpočet hodnoty podniku jsou uvedeny v tab. 11.1.

Tab. 11.1: Vstupní data pro předběžné ocenění podniku generátory hodnot

	Označení	Pesimistická	Střední	Optimistická
Tržby v roce 2016 / 2017 (v milionech Kč)	X_{t-1}	37,0		
Tempo růstu tržeb (v %)	g	0.15 %	1.15 %	6.80 %
Průměrná zisková marže po dani (v %)	r_{ZPx}	5.17 %	7.17 %	10.12 %
Sazba daně z příjmu právnických osob (v %)	d	19 %		
Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu (v %)	k_{WC}	90 %	70 %	50 %
Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého hmotného majetku (v %)	k_{DMX}	-10 %	-6,4 %	-3.5 %
Diskontní míra (v %)	i_k	21,25 %	19,25 %	17,25 %

Zdroj: vlastní výpočty

Hodnoty z tab. 11.1 jsem dosadil do vzorce 33 pro předběžné ocenění na základě generátorů hodnot.

$$H_b = \frac{X_{t-1} * (1 + g) * r_{ZPx} * (1 - d) - X_{t-1} * g * (k_{WC} + k_{MDx})}{i_k - g} \quad (33)$$

Tab. 11.2: Hodnota podniku podle metody generátorů hodnot

	Pesimistická	Střední	Optimistická
Hodnota podniku brutto (v milionech Kč)	7,2	10,5	19,8

Zdroj: vlastní výpočty

Střední orientační hodnota podniku je touto metodou stanovena na 10,5 milionů Kč. Jedná se však pouze o orientační odhad, který by měl určit, v jakých řádech se přibližně hodnota podniku pohybuje. Přesnější určení hodnoty podniku je popsáno v následujících kapitolách.

11.2. Metoda diskontovaného peněžního toku

Hodnota společnosti podle metody diskontovaného peněžního toku se skládá ze dvou částí. První část je založena na diskontovaných volných peněžních tocích. Druhá je založena na diskontované pokračující hodnotě podniku. Hodnota společnosti dle dvoufázové metody bude vypočtena podle vzorce (16).

Nejdůležitější pro první část je určit volné peněžní toky v predikovaném období. Základem pro výpočet volných peněžních toků je korigovaný výsledek hospodaření, od kterého jsem odečetl daň z příjmu právnických osob a odpisy. Vývoj volného peněžního toku znázorňuje tab. 11.3.

Tab. 11.3: Vývoj volného peněžního toku

Rok	KPVH	Daň z příjmu právnických osob	KPVH po zdanění	Ostatní náklady	Předběžné CF z provozní činnosti	Volný peněžní tok
2017 / 2018	2,8	0,5	2,3	0	2,3	2,3
2018 / 2019	3,4	0,6	2,7	0	2,7	2,7
2019 / 2020	3,5	0,6	2,9	0	2,9	2,9

Zdroj: vlastní výpočty

Druhá fáze představuje současnou hodnotu očekávaných peněžních toků od konce první fáze až do nekonečna. Hlavními předpoklady pro určení pokračující hodnoty je stabilita základních parametrů, konstantní růst podniku a stabilní míra investic.

K výpočtu této druhé části je důležité predikovat provozně nutný investovaný kapitál (viz tab. 11.4). Ten následně dosadím do Gordonova vzorce (viz vzorec 17 a 18) a vypočtu pokračující hodnotu podniku.

Tab. 11.4: Vývoj provozně nutného investovaného kapitálu

Rok	Dlouhodobý majetek provozně nutný	Pracovní kapitál provozně nutný	Investovaný kapitál provozně nutný
2017 / 2018	0,5	10,9	11,4
2018 / 2019	0,4	12,2	12,6
2019 / 2020	0,4	13,0	13,4

Zdroj: vlastní výpočty

Celková provozní hodnota (brutto) je dána součtem současné hodnoty první a druhé fáze. Od provozní hodnoty brutto se odečte úročený cizí kapitál a přičte provozně nepotřebný majetek, čímž se získá hodnota podniku netto.

I v této kapitole jsem vypočetl hodnotu podniku na základě hodnot z kapitoly Analýza a prognóza generátorů hodnot. Rovněž jsem spočetl jednu pesimistickou a jednu optimistickou variantu hodnoty dle této metody.

Tab. 11.5: Hodnota podniku dle metody diskontovaných peněžních toků

	Pesimistická	Střední	Optimistická
Současná hodnota 1. fáze (v milionech Kč)	5,3	5,5	5,7
Současná hodnota 2. fáze (v milionech Kč)	7,5	8,8	12,6
Provozní hodnota brutto (v milionech Kč)	12,8	14,3	18,3
Úročený cizí kapitál k datu ocenění (v milionech Kč)	0	0	0
Provozně nepotřebný majetek (v milionech Kč)	0	0	0
Hodnota podniku netto (v milionech Kč)	12,8	14,3	18,3

Zdroj: vlastní výpočty

Výsledná střední hodnota společnosti Incad je metodou diskontovaných peněžních toků stanovena na 14,3 milionů Kč.

11.3. Metoda ekonomické přidané hodnoty

Podle metody ekonomické přidané hodnoty by měla vyjít podobná hodnota společnosti jako podle metody diskontovaných peněžních toků. Podmínkou je, že se vychází ze stejných hodnot průměrných nákladů na kapitál, provozních nákladů na kapitál a ze stejné hodnoty provozně nutného kapitálu.

