VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU
Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

DIPLOMOVÁ PRÁCE

Vysoká škola ekonomie a managementu
info@vsem.cz / www.vsem.cz

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

NÁZEV DIPLOMOVÉ PRÁCE/TITLE OF THESIS
Stanovení ceny akcie pro IPO na trhu START Burzy cenných papírů Praha

TERMÍN UKONČENÍ STUDIA A OBHAJOBA (MĚSÍC/ROK)
Červen 2023

JMÉNO A PŘÍJMENÍ STUDENTA / STUDIJNÍ SKUPINA
Bc. Vojtěch Štursa / KEMMA04

JMÉNO VEDOUCÍHO DIPLOMOVÉ PRÁCE
Ing. Lenka Holečková, Ph.D.

PROHLÁŠENÍ STUDENTA
Odevzdáním této práce prohlašuji, že jsem zadanou diplomovou práci na uvedené téma vypracoval/a samostatně a že jsem ke zpracování této diplomové práce použil/a pouze literární prameny v práci uvedené. Jsem si vědom/a skutečnosti, že tato práce bude v souladu s § 47b zák. o vysokých školách zveřejněna, a souhlasím s tím, aby k takovému zveřejnění bez ohledu na výsledek obhajoby práce došlo. Prohlašuji, že informace, které jsem v práci užil/a, pocházejí z legálních zdrojů, tj. že zejména nejde o předmět státního, služebního či obchodního tajemství či o jiné důvěrné informace, k jejichž použití v práci, popř., k jejichž následné publikaci v souvislosti s předpokládanou veřejnou prezentací práce, nemám potřebné oprávnění. Datum a místo: 24. února 2023, v Březinách

PODĚKOVÁNÍ
Rád bych tímto poděkoval vedoucí diplomové práce za metodické vedení a odborné konzultace, které mi poskytla při zpracování mé diplomové práce.

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

SOUHRN

1. Cíl práce:

Hlavním cílem práce je stanovení cenového rozpětí akcie společnosti HARDWARIO a.s., pro IPO na trhu START Burzy cenných papírů Praha.

2. Výzkumné metody:

V teoretické části práce je využito metod komparace a syntézy pro zpracování sekundárních dat uvedených v odborných literárních zdrojích. Využitá odborná literatura se zabývá problematikou oceňování podniků, strategické analýzy a finanční analýzy. Výsledkem metod aplikovaných v teoretické části je literární rešerše pojednávající o daném tématu.
Praktická část práce je realizována zejména na metodách analýzy, syntézy a indukce. V této části práce je zhotovena strategická analýza, v rámci které jsou aplikovány metody PEST analýzy, analýzy charakteristik trhu, Porterův model pěti sil, analýza vnitřního potenciálu podniku a SWOT analýza. Při zkoumání vnitřního potenciálu podniku je využito kvalitativního výzkumu realizovaného formou strukturovaného rozhovoru s finančním ředitelem zkoumané společnosti. Dále jsou využity vybrané metody finanční analýzy skupin absolutních, rozdílových a poměrových ukazatelů pro zjištění finanční situace zkoumaného podniku i s výhledem do budoucnosti. Pro stanovení hodnoty podniku a následně cenového rozpětí akcie pro IPO na trhu START Burzy cenných papírů Praha bylo využito třífázové metody diskontovaných peněžních toků pro vlastníky i věřitele. Výsledky této metody byly zasazeny do kontextu situace na kapitálovém trhu prostřednictvím metody tržního porovnání.

3. Výsledky výzkumu/práce

Strategickou analýzou bylo zjištěno, že trh internetu věcí reprezentuje jeden z nejvíce perspektivních oborů současnosti. Vnitřní faktory zkoumané společnosti rovněž vykazují adekvátní predispozice a významný vnitřní potenciál umožňující naplnění stanovených obchodních cílů. Finanční analýza v souvislosti s výsledky strategické analýzy potvrdila, že podnik splňuje tzv. going concern princip a jeho dlouhodobá životaschopnost není ohrožena. Za realizovatelné byly také označeny samotné předpoklady finančního plánu.
Výsledkem procesu ocenění bylo stanovení hodnoty podniku na úrovni brutto ve výši 239.764 tis. Kč. Hodnota vlastního kapitálu podniku byla stanovena ve výši 218.781 tis. Kč. Stanovené hodnoty byly následně v kontextu akciových titulů, které působí v oboru internetu věcí, označeny jako nadhodnocené. Díky specifické situaci, v jaké se zkoumaný podnik nachází, jsou však považovány za ospravedlnitelné a adekvátní.

4. Závěry a doporučení:

Doporučené cenové rozpětí akcie společnosti HARDWARIO a.s., pro IPO na trhu START burzy cenných papírů Praha je stanoveno v intervalu od 17 do 21 Kč.
Doporučené cenové rozpětí implicitně vychází ze stanovené hodnoty vlastního kapitálu podniku při celkovém počtu 11.479.000 kusů kmenových akcií s využitím desetiprocentního rozpětí od střední hodnoty.
Očekávaný významný rozvoj společnosti v nejbližších letech zajistí, že stanovené cenové rozpětí se do roku 2024 dostane do kontextu trhu, aniž by nutně došlo k cenové korekci v rámci jejího obchodování. Je tak nutností vnímat potenciál, který zkoumaná společnost prostřednictvím svých inovativních technologií na atraktivní trh internetu věcí přináší.

KLÍČOVÁ SLOVA

Oceňování podniku, Strategická analýza, Finanční analýza, Internet věcí

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

SUMMARY

1. Main objective:

The main objective of the thesis is to determine the price range of the shares of HARDWARIO a.s. for an IPO on the START market of the Prague Stock Exchange.

2. Research methods:

In the theoretical part of the thesis, the methods of comparison and synthesis are used for the processing of secondary data presented in professional literature sources. The professional literature covers the topics of business valuation, strategic analysis, and financial analysis. A literature review on the given topics is the result of the methods applied in the theoretical part.
The practical part of the thesis is mainly carried out using the methods of analysis, synthesis and induction. In this part of the thesis, a strategic analysis is produced using the methods of PEST analysis, market characteristics analysis, Porter's five forces model, company internal potential analysis and SWOT analysis. The exploration of the company's internal potential is based on qualitative research in the form of a structured interview with the Chief Financial Officer of the company under review. Furthermore, selected methods of financial analysis of groups of absolute, differential and ratio indicators are used to determine the financial situation of the company under review with the outlook for the future. The three-stage discounted free cash flow to the firm method was used to determine the value of the company and subsequently the price range for the IPO on the START market of the Prague Stock Exchange. The obtained results were placed in the context of the capital market conditions by means of the comparable company analysis method.

3. Result of research:

The strategic analysis has shown that the IoT market is one of the most promising industries today. The internal factors of the company under review also present adequate predispositions and significant internal potential allowing to accomplish the set business objectives. The financial analysis in relation to the results of the strategic analysis confirmed that the company meets the going concern principle and that its long-term viability is not endangered. The assumptions of the financial plan itself were also considered feasible.
As a result of the valuation process, the enterprise value was determined to be at a value of 239.764 thousand CZK. The value of the company's equity was set at 218.781 thousand CZK. The values determined were subsequently classified as overvalued in the context of listed companies operating in the Internet of Things sector. However, due to the specific situation of the company under review, values are considered to be justifiable and adequate.

4. Conclusions and recommendation:

The recommended price range for the shares of HARDWARIO a.s. for the IPO on the START market of the Prague Stock Exchange is set in the interval of 17 to 21 CZK.
The recommended price range is implicitly based on the determined value of the company's equity at a total number of 11,479,000 ordinary shares using a ten percent spread from the midpoint value.
Expected significant growth of the company in the coming years will ensure that the set price range will be in line with the market until year 2024, without the necessity of a price correction during trading. It is therefore essential to recognise the potential that the company under review is bringing to the attractive market of the Internet of Things through its innovative technologies.

KEYWORDS

Business valuation, Strategic analysis, Financial analysis, Internet of things

JEL CLASSIFICATION

G32 – Financing Policy • Financial Risk and Risk Management • Capital and Ownership Structure • Value of Firms • Goodwill
D53 – Financial Markets

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

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Jméno a příjmení:	Vojtěch Štursa
Studijní program:	Ekonomika a management (Ing.)
Studijní skupina:	KEMMA04
Název DP:	Stanovení ceny akcie pro IPO na trhu START Burzy cenných papírů Praha
Zásady pro vypracování (stručná osnova práce):	1. Úvod – uvedení do tématu diplomové práce a stanovení hlavního cíle. 2. Teoretická část – objasnění základních pojmů v oblasti finanční analýzy a stanovení hodnoty podniku, metodika práce. 3. Praktická část – finanční analýza historických a plánovaných účetních výkazů, stanovení hodnoty podniku s pomocí vybraných metod a určení ceny akcie pro potřeby IPO. 4. Závěr – shrnutí klíčových poznatků a závěry práce.
Seznam literatury: (alespoň 4 zdroje)	• DLUHOŠOVÁ, D. et al. *Finanční řízení a rozhodování podniku : analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita, interakce*. Osnice : Ekopress, 2021. 262 s. ISBN 978-80-87865-71-2. • MAŘÍK, M. et al. *Metody oceňování podniku pro pokročilé : hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha : Ekopress, 2018. 548 s. ISBN 978-80-87865-42-2. • MAŘÍK, M. et al. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Praha : Ekopress, 2018. 551 s. ISBN 978-808-7865-385. • ROSENBAUM, J., PEARL, J. *Investment Banking: Valuation, LBOs, M&A, and IPOs*. Hoboken, New Jersey : John Wiley, 2020. 512 s. ISBN 978-1-119-70658-8.
Harmonogram:	• Zpracování cílů a metodiky do 1. 12. 2022 • Zpracování teoretické části do 1. 2. 2023 • Zpracování výsledků do 1. 4. 2023 • Finální verze do 1. 5. 2023
Vedoucí práce:	Ing. Lenka Holečková, Ph.D.

prof. Ing. Milan Žák, CSc.
rektor

V Praze dne 20. 5. 2022

Prof. Ing. Milan Žák CSc.

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

Obsah

1 Úvod 1
2 Teoreticko-metodologická část práce 2
2.1 Problematika ocenění podniku 2
2.1.1 Hodnota podniku 2
2.1.2 Důvody pro ocenění podniku 3
2.1.3 Postup při ocenění podniku 4
2.2 Strategická analýza 5
2.2.1 PEST analýza 6
2.2.2 Analýza charakteristik trhu 7
2.2.3 Porterův model pěti sil 7
2.2.4 Analýza vnitřního potenciálu podniku 7
2.2.5 SWOT analýza 8
2.3 Finanční analýza 9
2.3.1 Absolutní ukazatele 10
2.3.2 Rozdílové ukazatele 11
2.3.3 Poměrové ukazatele 13
2.4 Metody ocenění podniku 17
2.4.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF) 18
2.4.2 Metody založené na tržním srovnání 26
2.5 Metodika 27
3 Praktická část práce 29
3.1 Představení společnosti HARDWARIO a.s. 29
3.2 Strategická analýza 30
3.2.1 PEST analýza 30
3.2.2 Analýza charakteristik trhu 34
3.2.3 Porterův model pěti sil 36
3.2.4 Analýza vnitřního potenciálu podniku 38
3.2.5 SWOT analýza 41
3.3 Finanční analýza historických a plánovaných finančních výkazů 43
3.3.1 Absolutní ukazatele 43
3.3.2 Rozdílové ukazatele 47
3.3.3 Poměrové ukazatele 48
3.4 Ocenění společnosti HARDWARIO a.s. 56
3.4.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF) 57

3.4.2 Metoda tržního porovnání 63
3.5 Stanovení cenového rozpětí akcie 65
4 Závěr 67
Literatura 69
Přílohy I

Seznam zkratek

BCPP	Burza cenných papírů Praha, a.s.
CAGR	Složené roční tempo růstu (z angl. Compound Annual Growth Rate)
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv (z angl. Capital Asset Pricing Model)
ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
DCF	Diskontované peněžní toky (z angl. Discounted Cash-flow)
EAT	Zisk po zdanění (čistý zisk) (z angl. Earnings After Taxes)
EBIT	Zisk před úroky a zdaněním (z angl. Earnings Before Interest and Taxes)
EBITDA	Zisk před úroky, odpisy a zdaněním (z angl. Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)
EBT	Zisk před zdaněním (z angl. Earnings Before Taxes)
EU	Evropská unie
EV	Hodnota podniku brutto (z angl. Enterprise Value)
EVA	Ekonomická přidaná hodnota (z angl. Economic Value Added)
FCFF	Peněžní toky pro vlastníky a věřitele (z angl. free cash flow to firm)
HDP	Hrubý domácí produkt
IoT	Internet věcí (z angl. Internet of Things)
IPO	Primární veřejná nabídka akcií (z angl. Initial Public Offering)
IT	Informační technologie
KČV	Kapitalizované čisté výnosy
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních
$KPVH_D$	Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi
M&A	Fúze a akvizice (z angl. Mergers and Acquisitions)
ROA	Rentabilita aktiv (z angl. Return on Assets)
ROCE	Rentabilita celkového investovaného kapitálu (z angl. Return on Capital Employed)
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu (z angl. Return on Equity)
ROS	Rentabilita tržeb (z angl. Return on Sales)
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
WACC	Průměrné vážené náklady kapitálu (z angl. Weighted Average Cost of Capital)

Seznam grafů

Graf 1 Vývoj celkového obratu v tis. Kč ... 45
Graf 2 Vývoj ukazatelů likvidity ... 49
Graf 3 Ukazatele zadluženosti ... 50
Graf 4 Ukazatele rentability ... 52
Graf 5 Stanovené cenové rozpětí akcie v kontextu tržního porovnání ... 66

Seznam obrázků

Obrázek 1 Schéma strategické analýzy podniku ... 5
Obrázek 2 Rozdělení metod finanční analýzy ... 10
Obrázek 3 Úrovně zisku podniku ... 12
Obrázek 4 Třífázová technika DCF ... 24

Seznam tabulek

Tabulka 1 Postup výpočtu volného peněžního toku (FCFF) ... 19
Tabulka 2 Postup výpočtu $KPVH_D$ ... 20
Tabulka 3 Výpočet hodnoty vlastního kapitálu podniku ... 26
Tabulka 4 Profil společnosti HARDWARIO ... 29
Tabulka 5 Vybrané údaje odvětví CZ-NACE 26 ... 35
Tabulka 6 Vyhodnocení vnitřního potenciálu podniku ... 38
Tabulka 7 Čistý pracovní kapitál v tis. Kč ... 47
Tabulka 8 Zisky společnosti HARDWARIO v tis. Kč ... 48
Tabulka 9 Ukazatel úrokového krytí ... 51
Tabulka 10 Finanční páka a ziskový účinek finanční páky ... 51
Tabulka 11 Ziskové marže ... 53
Tabulka 12 Výsledky ukazatelů doby obratu ve dnech ... 54
Tabulka 13 Provozně nutný investovaný kapitál v tis. Kč ... 57
Tabulka 14 Výpočet $KPVH_D$ v tis. Kč ... 58
Tabulka 15 Výpočet FCFF první fáze v tis. Kč ... 59
Tabulka 16 Průměrná úroková míra v podniku ... 60
Tabulka 17 WACC ... 61
Tabulka 18 Diskontované FCFF první fáze v tis. Kč ... 61
Tabulka 19 Diskontované FCFF druhé fáze v tis. Kč ... 62
Tabulka 20 Současná hodnota třetí fáze v tis. Kč ... 62
Tabulka 21 Stanovení hodnoty podniku v tis. Kč ... 63

Seznam vzorců

Vzorec 1 Horizontální analýza – absolutní ukazatel změny ... 11
Vzorec 2 Horizontální analýza – index změny ... 11
Vzorec 3 Vertikální analýza ... 11
Vzorec 4 Čistý pracovní kapitál ... 12
Vzorec 5 Běžná likvidita ... 13
Vzorec 6 Pohotová likvidita ... 14
Vzorec 7 Okamžitá likvidita ... 14
Vzorec 8 Ukazatel věřitelského rizika ... 14
Vzorec 9 Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu ... 14
Vzorec 10 Ukazatel úrokového krytí ... 15

Vzorec 11 Ukazatel finanční páky 15
Vzorec 12 Ziskový účinek finanční páky 15
Vzorec 13 ROE – Rentabilita vlastního kapitálu 16
Vzorec 14 ROA – Rentabilita aktiv 16
Vzorec 15 Zisková marže 16
Vzorec 16 Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu 16
Vzorec 17 Doba obratu 17
Vzorec 18 Investice brutto 20
Vzorec 19 Výpočet WACC 21
Vzorec 20 CAPM 22
Vzorec 21 Zadlužení faktoru β 22
Vzorec 22 Modifikace CAPM při využití dat amerického trhu 23
Vzorec 23 Třífázová technika DCF 25
Vzorec 24 Tržní kapitalizace 26
Vzorec 25 Oceňovací násobitel 27
Vzorec 26 Ocenění založené na tržním srovnání 27

1 Úvod

Získání nového finančního kapitálu prostřednictvím primární veřejné nabídky akcií (IPO) bylo až do nedávna považováno za vhodnou formu financování pouze pro nadnárodní obry s multimiliardovým obratem. Prostřednictvím IPO tak zakladatelé a případní privátní investoři dostali možnost zhodnotit své úsilí, které do podniku v jeho růstové fázi vložili. Ovšem zejména v posledních deseti letech se společně s rozšiřováním inovací a startupového venture kapitálového prostředí v Evropě začala prosazovat nová forma kapitálových trhů, vhodná pro financování mladých a růstových podniků. IPO tak dostalo zcela nový význam a z konečné destinace tradičního financování se nejen s pomocí trhu START pražské burzy stal katalyzátor pro nastartování výjimečných růstů mladých podniků s potenciálem.

Výsledky mnohých, na trhu START listovaných firem, každým dnem ukazují, že v této cestě se skrývá ohromný potenciál. Nicméně i trh START, který je méně formální a přísný z hlediska regulatorních požadavků, vyžaduje vynaložení nemalého úsilí pro možnost uskutečnit úspěšnou primární veřejnou nabídku akcií. Jedním ze zcela nezbytných požadavků, jenž je nutné transparentně ve fázi příprav vyřešit, je stanovení cenového rozpětí nabízených akcií.

Právě společně působící inovativnost, atraktivita a potenciál trhu START byly důvodem pro volbu cíle této práce, kterým je **stanovení cenového rozpětí akcie společnosti HARDWARIO a.s., pro IPO na trhu START Burzy cenných papírů Praha.** HARDWARIO je ryze česká technologická společnost, která se zaměřuje na vývoj, výrobu a prodej zařízení připojených k internetu věcí. Svým zákazníkům přináší unikátní inovace a její obchodní potenciál představuje příležitost skokového růstu a vytvoření vysoké hodnoty nejen pro své zákazníky, ale i investory kapitálového trhu START, s jehož filozofií je plně kompatibilní.

Každý proces oceňování při vstupu společnosti na kapitálový trh reprezentuje jedinečnou a náročnou činnost, jejíž výsledky mají značný dopad na množství zájmových skupin. Stanovená cena pro zakladatele a management pak penězi vyjadřuje jejich schopnosti a dosavadní vynaložené úsilí. Investorům naopak podává informaci o tom, kolik stojí příležitost být součástí daného podnikatelského příběhu s potenciálem zhodnocení jejich kapitálu. Oceňovatel tak vždy stojí před náročným úkolem určení takové ceny, při které budou spokojeny obě strany, nabídka s poptávkou si budou rovny a cena naplní charakter tržní ceny.

Pro možnost stanovit takovéto cenové rozpětí akcie v souladu s definovaným cílem této práce jsou postupně objasněny faktory vnějšího prostředí podniku s pomocí PEST analýzy, charakteristiky trhu IoT a Porterova modelu pěti sil. Schopnost podniku vytvářet hodnotu, využívat příležitostí z vnějšího prostředí a současně eliminovat rizika je zjištěna s pomocí analýzy vnitřního potenciálu a finanční analýzy historických a plánovaných finančních výkazů.

Takovéto zkoumání v závěrečných podkapitolách této práce umožňuje posoudit atraktivitu a stabilitu podniku a provést ocenění s pomocí vybraných metod. Na základě zjištěné hodnoty vlastního kapitálu je následně stanoveno konkrétní cenové rozpětí akcií, které je doporučeno využít v rámci primární veřejné nabídky akcií na mnohostranném obchodním systému pražské burzy.

Výsledky diplomové práce tak poskytnou příspěvek k tématu oceňování podniků v prostředí kapitálového trhu České republiky. Škála využitelnosti dílčích i souhrnných výsledků v praxi však nebude omezena pouze na management podniku, ale uplatnění budou schopni nalézt jedinci z řad potenciálních investorů i širší odborné veřejnosti, kteří chtějí pochopit atraktivitu a potenciál, jenž HARDWARIO svými aktivitami do českého podnikatelského prostředí přináší.

2 Teoreticko-metodologická část práce

V této části diplomové práce jsou formulovány teoretická východiska v oblastech, které jsou klíčové pro stanovení cenového rozpětí akcie společnosti HARDWARIO a.s. v části praktické. Pozornost je věnována zejména na vymezení problematiky ocenění podniku, strategické a finanční analýzy s pomocí literární rešerše sekundárních zdrojů. Rozebíraná problematika je strukturována do pěti podkapitol. První podkapitola uvádí do problematiky ocenění podniku a objasňuje možné důvody pro ocenění a doporučené postupy. Následující podkapitola v souladu s doporučenými postupy pro ocenění definuje strategickou analýzu a její dílčí složky. Poté je pozornost věnována vymezení oblasti finanční analýzy, jakožto nástroje pro hodnocení podniku. Ve čtvrté podkapitole jsou definovány samotné metody ocenění podniku, které budou v praktické části využity. Závěr teoretické části je tvořen podkapitolou obsahující metodiku zpracování celé diplomové práce.

2.1 Problematika ocenění podniku

Mařík et al. (2018b, s. 7) k problematice ocenění podniku uvádí, že pokud člověk chce zjistit, za kolik může prodat svůj osobní automobil, či jiné, v životě běžné spotřební zboží, není v tom žádný zásadní problém. Například v internetovém bazaru ihned zjistí, za kolik se obdobná věc prodává a poté je možné využít snadného principu porovnání. Ovšem u podniků je celý proces značně komplikovanější, jelikož je nutné odhadnout výši budoucích možných příjmů, které podnik vygeneruje a s pomocí matematického modelu stanovit požadovanou výnosnost. Byť je využívání metod tržního porovnání v praxi obvyklé, zásadní problém spočívá v tom, že každý podnik je jedinečný a nalézt tak identický podnik, o kterém by oceňovatel měl dostupná všechna potřebná data je takřka nemožné.

Rosenbaum a Pearl (2020, s. 13) s tvrzením předchozího autora souhlasí a dodávají, že výsledkem ocenění je určena výsledná hodnota či interval hodnot. Tato hodnota je poté platná k určitému časovému okamžiku a za konkrétním účelem, pro který je zpracována. Rovněž Dluhošová et al. (2021, s. 187) s Rosenbaumem a Pearlem (2020, s. 13) souhlasí a za žádoucí doporučuje brát v potaz, že výsledek procesu ocenění není pouze jedna hodnota, ale spíše interval hodnot.

Kislingerová (2001, s.6) předchozí autory dále doplňuje o skutečnost, že oceňování podniku je stanovením jeho ceny a hodnoty a zabývá se podnikem jakožto zbožím, které je určeno ke směně. Podnik samotný však sám o sobě nemá žádnou objektivní, zdůvodnitelnou, zdokumentovanou a zejména na vedlejších okolnostech a podmínkách nezávislou hodnotu. Z toho stejná autorka vyvozuje závěr, že neexistuje jediné, obecně platné a zcela správné ocenění.

2.1.1 Hodnota podniku

Mařík et al. (2018b, s. 19) společně s Damodaranem (2018, s. 64) tvrdí, že hodnotu podniku lze stanovit ve dvou různých hladinách. První je hodnota brutto, která pojednává o hodnotě podniku jako celku a zahrnuje hodnotu jak vlastníků, tak věřitelů. Mařík et al. (2018b, s. 19) však upozorňuje, že u brutto hodnoty jsou za věřitele považováni ti, kteří podniku poskytují pouze úročený cizí kapitál. Druhou hodnotou ocenění je dle obou výše uvedených autorů hodnota netto, tedy hodnota vlastního kapitálu. Principiálně se jedná o hodnotu takového majetku, který do podniku vložili jeho vlastníci.

Zima (2016, s. 57) doplňuje odlišení mezí cenou a hodnotou. Cena vyjadřuje požadovanou či nabízenou, respektive uhrazenou částku za určité aktivum. Cena je tedy penězi vyjádřená

hodnota určitého aktiva (podniku). Hodnotu samotnou poté každý člověk vnímá jinak, a z toho důvodu existuje více koncepcí oceňování, které vycházejí z odlišných standardů hodnoty.

Kislingerová (2001, s. 10) předchozí autory doplňuje tvrzením, že hodnota je pojmem relativním, který se mění v čase, v závislosti na vývoji budoucích užitků, které podnik svým hospodařením přinese. Za klíčové aspekty stanovení hodnoty poté stejná autorka považuje zejména formu vlastnictví podniku a důvod odhadu. S tímto tvrzením je ve shodě rovněž Dluhošová et al. (2021, s. 187). Mařík et al. (2018b, s. 24) dále doplňuje informaci, že hodnota podniku je stanovena předpokládanými budoucími příjmy, které jsou převedeny na jejich současnou hodnotu. A dále rozvádí tzv. báze, neboli kategorie či standardy hodnoty. Tyto báze poté představují základní předpoklady, na kterých je ocenění stavěno. Mezi základní báze hodnoty Mařík et al. (2018b, s. 25) uvádí následující:

- tržní hodnotu;
- investiční hodnotu;
- spravedlivou hodnotu;
- objektivizovanou hodnotu;
- komplexní hodnotu dle Kolínské školy.

Tržní hodnota podle Maříka et al. (2018b, s. 26) předpokládá, že existuje trh s podniky, případně podíly na jejich vlastním kapitálu, a lze tak předpokládat existenci více kupujících i prodávajících. IVS (2017, odst. 30.1) in Mařík et al. (2018b, s. 26) poté tržní hodnotu uvádí jako odhadovanou částku, za kterou by měl být majetek či závazek směněn k datu ocenění, a to mezi kupujícím a prodávajícím při transakci, ve které obě strany jednají informovaně, s rozumem a bez nátlaku. Tržní hodnota by tak měla být odhadem ceny rovnovážné, tedy ceny takové, při které je vyrovnána nabídka s poptávkou. S tvrzením Maříka et al. (2018b, s. 26) souhlasí taktéž Kislingerová (2001, s. 15), která dále dodává, že pochopení tržní ceny je nejsrozumitelnější právě na burzovním trhu, kde se cena (a tedy hodnota podniku) průběžně mění s trhem.

Vzhledem k tvrzením výše uvedených autorů a stanovenému cíli je tak v rámci této diplomové práce dále pojednáváno právě o tržní hodnotě podniku.

2.1.2 Důvody pro ocenění podniku

Vochozka et al. (2020, s. 9) uvádí, že důvodů pro ocenění podniku existuje mnoho. Avšak právě účel, pro který se provádí, a případně komu má výsledek sloužit, je základním kritériem, které má zásadní vliv na celý následný proces. Jedním z důvodů může být změna vlastnické struktury ve společnosti, tedy v případě, kdy dochází k prodeji celého podniku nebo jeho části, je pro obě strany transakce důležité znát tržní hodnotu společnosti. Dalším důvodem, který Vochozka et al. (2020, s. 10) uvádí, je ohodnocení ze strany externích subjektů, které s daným podnikem spolupracují. Může se jednat například o odběratele a dodavatele, banky či pojišťovny a další organizace. Mezi externí subjekty, které se oceněním zabývají nejdůkladněji, se zejména v poslední době řadí banky a další finanční instituce, které podniku poskytují finanční prostředky. Dluhošová et al. (2021, s. 187) s tvrzením předchozího autora souhlasí a doplňuje jej o další konkrétní případy, kdy je ocenění podniku žádoucí. Dle této autorky se tak mimo koupě či prodeje společnosti může jednat o vklad do nově zakládaného podniku, fúze, rozdělení, sanace či likvidace, poskytování úvěrů, ocenění majetkové účasti, emise akcií nebo právě uvádění podniku na burzu.

Mařík et al. (2018b, s. 43) je v oblasti důvodů pro ocenění podniku ve shodě s předchozími autory a dále upozorňuje, že by u každého ocenění mělo být jasně uvedeno, za jakým účelem vzniklo, o jakou hodnotu se jedná, a mimo jiné, k jakému datu platí.

2.1.3 Postup při ocenění podniku

Mařík et al. (2018b, s. 43) při oceňování podniku doporučuje ještě před samotným zahájením prací vyjasnění, z jakého důvodu bude celý proces prováděn a jaká hodnota má být výsledkem. Dle tohoto rozhodnutí se následně volí konkrétní techniky a postupy tak, aby byl naplněn cíl ocenění. Ať už je přístup jakýkoliv, Mařík et al. (2018b, s. 43) doporučuje na základě svých zkušeností a teoretických východisek zvolit následující postup při oceňování podniku:

1. Zpracovat strategickou a finanční analýzu, aby bylo možné posoudit celkový stav podniku, jeho postavení na trhu, sílu odolat konkurenci, ale zejména schopnost dlouhodobě přežít a vytvářet hodnotu. Provedení takovéto analýzy je považováno za nutnost bez ohledu na metody využité v samotném procesu ocenění.
2. Na základě provedené strategické a finanční analýzy zvolit vhodné metody ocenění a následně provést další kroky, které si zvolené metody vyžadují pro jejich korektní realizaci.
3. Zejména v případě, kdy je oceňování prováděno za účelem spojování dvou či více podniků, je žádoucí předchozí krok doplnit o rozhodnutí, zda bude podnik oceňován na základě tzv. going concern principu, tedy za předpokladu, že ve své dosavadní činnosti bude pokračovat jako samostatný. Druhou variantou je dle výše uvedeného autora ocenění při zahrnutí záměrů, které mohou být uskutečněny až po spojení, tedy v rámci ocenění jsou zahrnuty rovněž synergické efekty ze spojení plynoucí.

Damodaran (2018, s. 57) se částečně od výše uvedeného postupu dle Maříka (2018b, s. 43) odlišuje. To zejména v rozdělení jednotlivých fází oceňovacího procesu. Tento autor doporučený postup rozděluje na fázi vstupní, oceňovací a post-oceňovací. V rámci vstupní fáze je účelné zajistit co nejširší možné množství dat, která budou následně využita. Těmito daty se rozumí zejména finanční výkazy, finanční plány a makroekonomická i mikroekonomická data, pro než Damodaran (2018, s. 57) doporučuje využít outsourcingu. Následně je doporučeno stanovit datum ocenění a posoudit realističnost dosažení dodaných finančních plánů. Ve druhé, oceňovací fázi stejný autor doporučuje získaná data zpracovat s pomocí vybraných oceňovacích metod. Závěrem, ve fázi post-oceňovací, je žádoucí získané výstupy uvést do konečné podoby s pomocí např. dodatečných diskontů či prémií v komponentech, které jsou považovány za nekorektní. Běžnou praxí jsou hojně využívány přirážky za nízkou likviditu, či rozhodovací majoritu nebo malou velikost oceňovaného podniku. Závěrem tento autor doporučuje ověřit správnost výpočtů s pomocí zpětné vazby od trhu, tedy prozkoumáním hodnot u obdobných, veřejně obchodovatelných společností.

Zcela odlišný pohled na proces oceňování podniku má Kislingerová (2001, s. 25), která jej prezentuje jakožto projekt, na kterém se podílí řada odborníků, a který má své vlastní projektové řízení. Postup, který Kislingerová (2001, s. 26 a 340) doporučuje, je následující:

1. Formulovat zadání a specifikovat cíle práce mezi zadavatelem a oceňovatelem.
2. Sestavit projektový tým, který se bude ocenění podniku věnovat.
3. Určit konkrétní harmonogram prací.
4. Provést sběr vnějších i vnitřních dat.
5. Získaná data zanalyzovat po stránce právní, majetkové, obchodní, technické ekonomické, atd…
6. Zrevidovat poznatky získané v předchozím kroku.
7. Vybrat konkrétní metody pro ocenění a tyto metody aplikovat.
8. Sumarizovat závěry do zadavatelem požadované podoby.
9. Zrealizovat závěrečnou zprávu.

Tato autorka dále upozorňuje, že v každém případě je v rámci prací na ocenění podniku nezbytné řešit minimálně otázky týkající se analýzy makro a mikroprostředí podniku, jeho finanční situace a posouzení podnikatelského záměru. Podrobné schéma doporučeného oceňovacího postupu dle Kislingerové (2001, s. 26) je poté součástí přílohy 1 této práce.

2.2 Strategická analýza

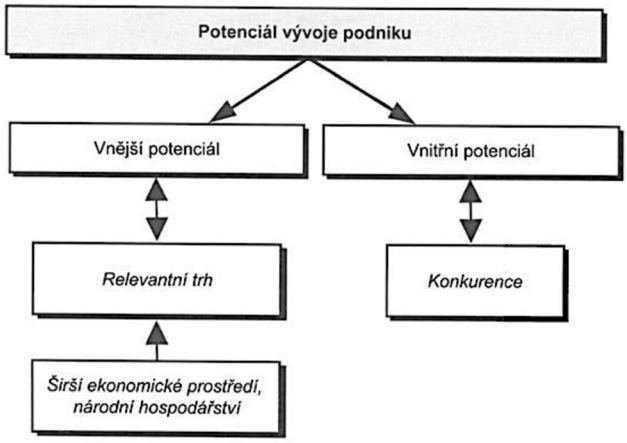
Mařík et al. (2018b, s. 74) uvádí hlavní funkci strategické analýzy, jakožto nedílné součásti procesu oceňování podniku, která spočívá v zjištění celkového výnosového potenciálu podniku. Celkový výnosový potenciál je poté závislý na potenciálu vnějším a vnitřním. Vnější potenciál podniku je dle stejného autora možné vyjádřit šancemi a riziky, které přináší podnikatelské prostředí, ve kterém se podnik pohybuje. Vnitřní potenciál poté udává, do jaké míry je podnik schopen využít příležitostí plynoucích z vnějšího prostředí a zároveň čelit jeho rizikům. Cílem analýzy vnitřního potenciálu je tak poskytnout souhrn silných a slabých stránek s důrazem na možný potenciál úspěchu daného podniku na vybraném trhu. Mařík a Maříková (2020, s. 35) výše uvedené tvrzení dále doplňují o informaci, že strategická analýza by měla primárně odpovídat na otázku, zda má podnik dobré postavení na svém trhu, zda dosahuje konkurenční výhody, která tvoří základní podmínku pro schopnost tvořit hodnotu, a zda je celý obor dostatečně perspektivní.

Dluhošová et al. (2021, s. 188) na rozdíl od výše uvedených autorů pouze stručně uvádí konkrétní informace, které by měly být v rámci oceňování podniku brány v potaz. Dle této autorky se jedná o interní podnikové informace v podobě zejména finančních plánů a účetních závěrek. Dále odvětvové informace a prognózy, které se věnují danému oboru. Důležité jsou rovněž makro a mikro-ekonomické informace, které charakterizují stav a vývoj ekonomického prostředí.

Mírně odlišný přístup poté k tématu strategické analýzy zaujímá Kislingerová (2001, s. 29), která doporučuje konkrétní metody k využití. V rámci analýzy vnějšího prostředí doporučuje využití tzv. PEST analýzy. V ní se v rámci hlubšího zkoumání ekonomických faktorů doporučuje zaměřit zejména na tempo růstu HDP, vývoj inflace, vývoj devizových kurzů, úrokových sazeb a další veličiny. U analýzy mikroprostředí poté doporučuje využít Porterova modelu pěti sil a externích analýz zpracovaných např. od Ministerstva průmyslu a obchodu České republiky či Ministerstva financí České republiky.

Mařík et al. (2018b, s. 74) níže poskytuje přehledné schéma, ve kterém zdůrazňuje ty nejdůležitější prvky strategické analýzy.

Obrázek 1 Schéma strategické analýzy podniku



Zdroj: Mařík et al. (2018b, s. 74)

2.2.1 PEST analýza

Keřkovský, Novák et al. (2015, s. 94) PEST analýzu uvádí jakožto analýzu širšího vnějšího okolí podniku, která by měla být zaměřena především na odhalení budoucího vývoje vnějšího prostředí a z něj plynoucích hrozeb nebo příležitostí. Akronym PEST je tvořen z prvních písmen anglických slov, které označují čtyři oblasti, jimž je věnována pozornost. Autoři upozorňují, že existují i další, rozšířenější varianty této analýzy. Hanzelková, Keřkovský a Vykypěl (2017, s. 50) jsou v předchozími autory ve shodě a dodávají, že tuto analýzu je možné provádět několika variantami, které však vedou vždy ke stejnému výsledku – identifikaci příležitostí a hrozeb přicházejících z vnějšího okolí podniku. Totožný názor poskytuje také Sedláčková a Buchta (2006, s. 19), kteří však upozorňují, že cílem PEST analýzy není uvést vyčerpávající seznam všech vlivů, které spadají pod jednotlivé faktory. Důležité je naopak zjistit ty hybné síly, které jsou pro sledovaný podnik významné. Sedláčková a Buchta (2006, s. 16) dále v plném souladu s předchozími autory přibližují význam akronymu PEST:

- **P** = politické faktory;
- **E** = ekonomické faktory;
- **S** = sociální faktory;
- **T** = technologické faktory.