Princip výpočtu hodnoty společnosti podle metody ekonomické přidané hodnoty je podobný jako u metody diskontovaných peněžních toků. Rozdílem je, že se místo volných peněžních toků diskontuje přidaná hodnota. Potřebná data k výpočtu první fáze jsou uvedena v tab. 11.6.

Tab. 11.6: Vývoj provozních výnosů a nákladů na kapitál v predikovaném období

Rok	NOPAT	NOA
2017 / 2018	2,8	11,4
2018 / 2019	3,4	12,6
2019 / 2020	3,5	13,4

Zdroj: vlastní výpočty

První fáze spočívá ve výpočtu jednotlivých ekonomických přidaných hodnot pro predikované období, výpočet popisuje vzorec 22. Vypočtené hodnoty je nutné diskontovat a tím převést na současnou hodnotu. Za diskontní míru jsem použil průměrné náklady kapitálu vypočtené v kapitole Stanovení diskontní míry. Pro druhou fázi je nejprve nutné vypočítat ekonomickou přidanou hodnotu, která se pomocí vzorce 34 převede na současnou hodnotu druhé fáze.

$$PH = \frac{EVA_{2020/2021}}{WACC - g} \cdot \frac{1}{(1 + i_k)^t} \quad (34)$$

Výslednou provozní hodnotu společnosti brutto podle metody ekonomické přidané hodnoty získáme součtem současné hodnoty první fáze, současné hodnoty druhé fáze a čistými operačními aktivy. Od tohoto součtu se odečte úročený cizí kapitál a přičte neprovozní majetek k datu ocenění.

Výsledná hodnota společnosti Incad činila 14,2 milionů Kč. To je o 100 tisíc menší hodnota, než která byla vypočítána metodou diskontovaných peněžních toků. Tento rozdíl je způsoben odlišnými úpravami a postupy v jednotlivých procesech ocenění.

Jako u všech ostatních metod ocenění, i v této kapitole jsem vypočetl hodnotu podniku na základě hodnot z kapitoly Analýza a prognóza generátorů hodnot. Také jsem vypočetl pesimistickou a optimistickou verzi hodnoty dle této metody.

Tab. 11.7: Hodnota podniku dle metody ekonomické přidané hodnoty

	Pesimistická	Střední	Optimistická
Současná hodnota 1. fáze (v milionech Kč)	1,2	1,7	2,3
Současná hodnota 2. fáze (v milionech Kč)	3,7	5,2	10,7
MVA (v milionech Kč)	4,9	6,9	13,0
NOA k datu ocenění (v milionech Kč)	7,3		
Provozní hodnota brutto (v milionech Kč)	12,2	14,2	20,3
Úročený cizí kapitál k datu ocenění (v milionech Kč)	0	0	0
Provozní hodnota netto (v milionech Kč)	12,2	14,2	20,3
Neprovozní majetek k datu ocenění (v milionech Kč)	0	0	0
Výsledná hodnota vlastního kapitálu (v milionech Kč)	12,2	14,2	20,3

Zdroj: vlastní výpočty

12. Citlivostní analýza

Citlivostní analýza je druh analýzy, která zkoumá, jak vstupní hodnoty ovlivňují výsledky výpočtu. Cílem této analýzy je určit citlivost na jednotlivé vstupní hodnoty a zjistit, jak tyto vstupy ovlivňují výslednou hodnotu společnosti. Citlivostní analýzy je možné rozdělit podle toho, jaké hodnoty se mění:

- Dílčí citlivostní analýza – při dílčí citlivostní analýze se mění jen některé vstupní hodnoty a zkoumá se, jaký mají tyto změny dopad na celkovou hodnotu
- Úplná citlivostní analýza – při celkové analýze se mění všechny vstupní hodnoty a zkoumá se, jaké vstupní hodnoty mají největší vliv na výslednou hodnotu

Dále je možné citlivostní analýzy dělit podle toho, kolik vstupních hodnot se mění naráz. Rozlišujeme jednorozměrnou a vícerozměrnou citlivostní analýzu.

- Jednorozměrná citlivostní analýza mění vždy jen jednu vstupní hodnotu. Díky tomu lze zkoumat, jaký dopad má změna jednoho parametru na výslednou hodnotu.
- Vícerozměrná citlivostní analýza mění najednou několik hodnot.

V této práci je použita dílčí citlivostní analýza s vícerozměrnou citlivostí. Jediné hodnoty, které jsem se rozhodl v citlivostní analýze měnit, jsou diskontní míra a meziroční tempo růstu tržeb. Omezení pro tyto dva parametry popisuje tab. 12.1.

Tab. 12.1: Definice hodnot pro citlivostní analýzu

Vstupní hodnota	Minimální hodnota	Maximální hodnota
Diskontní míra	0 %	30 %
Meziroční tempo růstu tržeb	-10 %	10 %

Zdroj: vlastní výpočty

Nejprve jsem zkoumal, jaký má vliv jednoprocenní změna parametru diskontní míry na celkovou hodnotu společnosti. Změna meziročního růstu tržeb byla v tomto případě neměnná. V případě změny parametru u metody podle generátorů hodnot se hodnota společnosti změnila průměrně o 23,4 %. V případě metody diskontovaných peněžních toků se hodnota společnosti změnila průměrně o 5,5 %. Hodnota společnosti podle metody ekonomické přidané hodnoty se změnila průměrně o 7,3 %.