Vochozka a Mulač et al. (2012, s. 130) tvrdí, že analýza uvedených faktorů si klade za cíl posoudit míru rizika, které je spojené s podnikáním v dané oblasti, a následně zjištěné skutečnosti promítnout například v podobě rizikových přirážek v rámci diskontní sazby přímo v procesu ocenění. Keřkovský, Novák et al. (2015, s. 97) dále doporučují logiku zpracování této analýzy. U každého dílčího faktoru by měl být postupně objasněn jeho minulý vývoj, současný stav a výhled do budoucna. Závěrem analýzy každého faktoru by mělo být formulováno shrnutí, z kterého vyplyne, zda se pro zkoumaný podnik jedná o příležitost či ohrožení. Shodní autoři dále přibližují jednotlivé faktory PEST analýzy. U politických faktorů je vhodné věnovat pozornost těm politickým skutečnostem, které významně ovlivňují činnost podniku. Může se tak jednat zejména o politický režim, ale také o otevřenost nebo uzavřenost ekonomiky, podporu či omezení určitého typu podnikání, činnost státní správy, podporu vzdělávání, podporu exportu, apod…

S obsahem politických faktorů jsou ve shodě rovněž Sedláčková a Buchta (2006, s. 16), kteří dále představují obsah ekonomických faktorů. Ty vyplývají z ekonomické podstaty a základních směrů ekonomického rozvoje a stavu ekonomického prostředí. Do těchto faktorů se řadí zejména vývoj HDP, úrokové míry, míra inflace, daňová politika či měnový kurz. Hanzelková, Keřkovský a Vykypěl (2017, s. 51) souhlasí, ale ekonomické faktory dále rozšiřují o stav platební bilance, zadluženost státu, zaměstnanost a také situaci na kapitálovém trhu. Vochozka a Mulač et al. (2012, s. 130) na rozdíl od předchozích autorů uvádějí, že ekonomické faktory mají klíčový význam v procesu ocenění podniku, jelikož mezi vývojem jednotlivých složek makroekonomického prostředí a výkonností podniku existuje souvislost.

K sociálním faktorům Hanzelková, Keřkovský a Vykypěl (2017, s. 53) uvádí, že v této oblasti důležitou roli sehrává zejména klima ve společnosti, životní styl, životní úroveň, kvalifikační struktura populace či demografický vývoj. Sociální faktory tak svým působením mohou ovlivňovat poptávku po zboží a službách.

Technologické faktory a jejich obsah nejpodrobněji uvádí Fotr et al. (2020, s. 59), který mezi ně řadí například podporu základního i aplikovaného výzkumu, nové vynálezy a objevy, rychlost realizace nových technologických objevů, tempo zastarávání stávající technologie, informační infrastrukturu a přístup k datům a informacím, či všeobecnou technologickou úroveň. Sedláčková a Buchta (2006, s. 18) ve výčtu technologických faktorů souhlasí a doplňují

tvrzení, že změny právě v této oblasti mohou rychle a zásadně ovlivnit okolí, v němž se podnik pohybuje a tím zanechat významný dopad na celém jeho fungování.

2.2.2 Analýza charakteristik trhu

Vymezení a analýza charakteristik trhu je podle Maříka et al. (2018b, s. 77) jedním ze základních kroků strategické analýzy oceňovaného podniku. Mezi základní data, která by měla být zjištěna, se řadí zejména odhad velikosti trhu, jeho vývoj v čase a případná segmentace. Analýza charakteristik trhu by pak měla být alespoň taková, aby umožnila posoudit jeho atraktivitu a perspektivitu do budoucna. Kislingerová (2001, s. 32) společně s předchozím autorem zdůrazňuje důležitost zjištění charakteristik trhu, nicméně dodává, že je významná i pro potenciálního investora, který si tak udělá přesnější představu o zamýšlené investici. Tato autorka opět odlišně uvádí oblasti, které je v tomto kroku ocenění nezbytné objasnit. Řadí mezi ně zjištění základních charakteristických znaků trhu a prognózu jeho vývoje. Vochozka a Mulač et al. (2012, s. 130) výše uvedené autory doplňují o tvrzení, že zjištění charakteristik trhu je navazujícím krokem na předchozí analýzu makroprostředí podniku. Každý podnik přísluší k určitému tržnímu odvětví, které determinuje jeho činnost více než cokoliv dalšího. Pochopení specifik a vývoje daného trhu je tak nezbytnou podmínkou úspěšného ocenění.

Mařík et al. (2018b, s. 79) závěrem konstatuje, že je možné využít různých přístupů, prioritou by však měl být pohled na stranu poptávky. Vhodné je využití zejména veřejně dostupných statistických údajů o spotřebě podobných produktů, nebo prodejích v daném segmentu a dalších dat, z kterých je možné posoudit celkové vývojové tendence.

2.2.3 Porterův model pěti sil

Fotr et al. (2020, s. 60) Porterův model pěti sil uvádějí jakožto standardizovaný postup analýzy odvětví (trhu). Zabývá se charakteristikami trhu, na kterém sledovaný podnik působí, a zjišťuje tzv. konkurenční síly, které jsou s daným oborem spojeny. Keřkovský a Novák et al. (2015, s. 110) jsou s předchozím autorem ve shodě, upřesňují však, že využití této analýzy slouží především pro zjištění konkurenční pozice podniku. Model vychází z předpokladu, že strategická konkurenční pozice firmy a její postavení na trhu jsou určovány působením pěti faktorů. Fotr et al. (2020, s. 61) pět sil z Porterova modelu dále jmenuje:

- Zákazníci;
- Dodavatelé;
- Substituční výrobky;
- Potenciální noví konkurenti;
- Stávající konkurenti.

Hanzelková, Keřkovský a Vykypěl (2017, s. 66) se s informacemi od výše uvedených autorů shodují. Podávají však konkrétní doporučení ohledně výstupů z Porterova modelu pěti sil. Cílem je identifikovat potenciální hrozby a rovněž příležitosti, které se v oboru působnosti podniku vyskytují a jejichž využití může působení hrozeb alespoň částečně eliminovat.

2.2.4 Analýza vnitřního potenciálu podniku

Analýza vnitřního potenciálu podniku podle Sedláčkové a Buchty (2006, s. 11) cílí na identifikaci vnitřních zdrojů a schopností podniku, kterými musí disponovat proto, aby mohl reagovat na hrozby a příležitosti plynoucí z jeho okolí. Je tak orientována jak na jednotlivé druhy zdrojů, tak na schopnosti, jakými lze tyto zdroje využívat. Stejní autoři dále na str. 73 udávají, že vyhotovení analýzy vnitřního potenciálu podává informace nezbytné k budování

a udržení konkurenční výhody podniku. Mařík et al. (2018b, s. 97) je s tvrzením předchozích autorů v plné shodě. Doplňuje však klíčové otázky, na které je v rámci zjištění vnitřního potenciálu žádoucí odpovědět. Jedná se o zjištění, do jaké míry je podnik schopen využít šancí, které plynou z rozvoje trhu, na němž působí. A do jaké míry je schopen čelit konkurenci. Výsledky by se poté měly projevit v celkovém posouzení perspektivnosti podniku, posouzení vývoje tržního podílu a v rámci stanovení diskontní míry nebo jiných aspektů, které reflektují riziko podniku v rámci aplikace konkrétních metod ocenění.

Vochozka a Mulač et al. (2012, s. 132) dále upozorňují, že analyzovat vnitřní potenciál podniku je pro externí subjekt stojící mimo firmu značně obtížné a v plném rozsahu nerealizovatelné. Hlavním úkolem tedy je využít maximum informací k tomu, aby o vnitřním prostředí získal alespoň obecnou představu, z které bude schopen vycházet v navazujících krocích procesu ocenění.

Mařík et al. (2018b, s. 74) doporučuje rozdělit faktory působící na vnitřní potenciál podniku, na přímé a nepřímé. Přímé faktory jsou přímo vnímány zákazníkem (např. výrobky a výrobkový mix, cena, reklama, distribuce, image firmy…), a nepřímé faktory (např. manažeři, výkonný personál, inovační síla, majetek a investiční politika…), vytvářejí určité zázemí. Vyhodnocení těchto faktorů je doporučováno s pomocí diagramu, který vyjadřuje konkurenční sílu podniku. Šablonu tohoto diagramu Mařík et al. (2018b, s. 109) poskytuje jakožto podporu ke své publikaci a doporučuje ji využít, avšak upravit na konkrétní podmínky daného podniku. V případě, že výsledky zpracovaného diagramu dosahují více než 60 % splnění určitého ideálního stavu, podnik bude tržní pozici získávat. V případě, že se bude pohybovat mezi 40 – 60 %, tedy na úrovni konkurence, je vývoj jeho pozice možné označit za nejasný nebo stagnující. Při výsledku pod 40 % je možné očekávat ztrátu jeho pozice.

2.2.5 SWOT analýza

Keřkovský a Novák et al. (2015, s. 130) uvádí, že SWOT analýza je zaměřena na sumarizaci závěrů dříve realizované strategické analýzy podniku. Jednotlivé dílčí závěry plynoucí ze strategické analýzy třídí na silné a slabé stránky (z angl. Strengths a Weaknesses), příležitosti a hrozby (z angl. Opportunities a Threats). Fotr et al. (2020, s. 55) v souladu s předchozími autory dodává, že se jedná o jednu z nejznámějších a nejpoužívanějších metod k provádění analýzy prostředí. Silné a slabé stránky se týkají vnitřního prostředí podniku a příležitosti a hrozby naopak prostředí vnějšího. Tento autor také zdůrazňuje, že se jedná o univerzální metodu, jejíž užití je možné v rámci mnoha nadřazených analýz.

Hanzelková, Keřkovský a Vykypěl (2017, s. 137-139) s přechozími autory souhlasí a dodávají, že informace pro SWOT analýzu je možné shromáždit s pomocí široké škály technik. Může se tak jednat například o převzetí z dříve realizovaných dílčích analýz, benchmarkingem, s pomocí rozhovorů či brainstormingu. Autoři rovněž doporučují dodržet určité zásady při zpracování, tedy zejména skutečnost, že závěry by měly být v každém případě relevantní a SWOT analýza by měla být zpracována za konkrétním účelem. Je vhodné zaměřovat se pouze na podstatné informace, které se týkají analyzovaného podniku a jeho okolí při zachování maximální míry objektivnosti. V rámci strategické analýzy je i podle těchto autorů vhodné zařadit SWOT analýzu až na úplný závěr, jakožto sumarizaci nejdůležitějších závěrů dílčích analýz do opticky sjednocujícího přehledu, ve kterém jsou jednotlivé faktory seřazeny dle jejich významu. Fotr et al. (2020, s. 63) na rozdíl od Hanzelkové, Keřkovského a Vykypěla (2017, s. 140) doporučuje pro vyhodnocení vnějších i vnitřních faktorů využít tzv. hodnotící matice v podobě matematické tabulky. Fotr et al. (2020, s. 66) však upozorňuje, že využití této matice je pouze jedním z mnoha možných způsobů a postupů.

2.3 Finanční analýza

Finanční analýza je dle Maříka et al. (2018b, s. 116) následující krok po zhotovené strategické analýze podniku. Jedná se o jeden z nejdůležitějších nástrojů finančního řízení, a z toho důvodu se bez její realizace nemůže obejít ani oceňování podniku. Provedení finanční analýzy by mělo splnit minimálně funkci prověření finančního zdraví podniku z historických účetních výkazů, ale rovněž prověřit podnik z hlediska jeho budoucnosti na základě finančních plánů. Oceňovatel tedy musí zjistit perspektivnost podniku, která již částečně vyplynula ze strategické analýzy a rovněž doplnit podklady pro stanovení rizika podniku. Mařík et al. (2018b, s. 116-117) doporučuje s pomocí finanční analýzy prověřit následující:

- jaká je majetková a finanční struktura podniku;
- jaké tendence se projevují ve struktuře aktiv a použitých zdrojích;
- jak je zajištěna likvidita podniku a jaký je výhled jeho dlouhodobě finanční rovnováhy, zda existují symptomy možných poruch v koloběhu finančních prostředků, a jejich případná závažnost;
- jaká je výnosnost podniku jako celku a výnosnost z hlediska vlastníků? Jaké faktory mají na výnosnost vliv;
- jak lze hodnotit celkovou finanční situaci.

Vochozka a Mulač et al. (2012, s. 136) k finanční analýze v rámci ocenění podniku uvádí, že pro ni platí určité odchylky oproti klasické interně prováděné finanční analýze, jelikož důraz může být kladen na jiné metody, ukazatele a stanoveny bývají také odlišné cíle. Kislingerová (2001, s. 39) v souladu s předchozími autory zdůrazňuje nutnost provedení finanční analýzy v procesu ocenění podniku. Za její hlavní úlohu považuje poskytnutí informace o finančním zdraví podniku, a to nejen k datu ocenění, ale rovněž s výhledem do budoucnosti. Za cíl označuje poskytnout zájmovým skupinám možnost posoudit dosavadní hospodaření podniku, a zejména identifikovat možná rizika, která plynou z fungování podniku v budoucnosti. V celkovém kontextu ocenění tak je díky provedení finanční analýzy možné posoudit míru finančního a provozního rizika, které je nutné zohlednit např. v rámci stanovení diskontní míry v modelech vedoucích ke stanovení tržní hodnoty podniku.

Zdroje dat finanční analýzy

Za vhodné zdroje dat pro finanční analýzu Vochozka a Mulač et al. (2012, s. 136) uvádějí především data z účetnictví společnosti, a to na roční bázi. Jako dostatečný podklad označují účetní závěrky, tedy rozvahu a výkaz zisku a ztráty, a to za období minimálně pěti let.

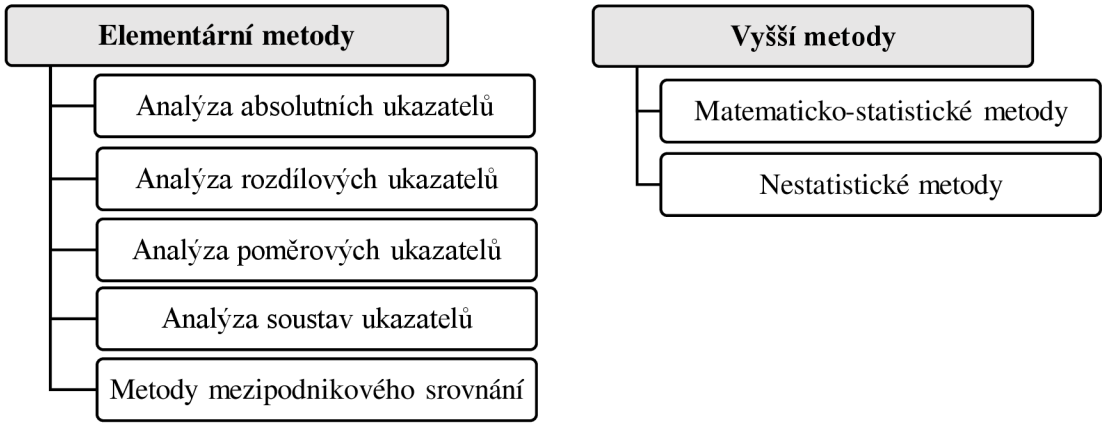
Růčková (2021, s. 22) s Vochozkou a Mulačem et al. (2012, s. 136) souhlasí a upozorňuje, že úspěšná finanční analýza je podmíněna kvalitou vstupních informací. Všechny použité informace by měly být nejen dostatečně kvalitní, ale zároveň maximálně komplexní tak, aby bylo možné předcházet zkreslením výsledků finančního zdraví zkoumaného podniku. Vyjma podnikových dat Růčková (2021, s. 14) doporučuje využít také informace od mezinárodních ratingových agentur, jako jsou například známé Standard & Poors či Moody's. Možné je využít rovněž dat od České národní banky, Ministerstva financí České republiky, Českého statistického úřadu či Ministerstva průmyslu a obchodu ČR. Totožný náhled na vhodné zdroje dat poté vyjadřuje také Dluhošová et al. (2021, s. 81) i Kubíčková a Jindřichovská (2015, s. 17), které však doporučují využít rovněž Prospekt cenného papíru, který je zdrojem velmi důležitých dat. Jedná se o průvodní listinu cenného papíru uváděného na kapitálový trh a jejím cílem je informovat investora v takové míře, aby se mohl kvalifikovaně rozhodnout, zda cenné papíry koupí, či nikoliv. Tento dokument tak obsahuje celou řadu údajů, které se nevyskytují v účetních výkazech.

Metody finanční analýzy

V posledních letech byl podle Růčkové (2021, s. 45) díky rozvoji matematických, statistických, ale také ekonomických věd umožněn vznik široké škály metod finanční analýzy. Z této široké škály metod je však účelné volit dílčí metody přiměřeně s ohledem na účelnost realizované analýzy, tj. s ohledem na stanovené cíle. Významnou roli hraje rovněž nákladnost realizace a spolehlivost, která nemůže být zvýšena využitím širší škály irelevantních metod, ale kvalitnějším zpracováním metod relevantních.

S výše uvedeným tvrzením ve své podstatě souhlasí taktéž Dluhošová et al. (2021, s. 82) a Kubíčková s Jindřichovskou (2015, s. 60–61), které dále ve své publikaci na str. 66 uvádí přehledný výčet relevantních metod, běžně využívaných ve finanční analýze. Tento výčet je uveden na obrázku 2 níže.

Obrázek 2 Rozdělení metod finanční analýzy



Zdroj: Vlastní zpracování dle Kubíčkové a Jindřichovské (2015, s. 66)

Stejné autorky dodávají, že v rámci výše uvedených skupin i podskupin ukazatelů je možné další dílčí členění na konkrétní ukazatele, jež se přímo aplikují pro potřeby zhotovení finanční analýzy.

2.3.1 Absolutní ukazatele

Knápková et al. (2017, s. 71) k analýze absolutních ukazatelů uvádí, že pracuje s údaji, které lze přímo využít ze sestavených účetních výkazů. Výsledky se poté používají zejména pro zjištění vývojových trendů v čase a k procentnímu rozboru komponent, kde se dílčí položky účetních výkazů vyjadřují jakožto procentní podíl souhrnných komponent.

Horizontální analýza

Horizontální analýza podle Knápkové et al. (2017, s. 71) vyjadřuje změny jednotlivých položek účetních výkazů v čase. Její vyjádření je možné jak formou absolutních změn, tak změn relativních. Kubíčková a Jindřichovská (2015, s. 83) jsou s předchozím tvrzením ve shodě a zároveň doporučují analyzovat alespoň pět po sobě jdoucích období.

Pro potřeby vyjádření horizontální analýzy absolutních hodnot Kubíčková s Jindřichovskou (2015, s. 84) tvrdí, že změny jsou vyjádřeny s pomocí rozdílu hodnot za minulé a sledované období. Vztah pro výpočet dle těchto autorek je uveden jako vzorec 1 níže.

Vzorec 1 Horizontální analýza – absolutní ukazatel změny

$$\text{Absolutní změna (rozdíl)} = \text{Ukazatel}_{i+1} - \text{Ukazatel}_i \qquad \textbf{(1)}$$

kde:

i *je pořadové číslo období (roku).*

Zdroj: Kubíčková a Jindřichovská (2015, s. 84)

Dle těchto autorek je nevýhodou sledování absolutních změn nemožnost jejich vzájemného porovnání v rámci odlišných položek účetních výkazů. Pro řešení této nevýhody se využívá procentního vyjádření změny v dané položce, tzv. indexu změny, jehož vztah výpočtu je uveden ve vzorci 2.

Vzorec 2 Horizontální analýza – index změny

$$\text{Index změny v \%} = \frac{\text{Ukazatel}_{i+1} - \text{Ukazatel}_i}{\text{Ukazatel}_i} \times 100 \qquad \textbf{(2)}$$

kde:

i *je pořadové číslo období (roku).*

Zdroj: Kubíčková a Jindřichovská (2015, s. 84)

Vertikální analýza

Vertikální analýza podle Dluhošové et al. (2021, s. 83) slouží pro možnost posouzení podílu dílčích položek na vybraném absolutním ukazateli. Její využití je vhodné zejména při rozboru majetkové a finanční struktury, tržeb, nákladů, zisku, popřípadě dalších zvolených složek účetních výkazů podniku. Kubíčková a Jindřichovská (2015, s. 93) s předchozím tvrzením souhlasí a doplňují informaci, že za souhrnnou položku je nejčastěji využívána bilanční suma v případě rozvahy. U výkazu zisku a ztráty existuje hned několik variant, kde nejčastěji využívanou je použití souhrnu tržeb jakožto základny. Rovněž lze i prostřednictvím vertikálního rozboru sledovat vývoj položek v čase a doplnit tak výstupy horizontální analýzy. Vzorec výpočtu vertikální analýzy na základě Kubíčkové a Jindřichovské (2015, s. 92) je uveden jakožto vzorec 3.

Vzorec 3 Vertikální analýza

$$P_i = \frac{B_i}{\sum B_i} \times 100 \qquad \textbf{(3)}$$

kde:

P_i *je podíl i-té položky v %;*

B_i *je velikost i-té položky;*

ΣB_i *je souhrn položek;*

i *je pořadové číslo položky.*

Zdroj: Kubíčková a Jindřichovská (2015, s. 92)

2.3.2 Rozdílové ukazatele

Rozdílové ukazatele podle Knápkové et al. (2017, s. 85) slouží zejména k analýze a řízení finanční situace podniku s důrazem na likviditu. Za nejvýznamnější ukazatel je v této kategorii považován čistý pracovní kapitál.

Čistý pracovní kapitál

Knápková et al. (2017, s. 85) uvádí, že tento ukazatel významným způsobem ukazuje platební schopnost podniku. Pokud má být podnik dostatečně likvidní, musí mít dostatečnou výši čistého pracovního kapitálu, tedy přebytku oběžných aktiv nad krátkodobými závazky. Na druhou stranu Kubíčková a Jindřichovská (2015, s. 102) na rozdíl od předchozí autorky upozorňují, že příliš vysoká hodnota čistého pracovního kapitálu svědčí o neefektivním využívání zdrojů a snižuje tak rentabilitu podniku. Naopak záporná hodnota vyjadřuje vysoké riziko spočívající v tzv. nekrytém dluhu a možném ohrožení schopnosti splácet závazky. Korektní hodnota tohoto ukazatele tedy spočívá ve schopnosti managementu vyhodnotit potřeby podniku s přihlédnutím na konkurenci a odvětví, ve kterém působí. Stejné autorky uvádí vzorec pro výpočet, který je uveden níže jako vzorec 4.

Vzorec 4 Čistý pracovní kapitál

$$\text{ČPK} = \text{Oběžná aktiva} - \text{Krátkodobé závazky} \qquad \textbf{(4)}$$

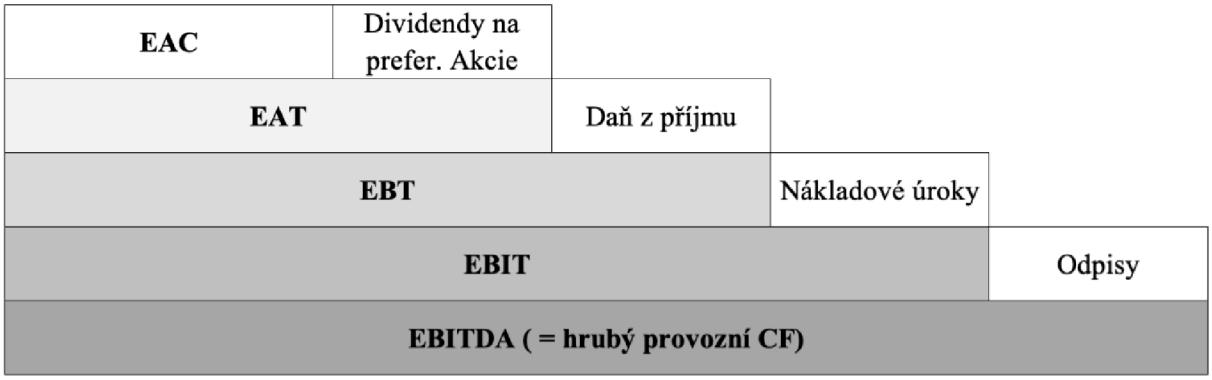
Zdroj: Kubíčková a Jindřichovská (2015, s. 98)

Další ukazatele, které je možné považovat za rozdílové a jsou dostatečně relevantní pro potřeby ocenění podniku jsou dle Kubíčkové a Jindřichovské (2015, s. 106) ukazatele zisku na různých úrovních.

Ukazatele zisku

Kubíčková a Jindřichovská (2015, s. 106) uvádí, že údaje o výsledcích hospodaření jsou jedny z nejdůležitějších informací uvedených v účetních výkazech a svoji pozornost na ně poutají téměř všichni uživatelé finanční analýzy. Jednotlivé úrovně ukazatelů zisku podniku jsou uvedeny na obrázku 3 níže.

Obrázek 3 Úrovně zisku podniku



Zdroj: Vlastní zpracování dle Kubíčkové a Jindřichovské (2015, s. 108)

Kubíčková a Jindřichovská (2015, s. 110–111) v obrázku 3 uvedené úrovně zisku dále objasňují:

- EAC (Earnings Aviable for Common Stockholders) je zisk pro akcionáře;
- EAT (Earnings After Taxes) je zisk po zdanění (čistý zisk);
- EBT (Earnings Before Taxes) je zisk před zdaněním;
- EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) je zisk před úroky a zdaněním;
- EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) je zisk před úroky, odpisy a zdaněním.

Dle těchto autorek ještě existují další modifikace, jako např. NOPAT (provozní zisk po zdanění) či hrubé rozpětí, nebo hrubá marže…

2.3.3 Poměrové ukazatele

Růčková (2021, s. 58) píše, že poměrové ukazatele jsou nejčastěji využívanou skupinou ukazatelů finanční analýzy z hlediska využitelnosti a oblíbenosti. To přisuzuje skutečnosti, že poměrové ukazatele přímo vychází ze základních účetních výkazů podniku. Poměrové ukazatele, jak už z názvu vyplývá, se vypočítají prostřednictvím podílu jedné nebo několika účetních položek k jiné položce nebo jejich skupině. Rovněž Kubíčková a Jindřichovská (2015, s. 117) poměrové ukazatele označují za jádro finanční analýzy z důvodu jejich komplexní využitelnosti. Tyto autorky však upozorňují na izolované hodnocení dílčích ukazatelů bez prozkoumání hlubšího kontextu, což znemožňuje stanovení komplexního a jednoznačného výroku a může vést k chybné interpretaci finanční situace podniku.

Mařík et al. (2018b, s. 122) k tvrzení předchozích autorů dodává, že poměrových ukazatelů existuje velké množství a značně záleží na výběru těch vhodných. Důraz pro potřeby oceňování podniku je stanoven zejména na řazení dle představy o gradaci základních cílů podniku. Autor tak doporučuje využít v první řadě ukazatelů likvidity a zadluženosti, a prověřit tak životaschopnost podniku v krátkém i delším období. V případě, že obě skupiny ukazatelů vycházejí pro podnik příznivě, je doporučeno zabývat se výnosností neboli rentabilitou. V rámci této skupiny ukazatelů je žádoucí zjistit příčiny určité výnosnosti a jejího vývoje. Závěrem je vhodné zabývat se skupinou ukazatelů aktivity, které zobrazují zejména využití aktiv podniku. Mezi všemi zpracovanými ukazateli je poté vhodné nalézt společné vazby s pomocí tzv. pyramidového rozkladu. Výčet skupin poměrových ukazatelů tímto však není vyčerpán, Scholleová (2017, s. 165) k předchozím autorům doplňuje ještě skupiny poměrových ukazatelů kapitálového trhu či produktivity podniku.

Ukazatele likvidity

Růčková (2021, s. 59) uvádí likviditu podniku jakožto schopnost hradit včas své splatné závazky. Nedostatečná likvidita podniku poté vede k nemožnosti využít ziskových příležitostí, které se v rámci podnikání vyskytnou nebo dokonce neschopnosti hradit běžné závazky, což v nejhorším případě může vyústit k platební neschopnosti. Autorka však varuje před zaměňováním pojmů solventnost a likvidita, jelikož právě nezbytnou podmínkou solventnosti je dostatečná likvidita. Na druhou stranu, také příliš vysoká likvidita je negativním jevem, jelikož se jedná o neefektivní nakládání s finančními prostředky, což může mít negativní vliv na rentabilitu podniku. Vochozka et al. (2020, s. 45) je s předchozí autorkou v souladu a k poměrovým ukazatelům likvidity uvádí, že v rámci jejich sestavování se vychází z oběžného majetku podniku, který je členěn z hlediska jeho likvidity od nejméně likvidních položek po ty nejlikvidnější. Základní ukazatele, které tuto skupinu reprezentují jsou běžná likvidita, pohotová likvidita a okamžitá likvidita. Vochozka et al. (2020, s. 45–46) rovněž definuje vzorce výpočtu těchto ukazatelů.

Vzorec 5 Běžná likvidita

$$Běžná\ likvidita = \frac{Oběžná\ aktiva}{Krátkodobé\ závazky} \qquad \textbf{(5)}$$

Zdroj: Vochozka et al. (2020, s. 45)

Kubíčková a Jindřichovská (2015, s. 132) se s výše uvedeným vzorcem 5 plně shodují. Dále uvádí, že ukazatel běžné likvidity vyjadřuje schopnost podniku uhradit závazky splatné do jednoho roku prostřednictvím celkových oběžných aktiv. Doporučená hodnota se pohybuje na úrovni 1,5–2,5 s tím, že optimální hodnota je značně závislá na oboru působnosti a vlastních potřebách podniku. Tyto autorky však upozorňují, že výsledek nad 4 již signalizuje neefektivní řízení pracovního kapitálu.

Vzorec 6 Pohotová likvidita

$$Pohotová\ likvidita = \frac{Oběžná\ aktiva - Zásoby}{Krátkodobé\ závazky} \qquad \textbf{(6)}$$

Zdroj: Vochozka et al. (2020, s. 45)

Rovněž Růčková (2021, s. 62) je s výše uvedenými ukazateli ve shodě. K pohotové likviditě prosazuje názor, že výsledná hodnota by se měla pohybovat mezi 1–1,5, kdy v případě stejné výše oběžných aktiv očištěných o zásoby by byl podnik schopen vyrovnat své závazky, aniž by musel urychleně prodávat zásoby. Kubíčková s Jindřichovskou (2015, s. 134) odlišně prosazují širší interval optimálního výsledku, a to 0,5–1,5, kdy hodnota 1,0 je již považována za mezní.

Vzorec 7 Okamžitá likvidita

$$Okamžitá\ likvidita = \frac{Finanční\ majetek}{Krátkodobé\ závazky} \qquad \textbf{(7)}$$

Zdroj: Vochozka et al. (2020, s. 46)

Okamžitou likviditu hodnotí Vochozka et al. (2020, s. 45) jako nejpřesnější ukazatel, jelikož hodnotí schopnost podniku splatit své krátkodobé závazky v daném okamžiku, a to pouze z hotovosti. Výslednou hodnotu doporučuje udržovat na úrovni v okolí 0,2, což je v souladu s doporučením Růčkové (2021, s. 61) i Kubíčkové a Jindřichovské (2015, s. 135). Všichni autoři však upozorňují na možná specifika oboru.

Ukazatele zadluženosti

Skupina poměrových ukazatelů zadluženosti slouží dle tvrzení Maříka et al. (2018b, s. 124) k posouzení dlouhodobé finanční rovnováhy podniku, s čímž souhlasí taktéž Knápková (2017, s. 87), která upřesňuje, že tato skupina ukazatelů slouží jakožto indikátory rizika, kterých podnik dosahuje při daném zastoupení vlastních a cizích zdrojů. Obecně platí, že čím více cizích zdrojů podnik ke svému financování využívá, tím větší je jeho rizikovost. Na druhou stranu snesitelná úroveň zadlužení je pro podnik žádoucí z důvodu působení zejména tzv. daňového štítu a obecnému předpokladu, že cizí kapitál je do určité míry zadlužení levnější než kapitál vlastní.

Růčková (2021, s. 72) je s předchozími autory ve shodě a mezi základní ukazatele zadluženosti řadí ukazatel věřitelského rizika, který vyjadřuje celkovou zadluženost podniku.

Vzorec 8 Ukazatel věřitelského rizika

$$Ukazatel\ věřitelského\ rizika = \frac{Cizí\ kapitál}{Celková\ aktiva} \qquad \textbf{(8)}$$

Zdroj: Růčková (2021, s. 72)

Stejná autorka tvrdí, že čím větší je výsledek, tím vyšší riziko pro věřitele. Obdobně jako u dalších ukazatelů finanční analýzy však upozorňuje, že výsledky je třeba posuzovat v širším kontextu.

Zejména v anglosaských zemích se dle Kubíčkové a Jindřichovské (2015, s. 144) těší značné oblíbenosti ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu, který mezi sebou poměřuje objem cizích zdrojů a vlastního kapitálu podniku.

Vzorec 9 Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu

$$Ukazatel\ zadluženosti\ vlastního\ kapitálu = \frac{Cizí\ kapitál}{Vlastní\ kapitál} \qquad \textbf{(9)}$$

Zdroj: Kubíčková a Jindřichovská (2015, s. 144)

Kubíčková s Jindřichovskou (2015, s. 144) dále dodávají, že i v případě, kdy cizí zdroje převažují nad vlastním kapitálem, a výsledná hodnota je tedy vyšší než 1, nemusí se nutně jednat o ohrožení činnosti podniku.

Kubíčková a Jindřichovská (2015, s. 147) definují rovněž ukazatel úrokového krytí, který pojednává o schopnosti generovat zdroje na úhradu úroků plynoucích ze zapojení cizího kapitálu. Jeho uplatnitelnost je zejména u vlastníků, kterým poskytuje informaci o tom, jak je podnik schopen splácet úroky. Čím vyšší je výsledek, tím větší je důvěryhodnost podniku mezi různými zájmovými skupinami.

Vzorec 10 Ukazatel úrokového krytí

$$Ukazatel\ úrokového\ krytí = \frac{EBIT}{Nákladové\ úroky} \qquad \textbf{(10)}$$

Zdroj: Kubíčková a Jindřichovská (2015, s. 147)

Scholleová (2017, s. 77) dále pojednává o tzv. ukazateli finanční páky, který za určitých okolností zvyšuje rentabilitu vlastního kapitálu podniku. Ve shodě je zde zejména Kubíčková a Jindřichovská (2015, s. 143), které jej uvádí jakožto podíl celkové bilanční sumy vůči vlastnímu kapitálu. Čím vyšší je výsledná hodnota, tím více působí na výnosnost vlastního kapitálu. Nutné je však brát v potaz skutečnost, že při významnějším zapojení cizích zdrojů rostou úrokové náklady a klesá zisková marže, což ve výsledku rentabilitu vlastního kapitálu snižuje.

Vzorec 11 Ukazatel finanční páky

$$Ukazatel\ finanční\ páky = \frac{Celková\ aktiva}{Vlastní\ kapitál} \qquad \textbf{(11)}$$

Zdroj: Kubíčková a Jindřichovská (2015, s. 143)

Předchozí autorky a zároveň Knápková et al. (2017, s. 126) společně s ukazatelem finanční páky pojednávají o jejím ziskovém účinku. Právě tento ukazatel vyjadřuje, jakým způsobem finanční páka působí na rentabilitu vlastního kapitálu, tedy zda jej zvyšuje či snižuje. Pozitivního efektu se vlastníkům podniku dostává v případě, kdy je výsledek tohoto ukazatele více než 1.

Vzorec 12 Ziskový účinek finanční páky

$$Ziskový\ účinek\ finanční\ páky = \frac{EBT}{EBIT} \times \frac{Celková\ aktiva}{Vlastní\ kapitál} \qquad \textbf{(12)}$$

Zdroj: Knápková et al. (2017, s.126)

Ukazatele rentability

Poměrové ukazatele rentability je možné podle tvrzení Vochozky et al. (2020, s. 42) označovat také za ukazatele výnosnosti či návratnosti podniku. Tato skupina vyjadřuje poměr zvolené úrovně zisku vůči určitému vstupu. Obecně tedy poměrové ukazatele vypovídají o tom, kolik korun zisku připadá na korunu jmenovatele. S tvrzením předchozího autora souhlasí také Kubíčková a Jindřichovská (2015, s. 117), které poměrové ukazatele označují za jádro finanční analýzy.

Mezi nejvýznamnější ukazatele Kubíčková a Jindřichovská (2015, s. 122) řadí rentabilitu vlastního kapitálu (ROE), jejíž výpočet je uveden ve vzorci 13 níže. Tento ukazatel reprezentuje zájmy vlastníků podniku, jelikož informuje o tom, zda jejich kapitál generuje dostatečný výnos. Výsledky by měly být vždy vyšší, než přináší alternativní, stejně riziková investice.

Vzorec 13 ROE – Rentabilita vlastního kapitálu

$$ROE = \frac{EAT}{Vlastní\ kapitál} \qquad \textbf{(13)}$$

Zdroj: Kubíčková a Jindřichovská (2015, s. 122)

Scholleová (2017, s. 177) se v oblasti poměrových ukazatelů dosud taktéž shoduje. Totožně jako předchozí autoři informuje o ukazateli rentability aktiv (ROA). Výsledky tohoto ukazatele jsou považovány za klíčové měřítko rentability podniku jako celku. Poměřován je zde zisk s veškerými vloženými prostředky. Vyjádření ukazatele může být v různých podobách, nicméně za ten nejběžnější tato autorka považuje tvar s využitím EBIT.

Vzorec 14 ROA – Rentabilita aktiv

$$ROA = \frac{EBIT}{Aktiva} \qquad \textbf{(14)}$$

Zdroj: Scholleová (2017, s.177)

Mařík et al. (2018b, s. 126) k poměrovým ukazatelům v rámci problematiky ocenění podniku dodává, že mezi nejvýznamnější se v této oblasti řadí právě výše definovaná ROA. Z ukazatelů nižšího řádu je vhodné zabývat se také rentabilitou tržeb neboli tzv. ziskovou marží, která udává, kolik zisku bylo vyprodukováno v jedné koruně tržeb.