V druhém případě byl neměnný parametr diskontní míry. Měnil se parametr tempa růstu tržeb o jedno procento. Jednoprocenní změna parametru růstu tržeb způsobila téměř 12% změnu hodnoty společnosti. V případě metody diskontovaných peněžních toků znamenala změna parametru tempa růstu tržeb o jedno procento celkovou změnu o 1,5 %. U metody

ekonomické přidané hodnoty se změna vstupního parametru projevila 2,1% změnou hodnoty společnosti. Z toho plyne, že oba parametry mají vliv na celkové ocenění společnosti, ale nejvíce je hodnota společnosti citlivá na změnu diskontní míry.

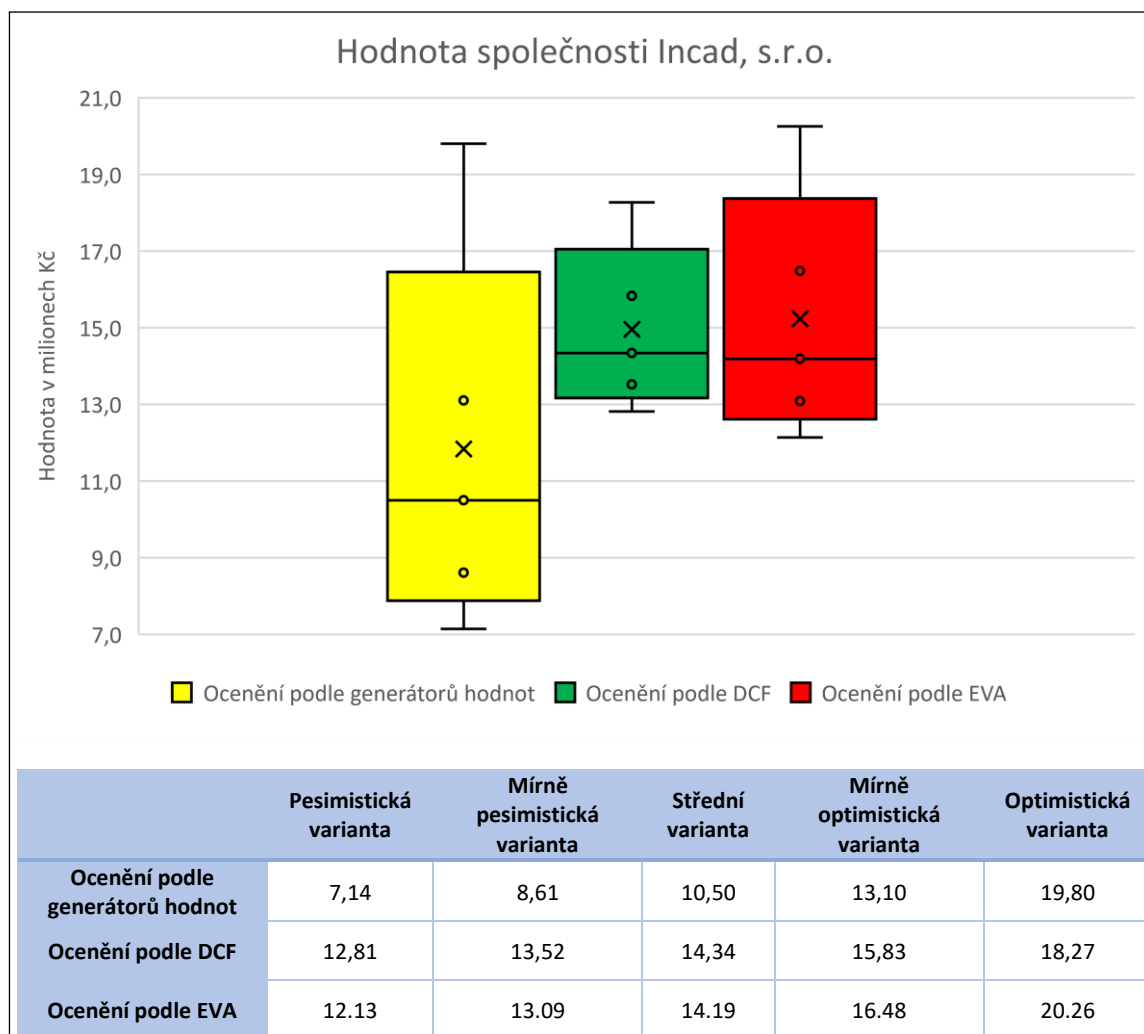
V kapitolách Předběžné ocenění na základě generátorů hodnot, Metoda diskontovaného peněžního toku a Metoda ekonomické přidané hodnoty jsem nastínil tři možné varianty výsledku – pesimistickou, střední a optimistickou. V této kapitole rozvedu tyto varianty ještě o dvě – mírně pesimistickou a mírně optimistickou. Střední varianta je založena na hodnotách, které jsem vypočítal v předešlých kapitolách (Strategická analýza, Finanční analýza a Analýza a prognóza generátorů hodnot). Ostatní varianty jsou založeny na mírné úpravě diskontní sazby a růstu tržeb. Hodnoty těchto faktorů pro jednotlivé varianty uvádí tab. 12.2.