Vzorec 15 Zisková marže

$$Zisková\ marže = \frac{Zisk}{Celkové\ Tržby} \qquad \textbf{(15)}$$

Zdroj: Mařík et al. (2018b, s. 126)

Kubíčková a Jindřichovská (2015, s. 128) o výše uvedeném ukazateli doplňují, že jeho aplikace je možná s využitím zisku na libovolné úrovni, a to dle konkrétního účelu, pro který je tento ukazatel zjišťován.

Mařík et al. (2018b, s. 126) dále samostatně upozorňuje, že pro potřeby ocenění podniku je žádoucí pracovat s poměrně ojedinělým ukazatelem, a to rentabilitou provozně nutného investovaného kapitálu. Pro možnost výpočtu je však nezbytné realizovat úpravy účetních výkazů v rámci procesu ocenění, čemuž je v této práci věnována pozornost v pozdějších kapitolách. Metodika výpočtu je uvedena níže ve vzorci 16.

Vzorec 16 Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu

$$r_{K(t)} = \frac{KPVH_t}{K_{t-1}} \qquad \textbf{(16)}$$

kde:

$r_{K(t)}$ *je rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu v roce t;*

$KPVH_t$ *je korigovaný provozní výsledek hospodaření v roce t;*

K_{t-1} *je provozně nutný investovaný kapitál k počátku roku t.*

Zdroj: Mařík et al. (2018b, s. 164)

Ukazatele aktivity

Podle Scholleové (2017, s. 180) poměrové ukazatele aktivity představují schopnost podniku využívat svůj majetek. Tuto skupinu ukazatelů je možné rozčlenit na dva základní typy dle jejich charakteristiky. Prvním je počet obratů (obratovost) daného majetku v určitém časovém období. Druhá varianta představuje dobu obratu, za kterou se vybraná položka obrátí v celkových tržbách podniku. S tímto se shoduje rovněž Růčková (2021, s. 75), která dodává,

že rozbor ukazatelů aktivity slouží zejména k zjištění, jak podnik hospodaří se svými aktivy a jaký má dané hospodaření vliv na rentabilitu a likviditu.

Kubíčková a Jindřichovská (2015, s. 151) ve shodě s předchozími autory tvrdí, že v rámci ukazatelů aktivity je vždy poměřována určitá položka aktiv vůči tržbám, které představují ukončení koloběhu majetku. Univerzální vzorec doby obratu, ať už je pojednáváno o zásobách, pohledávkách, závazcích, celkových aktivech či jiné položce rozvahy podniku uvádí Kubíčková a Jindřichovská (2015, s. 152) níže.

Vzorec 17 Doba obratu

$$Doba\ obratu = \frac{Zvolená\ položka\ aktiv\ (pasiv)}{Celkové\ tržby} \times 365 \qquad \textbf{(18)}$$

Zdroj: Kubíčková a Jindřichovská (2015, s. 152)

2.4 Metody ocenění podniku

Mařík et al. (2018b, s. 44) uvádí, že výsledná hodnota podniku je obvykle opřena o užití více oceňovacích metod. Oceňovací metody lze dle stejného autora klasifikovat do tří základních skupin, tzv. přístupů:

- výnosový přístup (např. metody DCF, KČV, EVA či korigované metody);
- tržně-porovnávací přístup (např. ocenění na základě tržní kapitalizace, srovnatelných podniků, srovnatelných transakcích či odvětvových multiplikátorů);
- nákladový přístup (např. účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen, substanční hodnoty, majetkové ocenění na principu tržních hodnot či likvidační hodnota).

Tyto tři skupiny jsou dle Maříka et al. (2018b, s. 44) obecně přijímány na základě typu vstupních dat, s pomocí kterých je výsledná hodnota odvozována.

Rosenbaum a Pearl (2020, s. 3) oproti předchozímu autorovi uvádí v praxi nejpoužívanější metody, které slouží jako jádro ocenění podniku. Dle těchto autorů jsou nejrelevantnějšími metodami ocenění s pomocí diskontovaných peněžních toků (DCF), ocenění na základě srovnatelných podniků a ocenění na základě srovnatelných transakcí. Tito autoři ve své publikaci další metody nikterak neuvádí.

Předchozí autory dále rozvádí Dluhošová et al. (2021, s. 189), která vyjma přístupů dle Maříka et al. (2018b, s. 44) uvádí rovněž kombinované metody ocenění a dále také metody ocenění za rizika, do nichž řadí flexibilní metodu reálných opcí, flexibilní metodu reálných opcí a teorie her s interakcemi, metodu jistotních ekvivalentů a metodu upraveného nákladu kapitálu. Kislingerová (2001, s. 22-23) je s výčtem metod od předchozích autorů ve shodě a upozorňuje, že v praxi neexistuje žádná správná metoda, kterou by bylo nezbytně nutné využít.

Výběr metody ocenění

Mařík et al. (2018b, s. 45) doporučuje výběr metody ocenění dle účelu, pro který má být ocenění podniku využito. V závislosti na účelu a bázi zjišťované hodnoty jsou zvoleny jednotlivé metody pro ocenění. V případě, že je zjišťována tržní hodnota podniku, je vhodné využít metody DCF. Rovněž Vochozka a Mulač et al. (2012, s. 164) se s výše uvedeným tvrzením shodují, jelikož tvrdí, že využitelných metod pro ocenění existuje celá řada. Každá metoda se poté liší nejen svým principem, ale také výsledkem. Z toho důvodu tito autoři doporučují zvolit ty, které nejvíce vyhovují konkrétní situaci a danému účelu ocenění. Vochozka a Mulač et al. (2012, s. 165) dále uvádějí sumář poukazující na vhodnost využití jednotlivých metod:

- účetní hodnota podniku by měla sloužit pouze jako pomocný údaj;

- likvidační hodnota vyjadřuje dolní limit ocenění;
- substanční hodnota samotná nemá pro tržní ocenění význam, její využití lze aplikovat pouze v případě prodeje podniku strategickému partnerovi;
- hodnoty získané s pomocí metody DCF jsou základní a v praxi nejvyužívanější v rámci podniků, u kterých lze očekávat jejich dlouhodobou činnost;
- metoda KČV nahrazuje metody DCF v případě, že má podnik potíže s dlouhodobým plánem peněžních toků;
- metoda tržního porovnání plní kontrolní charakter, je vhodná pro ověření výnosových metod či pro zasazení jejích výsledků do kontextu trhu.

Vochozka a Mulač et al. (2012, s. 165) rovněž upozorňují na skutečnost, že výsledné ocenění je nutné nejprve stanovit s pomocí jedné konkrétní metody a výslednou hodnotu poté ověřit a zasadit do celkového kontextu s pomocí metody odlišné. Před využitím dvou a více metod a následného zprůměrování či dalších úprav získaných výsledků autoři důrazně varují, jelikož by byl takový výsledek z formálního hlediska fakticky znehodnocen. V souladu s předchozími autory Zima (2016, s. 96) dodává informaci, že v české praxi převládá využití metody diskontovaných peněžních toků a na druhém místě je metoda srovnatelných podniků. Volba konkrétní metody však vždy spočívá na subjektu, který ocenění realizuje a je za jeho výsledek odpovědný.

2.4.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

Oceňování s pomocí metody diskontovaných peněžních toků se dle Maříka et al. (2018b, s. 192) řadí mezi nejrozšířenější oceňovací metody. Z hlediska samotného principu je možné peněžní toky chápat jako reálné vyjádření užitku z podniku a přesně tak odrážejí teoretickou definici hodnoty. S předchozím tvrzením se shodují rovněž Rosenbaum a Pearl (2020, s. 115), kteří dodávají, že peněžní toky vstupující do ocenění jsou závislé na široké škále odhadů a úsudků o předpokládané finanční výkonnosti podniku. Uplatnění této metody má velmi širokou škálu, ovšem zejména v posledních letech je nejvyužívanější metodou v rámci ocenění pro potřeby IPO, M&A a dalších investičních rozhodnutí.

Mařík et al. (2018b, s. 193) doporučuje využití základní metody DCF entity, tedy zjištění hodnoty jak pro vlastníky, tak věřitele. Až v následném kroku je odečtena hodnota cizího kapitálu a výsledek tvoří hodnotu kapitálu vlastního. Nezbytným předpokladem pro možnost realizace ocenění s pomocí metody DCF je zpracovaná strategická analýza, finanční analýza a kompletní finanční plán.

Prvním krokem faktického ocenění je podle Maříka et al. (2018b, s. 194) zjištění výše investovaného kapitálu podniku, jelikož podnik je v rámci ocenění chápán nikoliv na úrovni bilanční sumy, nýbrž na úrovni investovaného kapitálu. Výchozím bodem je rozvaha, která je dále upravena ve dvou směrech. První úpravou je nutná potřeba určit náklady na investovaný kapitál a druhá úprava spočívá v rozčlenění aktiv podniku na provozně nutná a nepotřebná. Dle stejného autora se celkový investovaný kapitál skládá z provozně nutného investovaného kapitálu a neprovozních aktiv. Provozně nutný investovaný kapitál je poté tvořen provozně nutným upraveným pracovním kapitálem a provozně nutnými dlouhodobými aktivy. Mařík et al. (2018b, s. 146) konkrétně doporučuje:

- z celkových aktiv vyřadit veškeré položky, které v daném podniku přímo nesouvisejí s provozem za účelem získání provozně nutného dlouhodobého majetku;

– oběžná aktiva ponížit o závazky, u kterých nelze explicitně vyčíslit jejich náklady (zejm. závazky z obchodních vztahů, k zaměstnancům, ke státu, krátkodobé přijaté zálohy, a další…), za účelem získání provozně nutného pracovního kapitálu.

Další v této práci uvedení autoři se s výjimkou Maříka et al. (2018a, s. 18) v předchozím odstavci uvedené problematice takto hluboce nevěnují.

Peněžní toky pro metodu DCF entity

Mařík et al. (2018b, s. 199) píše, že volný peněžní tok je vždy východiskem metody DCF. V případě DCF entity se volným peněžním tokem rozumí peněžní toky, které jsou dostupné jak pro vlastníky, tak věřitele. Z toho důvodu bývá používáno označení FCFF (z angl. free cash flow to firm). Postup výpočtu FCFF dle stejného autora je uveden v tabulce 1 níže. Z této tabulky je možné pozorovat, že výsledné FCFF lze vypočítat s pomocí $KPVH_D$, který je dále ponížen o upravenou daň. Následně jsou přičteny odpisy podniku a ostatní náklady, které nejsou výdaji v běžném období a výsledkem je předběžný peněžní tok z provozu. Od tohoto výsledku jsou následně odečteny investice do upraveného pracovního kapitálu a do dlouhodobého majetku, čímž je získán požadovaný FCFF.

Tabulka 1 Postup výpočtu volného peněžního toku (FCFF)

+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi ($KPVH_D$) – Upravená daň z příjmů (= $KPVH_D$ × daňová sazba) = Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)
+ Odpisy + Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období[1] = Předběžný peněžní tok z provozu
– Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného) – Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného) **= Volný peněžní tok (FCFF)**

Zdroj: Vlastní zpracování dle Maříka et al. (2018b, s. 199)

Kislingerová (2001, s. 161), stejně tak Dluhošová et al. (2021, s. 193) a Vochozka a Mulač et al. (2012, s. 143) se od podoby výpočtu FCFF uvedeného v tabulce 1 výše odlišují tím, že uvádějí výpočet dle anglosaských účetních výkazů, čímž jsou v plné shodě s Rosenbaumem a Pearlem (2020, s. 121) a částečné shodě s Damodaranem (2018, s. 69), který ve výpočtu FCFF dále kalkuluje s tradičním pracovním kapitálem očištěným o hotovost. Pro potřeby oceňování v podmínkách České republiky a českých účetních výkazů lze varianty těchto autorů označit jako diskutabilní, jelikož problematika z jejich strany není komplexně pokryta. Shodní autoři se tak dále na rozdíl od Maříka et al. (2018b, s. 199) nevěnují problematice stanovení korigovaného provozního výsledku hospodaření, užívaného pro výpočet FCFF, jakožto detailům výpočtu provozně nutných investic.

Právě k problematice $KPVH_D$ se vyjadřuje Mařík et al. (2018, s. 199-203). Pro jeho stanovení jakožto východiska výpočtu FCFF tento autor doporučuje uplatnit následující zásady:

1. Náklady na cizí kapitál by neměly být brány v potaz z důvodu zjišťování hodnoty pro vlastníky a věřitele;
2. Obsahem by neměly být žádné mimořádné položky, které se v budoucnu nebudou pravidelně opakovat. To z důvodu, že hodnota podniku je tvořena výsledky trvalého charakteru;

[1] Zejména změna nákladových rezerv a opravných položek.

3. Rovněž není žádoucí zahrnout výnosy a náklady související s provozně nenutným majetkem.

Mařík et al. (2018b, s. 203) dále tvrdí, že vždy je žádoucí postupovat tím způsobem, který si vyžádá minimum úprav. Z toho důvodu doporučuje vycházet z tradičního provozního výsledku hospodaření, který je obsahem výkazu zisku a ztráty podniku. Postup výpočtu $KPVH_D$ dle tohoto autora je uveden v tabulce 2 níže. Z této tabulky přímo vychází využití provozního výsledku hospodaření jakožto základní veličiny, od které jsou odečteny provozní výnosy mimořádné, jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem a finanční náklady související s provozně potřebným majetkem. Naopak jsou přičteny provozní náklady mimořádné, jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem a výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného majetku. Výsledkem je korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi, který vstupuje do výpočtu FCFF.

Tabulka 2 Postup výpočtu $KPVH_D$

Provozní výsledek hospodaření (z výkazu zisku a ztráty)
– Provozní výnosy mimořádné, jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ Provozní náklady mimořádné, jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ Výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného majetku
– Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem
= $KPVH_D$

Zdroj: Vlastní zpracování dle Maříka et al. (2018b, s. 203)

K oblasti investic a jejich detailu, které přímo spadají do výpočtu FCFF dle parametrů uvedených v tabulce 1 se blíže vyjadřuje pouze Mařík et al. (2018b, s. 203-204). Investicemi, které jsou pro potřeby FCFF brány v potaz, se vždy rozumí investice brutto. Hodnotu, která vstupuje do výpočtu, lze nejsnáze zjistit z provozně nutného investovaného kapitálu v jednotlivých letech. Z toho důvodu je možné aplikovat vztah uvedený ve vzorci 18.

Vzorec 18 Investice brutto

$$I_{brutto\ t} = K_t - K_{t-1} + O_t \qquad \textbf{(19)}$$

kde:

$I_{brutto\ t}$ *jsou investice do provozně nutného investovaného kapitálu (dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu zároveň) v roce t;*

K_t *je provozně nutný investovaný kapitál ke konci roku t;*

O_t *jsou odpisy v roce t.*

Zdroj: Mařík et al. (2018b, s. 204)

Po stanovení FCFF Damodaran (2018, s. 72) společně s Maříkem (2018a, s. 20) doporučují zaměřit na stanovení diskontní míry, s jejímž využitím bude stanovena současná hodnota budoucích peněžních toků.

Diskontní míra

Diskontní míra je podle Maříka et al. (2018b, s. 65) nástroj, který do hodnoty podniku promítá faktory rizika a času. Je možné chápat ji jakožto míru výnosnosti používanou pro přepočítání budoucí peněžní částky na její současnou hodnotu. Alternativně ji lze označit jako míru výnosnosti, kterou investor očekává v rámci akvizice budoucího peněžního toku s ohledem na riziko pravděpodobnosti tento výnos získat. Mařík et al. (2018a, s. 20) poté uvádí, že v případě ocenění metodou DCF entity, tedy s využitím FCFF, je nezbytné za diskontní míru

uvažovat průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) podniku. To z důvodu, že se jedná o průměr požadovaného zhodnocení vloženého kapitálu jak vlastníků, tak věřitelů.

Samotný předpoklad výpočtu WACC poté shodně uvádí široké spektrum autorů odborné literatury. Mimo Maříka et al. (2018b, s. 143) taktéž např. Vochozka a Mulač et al. (2012, s. 147), Kislingerová (2001, s. 176) či Dluhošová et al. (2021, s.129) nebo Rosenbaum a Pearl (2020, s. 138). Lze tak předpokládat všeobecně přijímaný konsenzus nad podobou výpočtu WACC, jehož vzorec je uveden níže jakožto vzorec 19.

Vzorec 19 Výpočet WACC

$$\mathrm{WACC} = n_{CK} \times (1 - d) \times \frac{CK}{K} + n_{VK} \times \frac{VK}{K} \qquad \textbf{(20)}$$

kde:

n_{CK} *je očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku (náklady na cizí kapitál);*

d *je sazba daně z příjmu platná pro daný podnikatelský subjekt;*

CK *je hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku (pouze úročeného);*

n_{VK} *je očekávaná výnosnost vlastního kapitálu podniku při dané úrovni zadlužení (náklady na vlastní kapitál);*

VK *je hodnota vlastního kapitálu podniku;*

K *je celková hodnota investovaného kapitálu ($K = VK + CK$).*

Zdroj: Mařík et al. (2018b, s. 243)

Samotný vztah výpočtu podle tvrzení Dluhošové et al. (2021, s. 129) není nikterak komplikovanou záležitostí. Ovšem je třeba brát v potaz skutečnost, že získání konkrétních vstupních dat, zejména co se nákladů vlastního kapitálu týče, snadný není. Právě volba nákladů jednotlivých složek kapitálu významně ovlivňuje výslednou hodnotu podniku. Tato autorka dále zdůrazňuje, že v případě stanovení tržní hodnoty podniku je třeba kalkulovat s tržně orientovanými WACC. Mařík a Maříková (2020, s. 39) dodávají, že právě diskontní míra a její obsah bývá nejčastějším předmětem sporů mezi znalci oceňování.

Náklady vlastního kapitálu

Mařík et al (2018b, s. 251) tvrdí, že v praxi existuje velké množství přístupů, kterými lze stanovit náklady vlastního kapitálu. V praxi nejčastěji využívanou a teorií kapitálového trhu podložený je model oceňování kapitálových aktiv, tzv. CAPM. Dluhošová et al. (2021, s. 134) s předchozím tvrzením souhlasí a doplňuje, že náklady vlastního kapitálu jsou zpravidla vyšší než náklady kapitálu cizího. Tento obecný předpoklad je odůvodněn působením rizika, které je pro vlastníka vyšší než pro věřitele a rovněž skutečností, že na cizí kapitál působí daňový štít. Samotné určení nákladů na vlastní kapitál je komplikovanou otázkou. S tímto tvrzením souhlasí také Zima (2016, s. 119), který komplikovaný výpočet nákladů vlastního kapitálu přikládá nemožnosti je přímo pozorovat. Lze je tedy chápat jako výnosové očekávání investorů, kteří oceňované společnosti poskytují kapitál.

Model CAPM

Stanovení nákladů vlastního kapitálu s pomocí modelu CAPM je podle Dluhošové et al. (2021, s. 134) tržním přístupem ke stanovení nákladů vlastního kapitálu. Model CAPM je založen na předpokladu, že mezní sklon očekávaného výnosu a rizika je pro všechny investory totožný. Podklad tvoří teorie lineárního vztahu mezi výnosem aktiva a tržního portfolia, které představuje rizikový faktor vyjadřující riziko trhu jakožto celku. Zima (2016, s. 121) předchozí

autorku doplňuje o tvrzení, že se v dnešní době jedná o nejefektivnější způsob výpočtu nákladů vlastního kapitálu při ocenění.

Jednotliví autoři se shodují v podobě základního vzorce pro výpočet modelu CAPM. Ve vzorci 20 níže je uvedena podoba dle Maříka et al. (2018, s. 253)

Vzorec 20 CAPM

$$E(R_A) = r_f + [E(R_m) - r_f] \times \beta_A \qquad \textbf{(21)}$$

kde:

$E(R_A)$ je střední očekávaná výnosnost cenného papíru A (především akcie);

r_f je bezriziková výnosnost;

$E(R_m)$ je střední očekávaná výnosnost kapitálového trhu (tzv. tržního portfolia);

β_A je koeficient beta cenného papíru A;

$[E(R_m) - r_f]$ je prémie za tržní riziko.

Zdroj: Mařík et al (2018, s. 253)

Mařík et al. (2018, s. 253) k výpočtu CAPM informuje, že investorem očekávaná výnosnost cenného papíru A je závislá na bezrizikové úrokové míře, prémii za tržní riziko a faktoru beta, který je zde jediným faktorem, jenž se váže na skutečnosti v konkrétním podniku. Očekávaná výnosnost cenného papíru $E(R_A)$ je následně použita jako náklad vlastního kapitálu podniku.

Jednotlivé komponenty modelu CAPM poté Damodaran (2018, s. 75) označuje za temnou stránku celého oceňovacího procesu z důvodu nezbytných odhadů, jenž je nutné učinit.

Pro stanovení bezrizikové výnosnosti doporučuje Mařík et al (2018b, s. 255) využít výnos státního dluhopisu do doby jeho splatnosti s délkou minimálně deseti let. Tento výnos je poté třeba dosadit ve výši, která byla dosahována v době, ke které je ocenění podniku počítáno. Vstupní data pro tento parametr stejný autor doporučuje čerpat na webových stránkách ČNB. S výše uvedeným tvrzením se shoduje rovněž Kislingerová (2001, s. 193) a Zima (2016, s. 122).

Faktor beta podle Kislingerové (2001, s. 193) poté představuje měřítko nediverzifikovaného rizika, které se odhaduje realizací regresní analýzy. Do ní vstupuje výnosnost cenného papíru a výnosnost tržního indexu, tedy trhu jako celku. S předchozí autorkou je ve shodě také Mařík et al. (2018b, s. 254), který tvrdí, že beta vyjadřuje sklon přímky cenných papírů definující vztah mezi jednotkovým rizikem a výnosností. Vyjma využití regresní analýzy doporučuje Mařík et al. (2018b, s. 263) společně s Kislingerovou (2001, s. 113) využití tzv. metody analogie. V rámci analogického postupu je beta odvozena s pomocí dat veřejně obchodovatelných společností, které jsou cílovému podniku dostatečně blízké a u nichž je beta známá. Za další alternativu doporučují Zima (2016, s. 128), Kislingerová (2001, s. 113) a Mařík et al. (2018b, s. 264) převzetí faktoru beta od průmyslového odvětví, v němž se oceňovaný podnik pohybuje. Konkrétně Mařík et al. (2018b, s. 264) pro tento účel doporučuje využít dat uvedených na webových stránkách A. Damodarana. Stejný autor dále upozorňuje, že faktor beta je vždy ovlivněn zadlužeností konkrétního podniku a je nutné metodou analogie převzatý faktor beta upravit na skutečnosti oceňovaného podniku s pomocí výpočtu dle vzorce 21.

Vzorec 21 Zadlužení faktoru β

$$\beta_Z = \beta_N \times \left(1 + (1 - d) \times \frac{CK}{VK}\right) \qquad \textbf{(22)}$$

kde:

β_Z je β vlastního kapitálu u zadlužené firmy (tzv. spekulované β);

β_N *je β vlastního kapitálu při nulovém zadlužení (tzv. nespekulované β);*

d *je sazba daně z příjmů;*

CK *je cizí kapitál;*

VK *je vlastní kapitál.*

Zdroj: Mařík et al. (2018b, s. 263)

K další neznámé modelu CAPM, tedy prémii za tržní riziko Mařík et al. (2018b, s. 255) tvrdí, že by měla vyjadřovat výnosové ocenění rizika tržního portfolia neboli veličinu vyjadřující o kolik bude výnos rizikem zatíženého portfolia větší ve srovnání s bezrizikovým aktivem. Přímý odhad této prémie však není fakticky možný a z toho důvodu existují dvě možné alternativy pro jeho stanovení. Postup ex-post, tedy odhad budoucí prémie z minulých hodnot kapitálového trhu a postup ex-ante, který je založen na budoucích očekáváních na trhu. S tímto tvrzením se shoduje Zima (2016, s. 130) i Kislingerová (2006, s. 193). Ovšem pouze Mařík et al. (2018b, s. 257) společně se Zimou (2016, s. 133) zastávají ten názor, že nejlepším řešením je kalkulace s využitím dat kapitálového trhu v USA. Získaný výsledek je však nezbytné podrobit dodatečným úpravám tak, aby odpovídal národnímu prostředí. Jako optimální variantu tedy autoři považují využití modifikované varianty modelu CAPM dle následujícího vzorce 22.

Vzorec 22 Modifikace CAPM při využití dat amerického trhu

$$N_{VK(\check{C}R)} = r_{f\,(USA)} + \beta \times RPT_{(USA)} + RPZ_{(\check{C}R)} \qquad \textbf{(23)}$$

kde:

$N_{VK\,(\check{C}R)}$ *je odhad nákladů vlastního kapitálu při investici v ČR;*

$r_{f\,(USA)}$ *je aktuální výnosnost dlouhodobých vládních dluhopisů v USA;*

β *je odvětvové β obvykle přenesené z amerického nebo jiného kapitálového trhu a upravené na zadlužení v tržních hodnotách konkrétního podniku;*

$RPT_{(USA)}$ *je riziková prémie rozvinutého kapitálového trhu, obvykle USA;*

$RPZ_{(\check{C}R)}$ *je riziková prémie země pro ČR.*

Zdroj: Mařík et al. (2018b, s. 259)

Obdobně jako v případě faktoru beta doporučuje Mařík et al. (2018b, s. 258) pro potřeby stanovení prémie za tržní riziko a prémie za riziko země čerpat data z webových stránek A. Damodarana. Odlišný názor zastává Kislingerová (2001, s. 194), která modifikaci CAPM nedoporučuje realizovat a pro stanovení prémie tržního rizika považuje vhodné využití ratingového hodnocení země dle renomovaných ratingových agentur.

Mařík et al. (2018b, s. 272) k tématu stanovení nákladů vlastního kapitálu dále doporučuje pro potřeby zahrnutí specifických rizik podniku do výše uvedeného vzorce 22 dále přičíst dodatečné rizikové přirážky. Typicky rizikovou přirážku za malou společnost, přirážku za nejasnou budoucnost podniku, přirážku za sníženou obchodovatelnost vlastnických podílů či další přirážky specifických rizik dané společnosti. Téma rizikových přirážek dále Mařík et al. (2018a, s. 471) nazývá černou skříňkou, což pouze podtrhuje výše uvedené tvrzení Maříka a Maříkové (2020, s. 39) o tom, že právě diskontní míra a její obsah bývá nejčastějším předmětem sporů mezi znalci oceňování.

Náklady cizího kapitálu

Náklady na cizí kapitál je podle Dluhošové et al. (2021, s. 133) možné vyjádřit jako úroky či kupónové platby, které náleží věřitelům podniku. V případě, že podnik vykazuje různou

úvěrovou strukturu, lze náklady na cizí kapitál stanovit jakožto vážený průměr z úrokových sazeb, které jsou z těchto forem cizího kapitálu hrazeny. To je však možné uskutečnit pouze v případě dostupných interních informací. S tím souhlasí taktéž Vochozka a Mulač et al. (2012, s. 60), kteří doplňují, že úročený cizí kapitál se může skládat z více složek, které se liší svým charakterem, a tedy i cenou. Pro výpočet WACC je tedy nezbytné tyto zdroje agregovat a stanovit průměrnou úrokovou sazbu v podniku s pomocí zmiňovaného aritmetického průměru. Tito autoři rovněž upřesňují, že na náklady cizího kapitálu působí tzv. daňový štít a z toho důvodu do kalkulace WACC vstupují očištěny o daňovou sazbu. Naproti tomu Mařík et al. (2018b, s. 249) doporučuje pro stanovení nákladů cizího kapitálu využít součtu bezrizikové výnosové míry a rizikové přirážky, jenž je stanovena s pomocí ratingu konkrétního typu úročeného dluhu dle renomovaných ratingových agentur. Toto je však možné pouze v případě, že rating lze alespoň orientačně stanovit. Mařík et al. (2018b, s. 243) společně se Zimou (2016, s. 119) dále upozorňují, že pro potřeby stanovení diskontní míry v rámci ocenění podniku je nezbytné kalkulovat pouze s úročenými cizími zdroji, tedy zdroji takovými, u kterých je úroková míra explicitně stanovena. Zima (2016, s. 119) doplňuje, že v rámci nákladů cizího kapitálu je nejefektivnější využít průměr faktické úrokové míry, kterou podnik ze svých bankovních úvěrů hradí, pokud se tedy nejedná o tržně neobvyklé sazby. V případě dluhopisů je optimální převzít výnosnost těchto dluhopisů.

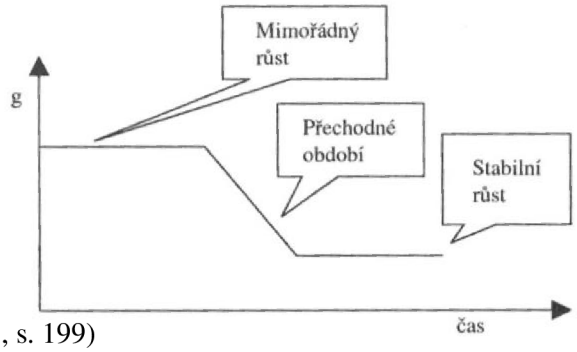
Technika propočtu hodnoty podniku s pomocí metody DCF

Technikou propočtu hodnoty podniku se podle Maříka et al. (2018b, s. 205) rozumí veškeré postupy, kterými jsou přetvořeny vstupní údaje o volných peněžních tocích v jednotlivých letech do podoby celkové hodnoty podniku. Za optimální techniku pro podniky, které dosahují rychlého růstu, a u kterých dojde ke stabilizaci za delší dobu, než je výhled finančního plánu doporučuje stejný autor na str. 235 využít tzv. třífázový model DCF. V rámci ocenění touto technikou je budoucí vývoj rozdělen na tři části:

1. Fáze rychlého růstu – pro toto období je využito konkrétního finančního plánu;
2. Fáze přechodná – v této fázi se dynamický růst zpomaluje a FCFF je kalkulováno pouze odhadem s pomocí ročního tempa růstu KPVH a stabilizující se rentability;
3. Fáze stability – pokračující hodnota je stanovena jakožto perpetuita, tedy nekonečná řada volných peněžních toků, které rostou stabilizovaným tempem. Vypočítána je nejčastěji s pomocí tzv. Gordonova či parametrického vzorce.

Logiku výše uvedené třífázové techniky je možné pozorovat na schématu, od Kislingerové (2001, s. 168), které je uvedeno na obrázku 4 níže. Neznámá veličina „g“, jenž je zastoupena vertikální osou na obrázku 4 vyjadřuje tempo růstu podniku.

Obrázek 4 Třífázová technika DCF



Zdroj: Kislingerová (2001, s. 199)

S výše uvedenými informacemi souhlasí Dluhošová et al. (2021, s. 199), která doplňuje, že při zjištění hodnoty firmy za danou fázi je nezbytné diskontovat každou fázovou hodnotu na současnou hodnotu platnou k datu ocenění.

Mařík et al. (2018b, s. 235) k třífázové technice uvádí konkrétní výpočtový vzorec, uvedený níže jakožto vzorec 23.

Vzorec 23 Třífázová technika DCF

$$H_b = \sum_{t=1}^{T1} \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \sum_{t=T1+1}^{T2} \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCFF_{T2+1}}{(1+i_k)^{T2} \times (i_k - g)} \qquad \textbf{(24)}$$

kde:

H_b	*je hodnota podniku brutto;*
FCFF	*je volný peněžní tok pro vlastníky i věřitele;*
i_k	*je diskontní míra;*
g	*je stabilní dlouhodobě udržitelné tempo růstu ve třetí fázi;*
T1	*je počet let rychlého růstu;*
T2	*je součet počtu let rychlého a zpomalujícího se růstu;*

Zdroj: Upraveno dle Mařika et al. (2018b, s. 235)

Určité neznámé uvedené ve vzorci 23 již jsou obsahem předchozích částí této práce, pro spolehlivou aplikaci modelu DCF je však žádoucí objasnit vhodnou volbu udržitelného tempa růstu ve třetí fázi, stejně tak délku období první a druhé fáze. K této problematice se opět široce vyjadřuje Mařík et al. (2018b, s. 210), který zde pojednává o doporučení délky první fáze. Ta může být zvolena dle délky období, pro něž jsou zpracovány detailní finanční plány ze strany managementu oceňovaného podniku, optimálně pak po období pěti až sedmi let. Stejný autor však v rámci běžné oceňovací praxe před přebíráním finančních plánů od managementu varuje. Mařík a Maříková (2020, s. 40) využití managementem zpracovaných finančních plánů však připouští za nutné podmínky, **pokud zpracovaná strategická a finanční analýza v rámci ocenění může verifikovat představy managementu obsažené ve finančním plánu,** čímž jsou tito autoři v souladu s tvrzením Zimy (2016, s. 106) i Rosenbauma a Pearla (2020, s. 121)

Pro dobu trvání druhé, stabilizační fáze opět Mařík et al. (2018b, s. 235) doporučuje zvolit takovou délku trvání, v průběhu které se bude míra investic stabilizovat na dlouhodobé úrovni odpovídající stabilizovanému růstu podniku v rámci třetí fáze. Tato úvaha je tvořena na základě předpokladu, že k první fázi vysokého růstu se pojí také vysoká míra investic do provozně nutného investovaného kapitálu. Právě v období zpomalení růstu se tento rozdíl bude snižovat, až tempo růstu společně s investičními výdaji dosáhne shodné, dlouhodobě udržitelné hodnoty. V tomto doporučení se shoduje taktéž s tvrzením Kislingerové (2001, s. 169) či Zimy (2016, s. 108).

Mařík et al. (2018b, s. 220) píše, že dlouhodobé tempo růstu podniku ve třetí fázi implicitně vychází z dokončené stabilizace proporcí mezi finančními veličinami podniku v rámci předchozí, přechodné fáze. Z toho vyplývá, že v rámci fáze stability rostou shodným tempem tržby, korigované zisky, FCFF, jakož roste provozně nutný investovaný kapitál. Tento autor doporučuje odhadnout očekávané tempo růstu na základě informací o relevantním trhu a podniku vycházející ze strategické a finanční analýzy. Kislingerová (2001, s. 203) zdůrazňuje důležitost udržitelného tempa růstu z důvodu jeho markantního vlivu na výsledek ocenění. Dle této autorky je možné tento parametr stanovit odvozením od historických dat, od vnitřních informací o fungování podniku či kvalifikovaným názorem analytika zpracovávajícího ocenění. Zima (2016, s. 166) s tvrzením předchozích autorů souhlasí a upozorňuje, že dlouhodobě udržitelné tempo růstu by mělo být odhadnuto v rozmezí mezi odhadem inflace a odhadem růstu hrubého domácího produktu.

Zjištění výsledné hodnoty podniku

V rámci oceňování s pomocí FCFF je podle tvrzení Maříka et al. (2018b, s. 236) výsledkem hodnota podniku brutto, tedy celková hodnota podniku pro vlastníky i věřitele, která zachycuje pouze hodnotu provozní část podniku. Pro získání hodnoty vlastního kapitálu, tedy hodnoty podniku netto je nutností realizovat finální kroky výpočtu. Tento finální postup je zobrazen v tabulce 3 níže, z které je možné pozorovat, že odečtením celkové hodnoty úročeného cizího kapitálu ke dni ocenění a následném přičtení provozně nenutných aktiv je získána výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku.

Tabulka 3 Výpočet hodnoty vlastního kapitálu podniku

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 (hodnota netto)

Zdroj: Mařík et al. (2018b, s. 237)

Právě výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku, uvedená v tabulce 3, je východiskem ke zjištění tržní ceny akcie společnosti pro IPO. To lze prokázat vztahem, který uvádí Kislingerová (2001, s. 242).

Vzorec 24 Tržní kapitalizace

$$Tržní\ kapitalizace = Tržní\ cena\ akcie \times Počet\ vydaných\ akcií \qquad \textbf{(25)}$$

Zdroj: Upraveno dle Kislingerové (2001, s. 242)

Prostou algebraickou úpravou výše uvedeného vzorce 24 je možné získat výchozí vzorec pro výpočet tržní ceny jedné akcie společnosti. Tržní kapitalizaci totiž podle Maříka et al. (2018b, s. 343) lze vnímat jakožto tržní hodnotu podniku netto (za předpokladu, že s akciemi není na kapitálovém trhu k datu ocenění obchodováno).

2.4.2 Metody založené na tržním srovnání

Základní podstatu oceňovacích metod založených na tržním či jiném srovnání je podle Dluhošové et al. (2021, s. 195) odvození hodnoty podniku z dostupných dat převzatých od srovnatelných společností. Nejčastěji se tyto metody využívají u společností, které jsou veřejně obchodovány. Mařík et al. (2018b, s. 345) předchozí autorku dále rozvádí, že je využito dat od podniků, které jsou již nějakým způsobem oceněny. Metody založené na tržním srovnání je dle stejného autora rovněž možné aplikovat v různých rovinách:

- metoda srovnatelných podniků, která bere data od podobných společností, jejichž akcie jsou obchodovány;
- metoda srovnání s podobnými podniky, jejichž hodnota byla stanovena v rámci IPO;
- metoda srovnatelných transakcí u podniků, které byly předmětem veřejné transakce a jejichž cena je známa;
- metoda odvětvových násobitelů, která se týká nekótovaných společností.

Zima (2016, s. 169) s výše uvedenými informacemi souhlasí a dodává, že se jedná o tzv. relativní oceňování, které doznává značné popularity u široké veřejnosti.

Mařík et al. (2018b, s. 347) rozvádí problematiku využitých násobitelů. Jejich základní členění je podle způsobu vyjádření tržní hodnoty akcie v násobiteli. Jedná se tak o varianty využívající buď tzv. Equity value (hodnotu vlastního kapitálu), nebo Enterprise value (hodnotu podniku jako celku, tedy v brutto vyjádření. Logika výpočtu konkrétního násobitele je poté vždy totožná s obecným postupem uvedeným ve vzorci 25 níže.