Tab. 12.2: Použité hodnoty vstupních parametrů v citlivostní analýze

Vstupní hodnota	Pesimistická varianta	Mírně pesimistická varianta	Střední varianta	Mírně optimistická varianta	Optimistická varianta
Diskontní míra	21,25 %	20,25 %	19,25 %	18,25 %	17,25 %
Meziroční tempo růstu tržeb	0.15 %	0.65 %	1.15 %	4.00 %	6.80 %

Zdroj: vlastní výpočty

Hodnoty z tab. 12.2 jsem dosadil do jednotlivých metod a zjistil, v jakém rozmezí se výsledná hodnota společnosti Incad pohybuje. Grafické znázornění včetně tabulky hodnot společnosti je na obr. 12.1



Obr. 12.1: Hodnota společnosti Incad, s.r.o. (v milionech Kč)

Zdroj: vlastní výpočty

Na základě zjištěných hodnot (viz tabulka a grafické znázornění na obr. 12.1) je vidět, že hodnota společnosti podle předběžné analýzy generátorů hodnot se pohybuje v rozmezí mezi 7 a 19,8 miliony Kč. Z hodnot zbylých dvou metod lze vyčíst, že by se hodnota společnosti měla pohybovat od 12,2 milionů do 20,2 milionů Kč. Podle obou metod a vypočtených hodnot v předchozích dílčích analýzách je hodnota společnosti mezi 14,2 a 14,3 milionů Kč.

V příloze 1 na záložce citlivostní analýza je možné vyzkoušet, jak by se měnila hodnota společnosti Incad v případě změny diskontní sazby nebo meziprocentního tempa růstu tržeb.

Diskuze

Provedené ocenění společnosti Incad je zpracováno ke dni 1. července roku 2017, tedy k prvnímu dni hospodářského roku 2017/2018. Ocenění společnosti bylo provedeno pro majitele a jednatele společnosti, neboť chtěli znát její tržní hodnotu. Základním předpokladem pro ocenění společnosti, a to nejen této, je pokračování společnosti a neměnnost předmětu podnikání.

Jelikož Česká republika nedisponuje žádným závazným oceňovacím standardem, musí oceňovatel použít některou z oceňovacích metod. Zadavatel musí specifikovat, za jakým účelem chce společnost ocenit. Na základě této informace vybere oceňovatel adekvátní metody, které použije. Zpravidla by měl oceňovatel k určení hodnoty společnosti využít alespoň dvou metod. Výsledná hodnota podniku musí být stanovena na základě hodnot zjištěných použitím různých metod.

Pro ocenění společnosti Incad jsem se rozhodl použít metodu diskontovaných peněžních toků (metoda DCF) a metodu ekonomické přidané hodnoty (metoda EVA). Obě tyto metody jsou použity v podobě metody entity, tedy ocenění společnosti jako celku. Za předpokladu, že obě metody vychází z čistého provozního zisku po zdanění, stejných nákladů na kapitál a stejného provozně nutného kapitálu, měla by být výsledná hodnota velmi podobná.

Metoda diskontovaných peněžních toků ocenila společnost Incad na hodnotu brutto 14 337 404 Kč. Tato hodnota je dána vysokou hodnotou predikovaných volných peněžních toků pro hospodářské roky 2017/2018, 2018/2019 a 2019/2020. Současná hodnota těchto tří hospodářských let činí 5 495 076 Kč. Zbýlých 8 842 328 Kč je tvořeno diskontováním pokračující hodnoty, která je vypočtena za pomoci Gordonova vzorce pro volné peněžní toky pro hospodářský rok 2020/2021.

Podle metody ekonomické přidané hodnoty činí hodnota společnosti brutto 14 186 714 Kč. Na této hodnotě se hodnotou 1 720 962 Kč podílí diskontovaný součet ekonomické přidané hodnoty pro hospodářské roky 2017/2018–2019/2020, částkou 5 231 752 Kč současná výše pokračující hodnoty a částkou 7 234 000 Kč provozně nutná aktiva v hospodářském roce 2016/2017.

Kvůli tomu, že společnost Incad, s.r.o. nemá žádný úročený cizí kapitál, ani nedisponuje žádným provozně nepotřebným majetkem, je výsledná hodnota brutto rovna hodnotě netto. Tedy podle metody diskontovaných peněžních toků je hodnota společnosti 14 337 404 Kč a podle metody ekonomické přidané hodnoty 14 186 714 Kč. Rozdíl výsledných hodnot za použití mnou vybraných metod je 150 690 Kč, což nepovažuji za velký rozdíl vzhledem k ceně společnosti (jde přibližně o jednu setinu celkové části).

Jestliže by si majitel nebo jednatele společnosti přáli zvýšit hodnotu společnosti v následujících letech, je nutné, aby se zaměřili především na zvýšení tržeb z prodeje vlastních výrobků a tržeb, potažmo tedy i na zvýšení tempa růstu tržeb, a především na ziskovou marži. Růst tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb může být způsoben uzavíráním nových smluv se zákazníky. V tomto případě je ale nutné brát ohled na lidské zdroje společnosti. Další možnosti

je, v případě vypršení platnosti stávajících smluv a ochoty tyto smlouvy prodloužit, uzavřít smlouvy nové, ovšem již s vyšší ziskovou marží.

Zvýšením hodnoty tržeb, tempa jejich růstu a udržení si alespoň takové ziskové marže, jakou měla společnost v minulých letech, se způsobí zvýšení hodnoty korigovaného provozního výsledku hospodaření a tím dojde i k růstu hodnoty volných peněžních toků. Růst všech těchto hodnot způsobí růst hodnot v predikovaném období a v konečném důsledku i růst výsledné hodnoty společnosti Incad.

Společnost Incad byla na konci roku 2015 prodána majiteli společnosti Search Technologies Kamran Khanovi za 11 milionů Kč (hodnota zjištěna na základě rozhovoru s bývalými majiteli Pavlem Kocourkem a Tomášem Dočkalem). V listopadu 2017 prodal Kamran Khan obě společnosti firmě Accenture. Částka, za kterou byly společnosti prodány, je tajná a zná ji jen vedení společnosti Accenture a majitel společností Kamran Khan.

Důvodem, proč zpětně zjišťuji hodnotu společnosti Incad, byl požadavek bývalých majitelů, kteří chtěli vědět, kolik prodělali/vydělali na tom, že společnost Incad prodali již roce 2015. Pokud by si společnost Incad ponechali ještě rok a půl a i nadále jen spolupracovali se společností Search Technologies, mohli by společnost prodat zhruba za 14 250 000 Kč. To by znamenalo, že by ji prodali o 3 250 000 Kč draž než v roce 2015.

Závěr

Cílem diplomové práce bylo zjistit tržní hodnotu společnosti Incad ke dni 1. července roku 2017. Tato práce slouží jako podklad pro bývalé majitele společnosti, kteří chtěli vědět, kolik vydělali/prodělali tím, že společnost prodali již v roce 2015 a nadále zůstali ve společnosti pracovat jako zaměstnanci.

Společnost Incad je malá česká společnost působící v oblasti informačních technologií. Incad vznikl v roce 1990. Na data, jejich tvorbu, zpracování, ukládání a vyhledávání v nich se společnost zaměřuje již od roku 1995. Díky zkušenostem, které zaměstnanci společnosti mají, se Incadu podařilo v roce 2014 uzavřít spolupráci s americkou společností Search Technologies a vytvořit tak jedničku na trhu vyhledávacích technologií. Od té doby společnosti spolupracují na několika projektech v Evropě, Americe a Asii.

Před každým oceněním musí být zadavateli určeno, za jakým účelem se podnik oceňuje. Na základě této informace byly vybrány dvě výnosové metody. Vedení společnosti Incad mi poskytlo účetní výkazy od roku 2010 do konce hospodářského roku 2016/2017. K těmto informacím jsem přidal informace z vnějšího okolí podniku, které tento podnik ovlivňují. Na základě těchto dat jsem provedl strategickou analýzu, finanční analýzu a predikci dat pro budoucí období. Z těchto dat vychází celková hodnota společnosti.

Strategická analýza zachycuje souhrnný pohled na prostředí podniku Incad. Nejprve jsem zanalyzoval zákazníky a konkurenty společnosti a poté vnější prostředí podniku za pomoci PEST analýzy. Na základě těchto analýz jsem usoudil, že společnost Incad má jednoznačnou perspektivu do budoucna. To mimo jiné znamená, že existence společnosti není ohrožena a má smysl oceňovat společnost pomocí výnosových metod.

Fakt, že existence společnosti není ohrožena, potvrdila i finanční analýza, která vycházela z poskytnutých účetních výkazů za posledních 7 let. Z dílčích analýz bylo zjištěno, že podnik je finančně zdravý, není zadlužený, a tedy není jediný důvod pochybovat o jeho budoucnosti.

Na základě prognózovaných hodnot ekonomických faktorů vnějšího prostředí (prognózu provedlo Ministerstvo práce a obchodu) a minulého vývoje hodnot v rozvaze a výkazu zisku a ztráty jsem predikoval hodnoty rozvahy a výkazu zisků a ztráty pro hospodářská období 2017/2018, 2018/2019 a 2019/2020. Z mnou predikovaných dat byl vypočten korigovaný provozní výsledek pro následující tři období.

Tato data sloužila jako vstupy do analýzy a prognózy generátorů hodnot. Nejprve jsem se zaměřil na tržby, jejichž hodnota je částečně závislá na vývoji ekonomických ukazatelů makroprostředí a na aktuálních trendech v oblasti IT. Díky nastupující průmyslové revoluci v podobě Průmyslu 4.0 jsem predikoval růst tržeb pro následující období. Dalším predikovaným generátorem hodnoty je zisková marže, jejíž hodnotu jsem predikoval na hodnotu 7,2 % po zdanění. Koeficient náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál byl stanoven na hodnotu 71 % a koeficient náročnosti růstu tržeb na dlouhodobý majetek byl odhadnut na -6,5 %. K určení diskontní míry (19,2 %) jsem využil vzorce na výpočet vážených nákladů na kapitál. Takto vysoká hodnota je rovna nákladům na vlastní kapitál, protože společnost nedisponuje žádným úročeným cizím kapitálem. Náklady na vlastní kapitál byly vypočteny na základě dokumentu

Ministerstva průmyslu a obchodu [17]. Tento dokument porovnává hodnoty podniku s průměrnými hodnotami v daném odvětví.