Vzorec 25 Oceňovací násobitel

$$Násobitel = \frac{Tržní\ cena}{Vztahová\ veličina} \qquad \textbf{(26)}$$

Zdroj: Mařík et al. (2018b, 347)

Rosenbaum a Pearl (2020, s. 95) v souladu s tvrzením předchozího autora uvádějí tři nejznámější násobitele, těmi jsou EV/EBITDA, EV/EBIT a EV/Tržby. Shodný výčet násobitelů uvádí také Kislingerová (2001, s. 242), která dále doplňuje násobitel P/E, jenž je tvořen podílem tržní ceny akcie a zisku na akcii, či alternativně tržní kapitalizací a čistým ziskem. Tato autorka upozorňuje, že možných násobitelů je celá řada, klíčovým prvkem však zůstává správné vymezení relevantních podniků o jejichž data je ocenění opřeno.

Mařík et al. (2018b, s. 349) upřesňuje konkrétní postup ocenění po výpočtu zvoleného násobitele.

Vzorec 26 Ocenění založené na tržním srovnání

$$Hodnota\ podniku = Vztahová\ veličina\ oceňovaného\ podniku\ \times Násobitel \qquad \textbf{(27)}$$

Zdroj: Mařík et al. (2018b, 349)

Stejný autor ovšem varuje, že v případě, kdy je vztahová veličina násobena násobitelem, v jehož čitateli je cena akcie, výsledkem je přímo hodnota akcie oceňovaného podniku. Pokud je však v čitateli násobitele kalkulováno s ukazatelem EV, výsledem je hodnota investovaného kapitálu oceňovaného podniku. V případě, že je cílem stanovit cenu akcie, tedy hodnotu vlastního kapitálu, je nezbytné od hodnoty investovaného kapitálu odečíst úročený cizí kapitál. Mařík et al. (2018b, s. 350) rovněž uvádí možnost využít vztahové veličiny za jiné než běžné období za předpokladu, že je k tomuto období převzatá také vztahová veličina oceňovaného podniku. Nelze tedy porovnávat například násobitel tvořený ziskem minulého roku a vztahovou veličinu oceňovaného podniku prognózovanou na příští rok.

Závěrem se na str. 364 stejný autor vyjadřuje, že metody založené na tržním srovnání je nutné do značné míry subjektivně upravovat z důvodu nedostatečně podobnosti mezi podniky. Z toho důvodu je u perspektivních podniků doporučeno řídit se výsledky některé z výnosových metod a pomocí tržního srovnání pouze výsledné hodnoty zasadit do širšího kontextu trhu. Toto tvrzení je plně v souladu s výše uvedeným doporučením Vochozky a Mulače et al. (2012, s. 165), kteří sdílí totožný názor ve funkci metod tržního porovnání jakožto kontrolního prvku pro zasazení do panujících tržních podmínek.

2.5 Metodika

Diplomová práce je tvořena čtyřmi klíčovými kapitolami – úvodem, teoreticko-metodologickou částí, praktickou částí a závěrem. V rámci první kapitoly je čtenářovi představeno téma práce a definován cíl, kterého má být dosaženo.

Ve druhé kapitole, nesoucí název teoreticko-metodolická část, je zpracována literární rešerše odborných literárních zdrojů s cílem vytvoření syntézy informací v problematice ocenění podniku a jeho dílčích částech – strategické a finanční analýze. Naplnění obsahu literární rešerše je dosaženo prostřednictvím aplikace komparativního a deskriptivního zpracování

informací sekundárních zdrojů, které se danou problematikou zabývají. Pro získání sekundárních zdrojů byla využita Krajská vědecká knihovna v Liberci, minoritní část byla zajištěna zakoupením v knižních obchodech. Nejvýznamnější teoretickou oporou byla díla Maříka et al. (2018a, 2018b). Součástí literární rešerše jsou rovněž dva zdroje staršího data vydání, kterými jsou tituly Oceňování podniku, Kislingerová (2001) a Strategická analýza, Sedláčková a Buchta (2006). Tyto zdroje byly využity z důvodu, že i v dnešní době poskytují plně relevantní a platné informace, a to ve velmi hlubokém detailu, do kterého další autoři ve svých dílech zřídkakdy zachází. Informace v těchto dvou dílech uvedené jsou tak považovány stále za platné, a to i z důvodu, že se v rámci zhotovené literární rešerše ve většině tvrzení shodují s autory literatury posledních let. Zároveň jsou daná tvrzení využita pro teze, které mají statický charakter a jsou dlouhodobě neměnné. Internetové zdroje jsou významně aplikovány zejména v praktické části práce a jejich získání bylo umožněno s pomocí internetových vyhledávačů. Kompletní seznam všech využitých zdrojů je uveden na konci této práce a nese název Literatura.

Ve třetí kapitole, praktické části diplomové práce, jsou zpracována sekundární i primární data za účelem sestavení strategické analýzy, finanční analýzy a následně ocenění podniku tak, aby bylo umožněno naplnit **cíl této práce, kterým je stanovení cenového rozpětí akcie společnosti HARDWARIO a.s., pro IPO na trhu START Burzy cenných papírů Praha.**

V rámci strategické analýzy byly využity metody vedoucí ke zjištění perspektivnosti vnějšího i vnitřního prostředí podniku, tedy PEST analýza, analýza charakteristik trhu, Porterův model pěti sil, analýza vnitřního potenciálu podniku a SWOT analýza. Pro sestavení analýzy vnitřního prostředí byla získána primární kvalitativní data prostřednictvím realizace strukturovaného rozhovoru s finančním ředitelem společnosti HARDWARIO a.s.. Transkript rozhovoru je uveden v příloze 2 této práce.

Po sestavení strategické analýzy byla pozornost věnována vyhodnocení finanční situace v podniku HARDWARIO, za účelem prokázání schopnosti dlouhodobé existence a vytváření hodnoty v souvislosti s výsledky strategické analýzy. Konkrétními aplikovanými metodami finanční analýzy byla analýza vybraných absolutních, rozdílových a poměrových ukazatelů.

V rámci samotného ocenění bylo zvoleno využití metody diskontovaných peněžních toků na úrovni brutto, jenž vychází z volných peněžních toků pro vlastníky i věřitele. Pro zasazení získaných výsledků do tržního kontextu bylo využito metody tržního porovnání. Realizace výše uvedeného metodického postupu byla následně sumarizována v závěrečné podkapitole praktické práce, která nese výrok o stanovení cenového rozpětí akcie a tomu prokazující důvody.

Závěrečná, čtvrtá kapitola diplomové práce je závěr, který je tvořen shrnutím klíčových zjištění a poznatků celé práce, čímž bylo umožněno práci uzavřít.

Finanční data využitá v procesu finanční analýzy a následného ocenění společnosti byla vnitropodniková data v podobě historických účetních výkazů za období let 2017–2021 a rovněž data z managementem sestaveného finančního plánu pro období let budoucích, tedy let 2022–2026, což je v souladu s doporučením vybrané odborné literatury. Využitý finanční plán nebere v potaz skutečnost zvýšení základního kapitálu v rámci IPO, jedná se tak o tzv. „pre–IPO“ finanční plán zachycující očekávaný vývoj společnosti nezávisle na dodatečném finančním kapitálu.

Zpracování textových a obrazových prvků této práce bylo realizováno prostřednictvím programu Microsoft Word. Pro zpracování numerických dat byl využit tabulkový kalkulátor Microsoft Excel. Jiných programů a aplikací, vyjma běžného internetového prohlížeče, pro zhotovení této práce využito nebylo.

3 Praktická část práce

Praktická část diplomové práce je zaměřena na komplexní proces ocenění s cílem stanovení cenového rozpětí akcie společnosti HARDWARIO a.s., pro IPO na trhu START Burzy cenných papírů Praha. V první podkapitole praktické části je vybraná společnost stručně představena, a je blíže objasněn důvod pro ocenění podniku. Následně je dle doporučení autorů odborné literatury zpracována strategická a finanční analýza za účelem prověření perspektivy podniku do budoucna. Poté je s využitím zvolených metod oceňování v závěru praktické části stanovena hodnota podniku a samotné cenové rozpětí akcie, které je doporučeno využít pro IPO na trhu START.

3.1 Představení společnosti HARDWARIO a.s.

Společnost HARDWARIO a.s., která je předmětem zkoumání této práce, byla podle webových stránek justice.cz (2023b) založena 16. dubna 2016. Podle stejného zdroje je jejím sídlem město Liberec a statutární orgán je tvořen správní radou čítající tři členy. Základní kapitál společnosti ke dni odevzdání této práce činí celkem 14 349 000 Kč složených ze stejného počtu akcií o jmenovité hodnotě 1 Kč/ks. Základní faktické údaje, které jsou obsahem obchodního rejstříku této společnosti uvádí tabulka 4 níže.

Tabulka 4 Profil společnosti HARDWARIO

Název společnosti	HARDWARIO a.s.
Spisová značka	B 2864 vedená u Krajského soudu v Ústí nad Labem
Datum vzniku	16. dubna 2016
Sídlo	U Jezu 525/4, Liberec IV-Perštýn, 460 01 Liberec
Identifikační číslo	04998511
Právní forma	Akciová společnost
Základní kapitál	14 349 000 Kč
Správní rada	Předseda správní rady: Alan Fabik, Členové správní rady: Lukáš Fabik, Pavel Hübner.

Zdroj: Vlastní zpracování dle justice.cz (2023b)

Jak je uvedeno v tabulce 4, a rovněž na vlastních webových stránkách společnosti v sekci O nás, HARDWARIO (2023b), společnost byla založena v roce 2016 současnými členy správní rady Alanem Fabikem a Pavlem Hübnerem. HARDWARIO je technologická společnost se sídlem v Liberci, působící v oblasti tzv. internetu věcí (IoT). Jako svoji misi na svém webu HARDWARIO (2023a) uvádí: *„Transformujeme dnešek na digitální zítřek“*. A to, dle stejného zdroje, s ambicí dosáhnout významných úspor energií a výrazného zlepšení podmínek života na zemi. Rovněž je možné konstatovat, že HARDWARIO dodává své výrobky mezinárodně, a to zejména prostřednictvím svých obchodních zastoupení ve Velké Británii, Spojených státech amerických, Polsku a budováním široké partnerské sítě v dalších regionech.

Na základě informací uvedených na webových stránkách společnosti HARDWARIO (2023a), a taktéž v Unijním prospektu HARDWARIO a.s. (2022, s. 37), je společnost pro účely klasifikace ekonomických činností CZ-NACE dle ČSÚ (2023) zařazena do oboru CZ-NACE 26, Výroba počítačů, elektronických a optických přístrojů a zařízení.

HARDWARIO v období mezi schválením zadání této práce a jejím odevzdáním dle webu PSE (2023) již na trh START BCPP vstoupilo, a to úspěšným zakončením veřejné nabídky svých akcií dne 18. října 2022.

Důvod pro ocenění podniku

Důvod pro ocenění podniku je definován v rámci stanoveného cíle této práce, kterým je stanovení cenového rozpětí akcie společnosti HARDWARIO a.s., pro IPO na trhu START Burzy cenných papírů Praha. V souladu s informacemi, jež jsou uvedeny v podkapitolách 2.1.1 a 2.1.2 této práce, je v následujících částech stanoveno tzv. tržní ocenění pro potřeby vstupu na burzovní trh formou emise nových akcií, a to s platností ocenění k datu posledních vyhotovených a auditovaných účetních výkazů společnosti, tedy k 31. 12. 2021.

3.2 Strategická analýza

Cílem strategické analýzy v souladu s oporou odborných autorů uvedených v kapitole 2.2. této práce je zjištění celkového výnosového potenciálu podniku, který vyplývá z přímé závislosti na vnitřních a vnějších strategických faktorech. V rámci této podkapitoly je vyhotovena analýza vnějšího potenciálu, jejíž součástí je PEST analýza, analýza charakteristik trhu a Porterův model pěti sil. Následně je ověřen vnitřní potenciál podniku a klíčová zjištění z jednotlivých analýz jsou následně sjednoceny s využitím metody SWOT analýzy.

3.2.1 PEST analýza

PEST analýza blíže uvádí hlavní faktory, působící směrem od vnějšího okolí oceňovaného podniku. Tyto faktory udávají významný rámec, který dosahování podnikatelských cílů společnosti podporuje či naopak. V souladu s doporučením odborné literatury není pokryto vyčerpávající spektrum všech vlivů, nýbrž jsou objasněny pouze vlivy svým působením významné.

Politické faktory

Politické faktory jsou vždy značně ovlivňovány aktuální politickou reprezentací. Budoucí vývoj a změny v politickém prostředí lze nejlépe určit na základě informací uvedených v programovém prohlášení vlády České republiky (2022). Z tohoto dokumentu lze jasně pozorovat ambice, kterých chce stávající vládní kabinet během svého působení dosáhnout. Společnost HARDWARIO ve svém Unijním prospektu, HARDWARIO a.s. (2022, s. 25–26), uvádí dvanáct klíčových segmentů, které jí přinášejí největší obchodní potenciál. Mezi tyto tržní segmenty, kde se chce s prostřednictvím svých IoT řešení prosadit se řadí: průmyslová výroba, monitoring budov, maloobchodní prodej, zemědělství, lesnictví, potravinářství, monitoring venkovního prostředí, služby, stavebnictví, pulty centrální ochrany, zdravotnictví a vzdělávání. V souladu s programovým prohlášením vlády ČR (2022) je možné tyto segmenty označit za atraktivní rovněž z pohledu politické podpory. Vláda ČR se ve svém prohlášení zaměřuje celkem na osmnáct oblastí, jejichž stav chce svými aktivitami zlepšit. Oblasti politického zájmu a rozvoje jsou ve většině případů v průniku s klíčovými segmenty zkoumané společnosti a obecně lze vyčíst jednoznačně pozitivní vlivy působení politických faktorů na její obchodní segmenty.

Obecným výňatkem z programového prohlášení vlády ČR (2022) lze uvést například podporu rozvoje digitálních a nových technologií, nejen prostřednictvím podpory vzdělávání, zavádění inovací a přechodem k digitální ekonomice. Ambicí je taktéž přímá podpora rozvoje chytrých sítí, opět s využitím procesů digitalizace. Podpora proexportní politiky, která je pro HARDWARIO významným faktorem v nadnárodní úspěšnosti je rovněž v daném dokumentu

detailně rozvedena. Současná vláda se jasně vyjadřuje, že bude podporovat rozvoj konektivity, což opět otevírá mnohé příležitosti pro společnost, která tak bude schopna na lokálním trhu aplikovat a využívat přínosů nejnovějších technologií.

V programovém prohlášení vlády ČR (2022) nejsou zjištěny jakékoliv negativní faktory a vlivy, které by měly snižovat potenciál, způsobovat externí rizika a přinášet hrozby snižující perspektivitu podnikání zkoumané společnosti. Aktuální nastavení vládní politiky a její předpokládaný budoucí vývoj je tak možné označit za ryze pozitivní.

Obdobná situace panuje při nahlédnutí na mezinárodní úroveň, dle strategického rámce Evropské unie, EU (2019, s. 4) lze pozorovat významnou podporu jednotného evropského trhu a proexportní politiky, což dále příznivě ovlivňuje svobodné podnikání napříč celou Evropskou unií. Strategický rámec rovněž explicitně prezentuje významné ambice spočívající v prosazování digitálních řešení a digitální transformace průmyslu na celoevropské úrovni. Faktory evropského nadnárodního celku tak pozitivně podporují dosahování stanovené mise i dílčích aktivit společnosti HARDWARIO.

Samostatnou otázku pak přináší vlivy probíhajícího válečného konfliktu na Ukrajině, který může mít v důsledku přijatých sankcí vůči ruskému režimu vliv na dostupnost komodit, které jsou využívány napříč dodavatelskými řetězci. Dle Wegnera (2022), může mít konflikt v rámci IoT negativní vliv na dostupnost vzácných kovů, což potenciálně může narušit od začátku pandemie COVID-19 napjaté dodávky výrobců elektronických komponent. Podle stejného autora však vlivy válečného konfliktu mají největší vliv na prohlubování nejistoty v obchodním prostředí. Konkrétní potenciální dopady válečného konfliktu jsou širokým tématem, který v rámci této práce nemůže být detailně prozkoumán, nicméně jeho působení lze pro aktivity společnosti HARDWARIO označit za negativní. I přesto je však možné očekávat, že situace na východě Evropy se dříve či později stabilizuje určitým druhem kompromisu či konsenzu a politické aktivity moderního ekonomického světa se vrátí do normálu posledních let rovněž v této oblasti.

Ekonomické faktory

Zjištění působení vlivu ekonomických faktorů je založeno na zkoumání vybraných makroekonomických ukazatelů a jejich budoucí predikce dle dat Ministerstva financí ČR (2022). Souhrnná tabulka obsahující vybrané ukazatele je uvedena jako příloha 2 této práce. Konkrétní oblasti, které jsou předmětem zkoumání pro zjištění vlivu na aktivity HARDWARIO jsou následující: HDP, inflace, trh práce, úrokové sazby a měnový kurz.

Z přílohy 2 je možné pozorovat, že mezi lety 2017 až 2021 reálné HDP České republiky dosahovalo průběžného meziročního nárůstu. Největšího meziročního přírůstku bylo dosaženo mezi roky 2020 a 2021, nicméně tato skutečnost byla do značné míry ovlivněna působením pandemické situace COVID-19 v roce 2020, která způsobila propad reálné výkonnosti ekonomiky v tomto období. Za sledované období šesti let došlo k průměrnému meziročnímu přírůstku o více než 50 miliard Kč až na výslednou hodnotu roku 2021 ve výši 5190 miliard Kč ve stálých cenách roku 2015. Nastolený růstový trend má dle predikcí Ministerstva financí ČR (2022) pokračovat rovněž v následujících letech bez předpokladů významnější recese. Mezi lety 2022 a 2025 je tak očekáván přírůstek reálného HDP o dalších více než 400 miliard Kč. Historicky byl růst reálného HDP nejvíce tažen složkou tvorby hrubého fixního kapitálu, což značí apetit investovat. Predikce tvorby fixního kapitálu však vyjadřuje zpomalení ba dokonce zastavení investic, což vyjadřuje negativní faktor, jelikož investice do tzv. průmyslového IoT mohou být odloženy. Stěžejní oblastí predikovaného růstu HDP tak zůstává spotřeba domácností (2,42 mld. Kč v r. 2021 s výhledem 2,58 mld. Kč v r. 2025), podpořená očekávaným mírným růstem vládních výdajů (1,03 mld. Kč v r. 2021 na 1,09 mld. Kč v r. 2025) a taktéž pozitivním rozvojem čistého exportu (98 mld. Kč v r. 2021 na 1,67 mld. Kč v r. 2025).