Všechny metody ocenění jsou provedeny ve 3 variantách – pesimistické, optimistické a střední. Střední varianta vychází z hodnot, které vyšly v analýze a prognóze generátorů hodnot. Pesimistická varianta počítá s negativní odchylkou od hodnot použitých ve střední variantě. Naopak optimistická varianta využívá pozitivní odchylky od hodnot ve střední variantě.

Předběžné ocenění společnosti pomocí generátorů hodnot vyčíslilo hodnotu společnosti Incad mezi hodnoty 7,2 milionů Kč (pesimistická varianta) a 19,8 milionů Kč. Podle střední varianty by se hodnota společnosti měla pohybovat okolo 10,5 milionů Kč.

Pro ocenění společnosti byly použity metoda diskontovaných peněžních toků a metoda ekonomické přidané hodnoty. Obě tyto metody jsou použity v kombinaci s metodou entity, tedy s určením hodnoty společnosti jako celku. Metoda diskontovaných peněžních toků ocenila společnost Incad na hodnotu 14 337 404 Kč. Podle metody ekonomické přidané hodnoty je hodnota společnosti brutto 14 186 714 Kč. Rozdíl výsledných hodnot za použití mnou vybraných metod je 150 690 Kč.

Z provedených analýz lze konstatovat, že se podnik řadí do skupiny podniků s jednoznačnou perspektivou. Existence společnosti není ohrožena. Výsledné ocenění společnosti Incad k datu 1. července roku 2017 jsem stanovil na 14 250 000 Kč.

Tím, že jsem určil hodnotu firmy několika způsoby a vysvětlil rozdíly mezi jednotlivými výslednými hodnotami, jsem splnil cíl práce.

Seznam literatury

- [1] M. Mařík, *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*, Praha: Ekopress, s.r.o., 2003.
- [2] Federální shromáždění ČSFR, „Obchodní zákoník (zákon č. 513/1991 Sb.),“ Martišor, 1991. [Online]. Available: <http://zakony-online.cz/?s1&q1=all>. [Přístup získán 19 10 2018].
- [3] Tiskárna Ministerstva vnitra, *Sbírka zákonů Česká republika*, Břeclav: Moraviapress, 2012.
- [4] P. Maříková a M. Mařík, *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota : tržní přidaná hodnota.*, Praha: Ekopress, 2001.
- [5] M. Synek, *Manažerská ekonomika*, Praha: Grada, 2007.
- [6] International Valuation Standards Committee, *Mezinárodní oceňovací standardy 2017 - International Valuation Standards 2017*, Praha: Ekopress, 2017.
- [7] E. Kislíngrová, *Manažerské finance. 2., přeprac. a dopl. vyd.*, Praha: Beckova edice ekonomie, 2007.
- [8] J. Sedláček, *Účetní data v rukou manažera: finanční analýza v řízení firmy*, Praha: Computer Press, 1999.
- [9] G. Tomek a V. Vávrová, *Marketing od myšlenky k realizaci*, Praha: Professional Publishing, 2011.
- [10] P. Kocourek, K. Khan a I. Fletcher, „Pražská společnost INCAD posiluje tým Search Technologies,“ Česká tisková kancelář, 16 Únor 2015. [Online]. Available: <http://www.protext.cz/zprava.php?id=22479>. [Přístup získán 5 Květen 2019].
- [11] Český rozhlas, „Výsledky hledání - Český rozhlas,“ Český rozhlas, 5. 5. 2019. [Online]. Available: <https://hledani.rozhlas.cz/>. [Přístup získán 5. 5. 2019].
- [12] Invia.cz, a.s., „Dovolena Invia.cz,“ Invia.cz, a.s., 4. 5. 2019. [Online]. Available: <https://dovolena.invia.cz/>. [Přístup získán 4. 5. 2019].
- [13] Městská knihovna v Praze, „Katalog on-line Městské knihovny v Praze,“ Městská knihovna v Praze, 5. 5. 2019. [Online]. Available: https://search.mlp.cz/cz/?query=sherlock&kde=all#/c_s_ol=query-eq:sherlock. [Přístup získán 5. 5. 2019].
- [14] Findwise AB, „Find, Analyse, Act,“ Findwise AB, 1. 5. 2019. [Online]. Available: <https://findwise.com/en>. [Přístup získán 1. 5. 2019].
- [15] BA Insight, „Modern Enterprise Search,“ BA Insight, 1. 5. 2019. [Online]. Available: <https://www.bainsight.com/>. [Přístup získán 1. 5. 2019].

- [16] Tovek, „Tovek aktuality,“ Tovek, spol. s.r.o., 1. 5. 2019. [Online]. Available: <https://www.tovek.cz/cs/>. [Přístup získán 1. 5. 2019].
- [17] Ministerstvo průmyslu a obchodu, „Finanční analýza podnikové sféry za rok 2017,“ 21. 4. 2018. [Online]. Available: <https://www.mpo.cz/assets/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/2018/6/FA2017.pdf>. [Přístup získán 21. 4. 2019].
- [18] Search Technologies, „Search Technologies úvodem,“ Search Technologies, 12. 5. 2019. [Online]. Available: <https://www.searchtechnologies.com/cs>. [Přístup získán 12. 5. 2019].
- [19] S. Francová, „Incad, s.r.o. - účetní závěrka - VZaZ 2010,“ Incad, spol s r.o., Praha, 2010.
- [20] S. Francová, „Incad, s.r.o. - účetní závěrka - Rozvaha 2010,“ Incad, spol. s r.o., Praha, 2010.
- [21] S. Francová, „Incad, s.r.o. - účetní závěrka - VZaZ 2017,“ Incad, spol. s r.o., Praha, 2017.
- [22] S. Francová, „Incad, s.r.o. - účetní závěrka - VZaZ 2015,“ Incad, spol. s r.o., Praha, 2015.
- [23] S. Francová, „Incad, s.r.o. - účetní závěrka - VZaZ 2014,“ Incad, spol. s r.o., Praha, 2014.
- [24] S. Francová, „Incad, s.r.o. - účetní závěrka - VZaZ 2013,“ Incad, spol. s r.o., Praha, 2013.
- [25] S. Francová, „Incad, s.r.o. - účetní závěrka - VZaZ 2012,“ Incad, spol. s r.o., Praha, 2012.
- [26] S. Francová, „Incad, s.r.o. - účetní závěrka - Rozvaha 2017,“ Incad, spol. s r.o., Praha, 2017.
- [27] S. Francová, „Incad, s.r.o. - účetní závěrka - Rozvaha 2015,“ Incad, spol. s r.o., Praha, 2015.
- [28] S. Francová, „Incad, s.r.o. - účetní závěrka - Rozvaha 2014,“ Incad, spol. s r.o., Praha, 2014.
- [29] S. Francová, „Incad, s.r.o. - účetní závěrka - Rozvaha 2013,“ Incad, spol. s r.o., Praha, 2013.
- [30] S. Francová, „Incad, s.r.o. - účetní závěrka - Rozvaha 2012,“ Incad, spol. s r.o., Praha, 2012.
- [31] S. Francová, „Incad, s.r.o. - účetní závěrka - Rozvaha 2011,“ Incad, spol. s r.o., Praha, 2011.
- [32] S. Francová, „Incad, s.r.o. - účetní závěrka - Příloha 2017,“ Incad, spol. s r.o., Praha, 2017.
- [33] S. Francová, „Incad, s.r.o. - účetní závěrka - Příloha 2015,“ Incad, spol. s r.o., Praha, 2015.
- [34] S. Francová, „Incad, s.r.o. - účetní závěrka - Příloha 2014,“ Incad, spol. s r.o., Praha, 2014.
- [35] S. Francová, „Incad, s.r.o. - účetní závěrka - Příloha 2013,“ Incad, spol. s r.o., Praha, 2013.
- [36] S. Francová, „Incad, s.r.o. - účetní závěrka - Příloha 2012,“ Incad, spol. s r.o., Praha, 2012.
- [37] S. Francová, „Incad, s.r.o. - účetní závěrka - Příloha 2011,“ Incad, spol. s r.o., Praha, 2011.
- [38] S. Francová, „Incad, s.r.o. - účetní závěrka - Příloha 2010,“ Incad, spol. s r.o., Praha, 2010.
- [39] S. Francová, „Incad, s.r.o. - účetní závěrka - VZaZ 2011,“ Incad, spol. s r.o., Praha, 2011.

- [40] eJustice, „Výpis z obchodního rejstříku - Incad, s.r.o. v likvidaci,“ Ministerstvo spravedlnosti České republiky, 12. 5. 2019. [Online]. Available: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=53873>. [Přístup získán 12. 5. 2019].
- [41] Crunchbase Inc, „Crunchbase - Search Technologies,“ Verizon Media Tech, 5. 5. 2019. [Online]. Available: <https://www.crunchbase.com/organization/search-technologies>. [Přístup získán 5. 5. 2019].
- [42] Český statistický úřad, „Inflace, spotřebitelské ceny,“ Český statistický úřad, 14. 5. 2019. [Online]. Available: https://www.czso.cz/csu/czso/inflace_spotrebitelske_ceny. [Přístup získán 16. 5. 2019].
- [43] Český statistický úřad, „HDP, národní účty,“ Český statistický úřad, 26. 4. 2019. [Online]. Available: https://www.czso.cz/csu/czso/hdp_narodni_ucty. [Přístup získán 15. 5. 2019].
- [44] Český statistický úřad, „Zahraniční obchod,“ Český statistický úřad, 26. 4. 2019. [Online]. Available: https://www.czso.cz/csu/czso/zahranicni_obchod_se_zbozim_ekon. [Přístup získán 12. 5. 2019].
- [45] Český statistický úřad, „Zaměstnanost, nezaměstnanost,“ Český statistický úřad, 14. 5. 2019. [Online]. Available: https://www.czso.cz/csu/czso/zamestnanost_nezamestnanost_prace. [Přístup získán 15. 5. 2019].
- [46] L. Sýkora, SWOT analýza firmy, Praha, 2017.

Seznam obrázků

Obr. 2.1: Hlavní oceňovací funkce podle Kolínské školy	15
Obr. 3.1: Model pěti konkurenčních sil	19
Obr. 6.1: Grafické znázornění existence společností	45
Obr. 6.2: Portál hledání Českého rozhlasu	48
Obr. 6.3: Online katalog dovolených	49
Obr. 6.4: On-line katalog Městské knihovny v Praze.....	49
Obr. 7.1: Scoring model.....	54
Obr. 8.1: Horizontální analýza aktiv	60
Obr. 8.2: Horizontální analýza pasiv	61
Obr. 8.3: Horizontální analýza výsledku hospodaření.....	62
Obr. 8.4: Vertikální analýza aktiv.....	62
Obr. 8.5: Vertikální analýza pasiv	63
Obr. 8.6: Vertikální analýza hospodářského výsledku.....	64
Obr. 8.7: Vývoj ukazatelů likvidity	65
Obr. 8.8: Vývoj čistého pracovního kapitálu	65
Obr. 8.9: Vývoj ukazatelů rentability	67
Obr. 8.10: Vývoj ukazatelů aktivity – počet obrátů za rok	67
Obr. 8.11: Vývoj ukazatele celkové zadluženosti	69
Obr. 12.1: Hodnota společnosti Incad, s.r.o. (v milionech Kč)	88

Seznam tabulek

Tab. 3.1: Scoring model.....	20
Tab. 3.2: Matice k posouzení perspektivnosti podniku	21
Tab. 6.1: Lidské zdroje společnosti Incad k 30.6.2017	45
Tab. 7.1: Seznam zákazníků.....	50
Tab. 7.2: Poskytované služby zákazníkům	51
Tab. 7.3: Vyhodnocení SWOT analýzy.....	58
Tab. 7.4: Perspektivnost společnosti Incad, s.r.o.....	59
Tab. 8.1: Vývoj ukazatelů aktivity – doba obratu (ve dnech).....	68
Tab. 8.2: Vývoj úrokového krytí	69
Tab. 9.1: Výpočet investovaného provozně nutného kapitálu	71
Tab. 9.2: Korigovaný provozní výsledek hospodaření.....	72
Tab. 10.1: Vývoj tržeb a jejich prognóza	73
Tab. 10.2: Vývoj provozní ziskové marže	74
Tab. 10.3: Vývoj průměrné ziskové marže	75
Tab. 10.4: Vývoj koeficientu náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál	76
Tab. 10.5: Vývoj koeficientu náročnosti růstu tržeb na dlouhodobý nutný majetek	77
Tab. 10.6: Výpočet nákladů vlastního kapitálu	79
Tab. 11.1: Vstupní data pro předběžné ocenění podniku generátory hodnot	80
Tab. 11.2: Hodnota podniku podle metody generátorů hodnot	81
Tab. 11.3: Vývoj volného peněžního toku.....	82
Tab. 11.4: Vývoj provozně nutného investovaného kapitálu	82
Tab. 11.5: Hodnota podniku dle metody diskontovaných peněžních toků	83
Tab. 11.6: Vývoj provozních výnosů a nákladů na kapitál v predikovaném období	84
Tab. 11.7: Hodnota podniku dle metody ekonomické přidané hodnoty.....	85
Tab. 12.1: Definice hodnot pro citlivostní analýzu.....	86
Tab. 12.2: Použité hodnoty vstupních parametrů v citlivostní analýze	87

Seznam schémat výpočtu

Schéma výpočtu 3.1: Výpočet pracovního kapitálu	29
Schéma výpočtu 4.1: Výpočet volného peněžního toku (FCF)	33
Schéma výpočtu 4.2: Postup výpočtu výsledné hodnoty podniku	35

Seznam rovnic

Vzorec 1: Absolutní změna ukazatele	22
Vzorec 2: Procentuální změna	22
Vzorec 3: Celková likvidita	22
Vzorec 4: Pohotová likvidita	22
Vzorec 5: Okamžitá likvidita	23
Vzorec 6: Čistý pracovní kapitál	23
Vzorec 7: ROA	23
Vzorec 8: ROE	24
Vzorec 9: ROCE	24
Vzorec 10: Obrat aktiv	24
Vzorec 11: Doba obratu aktiv	24
Vzorec 12: Celková zadluženost	25
Vzorec 13: Míra samofinancování	25
Vzorec 14: Finanční páka	26
Vzorec 15: Úrokové krytí	26
Vzorec 16: Provozní zisková marže	27
Vzorec 17: Koeficient náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál	28
Vzorec 18: Koeficient náročnosti růstu tržeb na dlouhodobý majetek	28
Vzorec 19: Hodnota podniku brutto podle predikce generátorů hodnot	29
Vzorec 20: Hodnota podniku brutto podle DCF	33
Vzorec 21: Pokračující hodnota podniku	33
Vzorec 22: Výpočet volného peněžního toku	34
Vzorec 23: Hodnota podniku netto podle kapitalizovaných výnosů	35
Vzorec 24: Trvale odnímatelný čistý výnos	35
Vzorec 25: Hodnota podniku netto podle trvale odnímatelných čistých výnosů	36
Vzorec 26: Ekonomická přidaná hodnota	36
Vzorec 27: Hodnota podniku netto podle EVA	37
Vzorec 28: Hodnota podniku netto podle EVA – rozepsané	38
Vzorec 29: Hodnota podniku podle akcií	38
Vzorec 30: Alternativní náklady vlastního kapitálu	76
Vzorec 31: Riziková přírážka za finanční stabilitu	77
Vzorec 32: WACC – dosažené	78
Vzorec 33: Hodnota podniku brutto podle generátorů hodnot	80
Vzorec 34: Pokračující hodnota pro EVA	83

Seznam příloh

Příloha 1: Stanovení_hodnoty_ekonomického_subjektu_vypocty.xlsm