Je možné uvažovat, že díky široké škále cílových segmentů, na které se HARDWARIO zaměřuje, bude společnost schopna i v případě nenadálé recese nalézt takový segment, ve kterém bude dostatečný počet bonitních zákazníků a poklesem ekonomické výkonnosti by tak neměla být zásadním způsobem ohrožena. Taktéž je možné předpokládat, že i přes předpoklad zpomalení tvorby hrubého fixního kapitálu, investice do digitalizace budou i nadále realizovány, jelikož právě tyto řešení vedou ke zvýšení efektivity, což je v období náročné ekonomické situace vítáno.

Po několika klidných letech se inflace, podle dat uvedených v příloze 2 této práce, svojí výší dostává několikanásobně nad inflační cíl ČNB. Inflační cíl je dlouhodobě stanoven na hodnotě 2 % a predikce pro rok 2022 udává až 15% průměrnou meziroční míru inflace spotřebitelských cen. Takovýto nárůst je po období let 2017–2021, ve kterých inflace nepřekročila 3,8 % negativně působící skutečností na všechny ekonomické subjekty. Dopady zvýšené inflace se budou projevovat zejména v omezení spotřeby domácností, které dle predikce mají v nejbližších dvou letech stagnovat. Pokles míry inflace na relativně akceptovatelnou míru 3,5 % je očekáván až v roce 2024, což značí, že také rok 2023 bude v tomto ohledu náročný. Přímý vliv inflace na aktivity společnosti HARDWARIO tak budou záviset zejména na jeho schopnosti přenášet růst nákladů na své zákazníky, jeho konkurenční výhodě a celkovém vnitřním potenciálu.

Míra nezaměstnanosti se v národní ekonomice od roku 2017 drží stále pod 3 %. Hodnoty pod touto úrovní jsou predikovány rovněž do budoucna, s výjimkou roku 2023, kdy je očekáváno zvýšení na 3,1 %. Míra nezaměstnanosti na těchto úrovních značí nedostatek pracovníků, s kterými se podniky musejí potýkat. Dlouhodobě je v České republice prezentován zejména nedostatek expertů v oblasti IT, což vede ke zvyšování nároků na mzdové ohodnocení a zvýšenou náročnost procesu jejich získání. Ve výsledku tak nízká nezaměstnanost může na aktivity zkoumané společnosti HARDWARIO působit negativně. Situace obtížného získávání, rozvoje a udržení kvalitních lidských zdrojů však může být vyvážena silným vnitřním potenciálem a vybudovanou image atraktivního zaměstnavatele.

Ačkoliv je z přílohy 2 patrné, že Ministerstvo financí ČR nezveřejňuje predikci vývoje základní úrokové sazby (dvoutýdenní repo sazba ČNB), v minulosti byla sazba průběžně zvyšována z 0,5 % na 2 % v roce 2019. Následně došlo v rámci podpory ekonomiky při pandemické situaci ke snížení na 0,25 %, nicméně hned následující rok byly patrné jasné proinflační tlaky a z toho důvodu se ČNB uchýlila k opětovnému zvýšení na 3,75 % ke konci roku 2021. Podle ČNB (2023a) byla dvoutýdenní repo sazba ke konci roku 2022 ve výši 7 %. Její další zvyšování, resp. snižování je tak otázkou zejména budoucího vývoje inflace. Zvyšování úrokových sazeb může mít negativní dopad na HARDWARIO v případě, že má uzavřeny úvěrové smlouvy z období nízkých sazeb a výši úroku nemá fixovanou. V takovém případě by vznikaly dodatečné náklady na obsluhu dluhu, které by mohly narušit cash-flow. Úvěrům zkoumané společnosti však bude věnována pozornost v následujících částech této práce.

Vývoj měnového kurzu České koruny byl před rokem 2017 značně ovlivněn intervencemi ze strany ČNB. Od uvolnění kurzového režimu došlo mezi roky 2017 a 2018 k posílení koruny vůči euru i vůči dolaru. Z přílohy 2 je možné dále pozorovat, že až do roku 2020 nedocházelo k významné volatilitě vůči oběma zmiňovaným měnám. Rok 2020 byl ve znamení oslabení koruny o 3 % vůči euru a 1 % vůči dolaru. V roce 2021 bylo v souvislosti s rostoucím úrokovým diferenciálem opět dosaženo posílení koruny, které je vůči euru predikováno rovněž do budoucích let. Vůči dolaru jsou budoucí predikce ministerstva financí poněkud skeptičtější, kdy je až do konce roku 2023 predikováno oslabování koruny. Vzhledem ke značné závislosti národní ekonomiky na euru jsou však vyplývající měnová rizika působící na aktivity zkoumané společnosti vztaženy spíše k této měně. Konkrétní vlivy v tomto ohledu nelze predikovat, jelikož bude záležet na finančním řízení zkoumané společnosti, a jeho schopnosti přijmout

vhodné měnové zajištění s pomocí nástrojů finančního trhu. Obecně však lze konstatovat, že v krátkém období představuje největší riziko na aktivity HARDWARIO zejména zvýšená krátkodobá volatilita měnových kurzů, vůči kterým je obtížné realizovat zajištění, nelze nastavit nové ceníky pro vlastní výrobky, a může tak docházet k určitým finančním ztrátám.

Sociální faktory

Oblast sociálních faktorů vnějšího prostředí podniku je oblastí, jejíž dopady lze jen obtížně predikovat a přijatými vnitropodnikovými opatřeními ovlivňovat. To zejména z důvodu, že jsou velkou mírou ovlivněny populačním vývojem, změnami životní úrovně obyvatelstva, spotřebitelskými preferencemi a souborem celospolečenských nálad. Aktuální nastavení české společnosti se na základě zjištěného vývoje makroekonomických faktorů v předchozích odstavcích této práce ubírá nejen v důsledku zvýšené inflace k tendencím realizace úsporných opatření. Tendence lidí i podniků k úsporám však působí na aktivity HARDWARIO spíše pozitivně, jelikož prostřednictvím digitalizace napříč svými klíčovými segmenty zkoumaný podnik napomáhá ke zvyšování efektivity. Tedy k možnosti snižovat náklady a generovat požadované úspory na straně koncových zákazníků. Taktéž je možné předpokládat, že rozvoj české i evropské společnosti, a stále významnější ekologické smýšlení obyvatelstva, dále povede k akceleraci aplikace digitalizačních řešení do praxe, z čehož opět HARDWARIO benefituje.

Negativní vliv přináší demografické trendy posledních let a nepředpokládané změny ve vývoji v letech budoucích. Negativními vlivy se dle statistik ČSÚ (2022a) rozumí stárnutí české populace a růst počtu obyvatel věkové skupiny 65 let a starších. Negativní působení tohoto trendu je v první řadě na budoucí makroekonomickou stránku vnějších faktorů. Prohlubování problémů spojených s demografickým vývojem je možné dále předpokládat zejména v případě, že se v dohledné době nepodaří prosadit např. dlouho očekávanou důchodovou reformu, či zvýšenou podporu natality ze strany státního aparátu.

Vzhledem k zaměření společnosti HARDWARIO je nutné brát v potaz rovněž otázku vzdělání. Průmyslový segment IoT je možné označit na náročný s ohledem na kvalifikovanou pracovní sílu. Zvýšené požadavky jsou kladeny na získání, rozvoj a udržení vzdělaných zaměstnanců v oboru IT a moderních technologií. Z výsledků posledního sčítání lidu dle ČSÚ (2022c) však vyplývá pozitivní vývoj ve struktuře vzdělanosti obyvatelstva. Mezi lety 2011 a 2021 se zastoupení obyvatel s dosaženým vysokoškolským vzděláním zvýšilo o 5,1 %, na celkem 17,6 %. Absolventů maturitních oborů je v České populaci celkem 32,5 % a v tomto ohledu došlo za deset let také k mírnému zvýšení. Obecně lze z uvedených dat pozorovat pozitivní nárůst vzdělanosti obyvatelstva. Získání potřebných zaměstnanců tak bude záviset zejména na nastavené personální politice organizace. V kontextu kvalifikovaných zaměstnanců je však třeba vnímat zvýšené nároky na mzdové ohodnocení, které je v tzv. high-tech sektoru dle ČSÚ (2022b) přítomno, což může mít u společnosti HARDWARIO určitý vliv na přijímání a udržení kvalifikovaných zaměstnanců v případě, že by se marže výrobků a přidaná hodnota s postupem času snižovala a podnik by si nemohl dovolit poskytovat adekvátní mzdové ohodnocení.

Technologické faktory

Každá moderní organizace, tím spíše ta, která působí v technologickém oboru, jakým IoT zajisté je, musí své místo na trhu obhájit neustálým přinášením nových inovací, objevů a využíváním těch nejmodernějších technologií. Dle informací uvedených v Unijním prospektu HARDWARIO a.s. (2022, s. 41), společnost prosazuje maximálně flexibilní řízení vývojového procesu založené na agilních metodách, což jí umožňuje schopnost rychlé adaptace na nově vyvinuté technologie. Podnik si je jist nadčasovostí svých vyvinutých produktů, které může operativně adaptovat na nově přicházející technologické trendy.

Dle webových stránek Microsoft (2023) byl v posledních letech významným technologickým faktorem v oboru IoT vývoj dedikovaných sítí a komunikačních protokolů, které se svým zaměřením odlišují od běžně využívaných druhů internetové datové konektivity. Rozvojový faktor a další inovace IoT sítí lze očekávat rovněž do budoucna, např. s využitím satelitních IoT technologií, o kterých informují Centearo et al. (2021, s. 1). Za velmi významné je možné uvést také odbornými vědeckými zdroji dosud nepodložené informace, o kterých informuje web HW Server (2018). Podle tohoto zdroje dojde k vypnutí zastaralých sítí operujících s technologií GPRS přibližně v roce 2028, což bude ve výsledku znamenat nutnost výměny milionů zařízení, které komunikaci přes tuto zastaralou síť i v dnešní době využívají. Za povšimnutí stojí skutečnost, že některé vyspělé ekonomiky již k odklonu od tradičních GPRS datových sítí přistoupily a jejich technologické vypnutí mají pevně zakotvené ve svých infrastrukturních strategiích, SECTRON (2023).Wegner (2022) v rámci technologických faktorů zmiňuje výrazný rozvoj umělé inteligence, který přináší a bude přinášet dříve neznámé příležitosti ve zjednodušení zpracování dat. Od umělé inteligence je možné očekávat přínos také v úspěšnějších predikcích budoucího vývoje sledování jevů, na které se mohou projekty zkoumané společnosti zaměřovat.

Unijní prospekt HARDWARIO a.s. (2022, s. 18) uvádí, že společnost se ve svém portfoliu zaměřuje na vývoj a výrobu tří klíčových hardwarových produktů, kterým věnuje maximální pozornost. Takto úzké produktové portfolio umožňuje držet krok s nově příchozími technologickými trendy tak, aby nedocházelo k morálnímu zastarávání využitých IoT řešení a personál organizace byl schopen každému z nich věnovat dostatečnou péči. Od technologických faktorů lze do budoucna očekávat, že budou přinášet nové příležitosti k rozvoji. V případě, že bude společnost schopna zachovat krok s novými trendy, je možné konstatovat, že se jí otevře další široké pole působnosti a významný obchodní prostor.

3.2.2 Analýza charakteristik trhu

V oddíle analýzy charakteristik trhu je pozornost věnována objasnění takových faktorů, které pomohou k možnosti posoudit atraktivitu a perspektivitu trhu internetu věcí do budoucna. Trh IoT je oblastí, které se dostává pozornosti až v posledních několika letech. Z toho důvodu je důležité definovat stávající velikost trhu a jeho očekávaný vývoj v čase. S přihlédnutím ke skutečnostem zjištěným v rámci PEST analýzy v předchozím oddíle této práce je možné usoudit, že trh IoT se bude i v následujících letech významně rozšiřovat, což potvrzují rovněž získaná sekundární data.

Jay (2023) uvádí, že v roce 2020 bylo na světě připojeno téměř 9 miliard aktivních IoT zařízení a celkový počet se má do roku 2030 takřka ztrojnásobit až na více než 25 miliard aktivních zařízení. Celkové tržby IoT segmentu v témže roce tvořily přes 380 miliard dolarů s očekáváním růstu v dalších deseti letech na hodnoty přesahující 1 bilion dolarů. CAGR je podle stejného zdroje predikován do roku 2027 na úrovni 24,9 %, což je možné považovat za velmi vysokou hodnotu. Data od Vailsheryho (2022) však ukazují střízlivější odhady stávající velikosti trhu i jeho budoucího rozvoje. Dle tohoto autora trh IoT generoval v roce 2020 přes 181 miliard dolarů a do roku 2030 je predikováno dosažení přibližně 621 miliard dolarů. Třetí zdroj, Chui et al. (2021), který data poskytuje v zastoupení renomované poradenské společnosti McKinsey & Company, odhaduje potenciál velikosti trhu IoT do roku 2030 dokonce v rozmezí od 5,5 do 12,6 bilionu dolarů. Přičemž většina by měla pocházet z aplikací v rámci B2B segmentu. Za nejvíce atraktivní sektor je řazen průmysl a výroba, kterým aplikace IoT řešení dopomůže ve zvyšování efektivity a rentability každodenních procesů. Očekávané CAGR má dle stejného autora do roku 2030 dosahovat hodnot mezi 20–30 %. Největší regionální potenciál v budoucích letech je podle Chuie et al. (2021) v EU a USA, ve kterých se má v roce 2025 vytvářet 57 % tržeb IoT trhu. Asie a zejména Čína

má mít tržní podíl 26 % a 17 % je predikováno na rozvojové trhy. Regionální zastoupení obdobně očekávají taktéž data uvedená na webu The European Large-Scale Pilots Programme (2019), který tvrdí, že v roce 2023 budou evropské trhy zastupovat celkem 25 % celkového obratu z IoT segmentu. Lídrem je dle tohoto zdroje Asie s 35 % a následně Severní Amerika s 27 % tržního podílu. Za posledních uplynulých 5 let byla právě Evropa nejrychleji se rozvíjejícím regionem pro IoT technologie. Z těchto informací je tak jasně patrné, že globální IoT trh je vysoce růstovým prostředím, kterému je přiřazován velmi významný potenciál v nadcházejících letech. Prostor pro rozšíření a růst zkoumaného podniku tak lze označit za značný.

Konkrétní data zabývající se stavem IoT trhu v České republice nebyla zjištěna. Jediným východiskem tak může být prověření vývoje ekonomického odvětví CZ-NACE 26. Data daného odvětví dle MPO (2023) jsou uvedena v tabulce 5 níže.

Tabulka 5 Vybrané údaje odvětví CZ-NACE 26

Odvětví CZ-NACE 26 **předběžné údaje*	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021***
Počet podniků *(abs.)*	3 220	3 245	3 203	3 256	3 238	3 219
Celkové tržby *(abs. mil. Kč)*	314 480	339 050	372 473	368 429	345 171	318 726
Celkové tržby *(růst, p.a.)*	n.a.	7,81 %	9,86 %	-1,09 %	-6,31 %	-7,66 %
Přidaná hodnota *(abs. mil. Kč)*	36 481	40 139	44 769	39 891	40 350	38 641
Prům. počet zaměstnanců *(abs.)*	42 834	46 040	45 400	39 724	38 958	39 135
Přidaná hodnota na zaměstnance *(abs. tis. Kč)*	851	871	986	1 004	1 035	987
EBIT/Tržby	1,89 %	1,78 %	2,89 %	3,25 %	2,02 %	n.a.
ROE	7,38 %	5,23 %	10,48 %	11,41 %	5,97 %	n.a.

Zdroj: Vlastní zpracování dle MPO (2023)

V tabulce 5 lze pozorovat poměrně stabilní vývoj počtu podniků ve sledovaném odvětví. Maxima registrovaných ekonomických subjektů k činnosti výroba počítačů, elektronických a optických přístrojů a zařízení bylo dosaženo v roce 2019 s celkovým počtem 3256. V posledních dvou letech došlo k mírnému snížení počtu aktivních podniků, což může být způsobeno náročnou podnikatelskou situací vzniklou působením pandemie COVID-19.

Celkové tržby v odvětví byly na nejvyšších hodnotách v roce 2018 s více než 370 miliardami Kč. Zejména v posledních dvou letech poté docházelo k významnému meziročnímu propadu na úrovni -6,31 % v roce 2020, resp. -7,66 % dle předběžných údajů roku 2021. Rovněž v této souvislosti lze za hlavní příčinu označit dopady pandemického stavu a omezení v dodavatelských řetězcích elektronických komponent. Tyto skutečnosti se taktéž promítly do výkonnosti národní ekonomiky jako celku, což bylo prokázáno v předchozím oddíle této práce.

Přidaná hodnota oboru však v roce 2020 i přes meziroční pokles tržeb vzrostla, což je možné přisoudit vlivu nuceně přijatých úsporných opatření. Pozorování vývoje počtu zaměstnanců ukazuje na průběžné snižování pracovníků v odvětví, a to již od roku 2017. Nejvýznamnější propad byl zaznamenán mezi lety 2018 a 2019, a to o více než 5,5 tis. zaměstnanců. Snižování počtu zaměstnanců však v souvislosti s podílem vytvořené přidané hodnoty na jednoho zaměstnance ukazuje na schopnost podniků zvyšovat svoji efektivitu a optimalizovat interní procesy, kdy jeden zaměstnanec vytvořil nejvyšší přidanou hodnotu ze sledovaných období v roce 2020, a to více než 1 milion Kč.

Ukazatel EBIT/Tržby, tedy marže ze zisku před úroky a zdaněním ukazuje na velmi omezenou schopnost daného odvětví generovat zisky. V průběhu let se tento ukazatel pohyboval na úrovni

v okolí 2 % s maximem 3,25 % v roce 2019. Příčiny této ziskovosti mohou být způsobeny např. investiční a kapitálovou náročností technologického sektoru a s tím spojenými odpisy, případně náročností kvalifikovaných zaměstnanců na mzdové ohodnocení. Rentabilita vlastního kapitálu se poté ve všech letech pohybovala nad bezrizikovou výnosovou mírou v podobě státních dluhopisů České republiky se splatností 10 let dle ČNB (2023b). Ze zjištěných údajů tak vyplývá, že i přes značnou náročnost odvětví, podniky v souhrnu dokázaly svým vlastníkům přinést zisk.

Souhrnně lze konstatovat, že s výhledem do budoucna v sobě zkoumané odvětví a trh IoT skrývá neuvěřitelně vysoký potenciál. Dle predikcí externích analytiků do konce současné dekády dojde k výraznému růstu a adopci IoT řešení koncovými zákazníky. Nicméně oborová data českého odvětví CZ-NACE 26 naznačují, že vysoký potenciál má temnou stránku v podobě značné náročnosti prosadit se v konkurenčním boji a dosahovat vysokých zisků. Schopnost využít predikovaného růstového výhledu tak bude záležet zejména na vnitřním potenciálu podniku a jeho schopnosti přinášet zákazníkům požadované inovativní produkty.

3.2.3 Porterův model pěti sil

V následujících odstavcích, které se zaměřují na Porterův model pěti sil jsou zjišťovány takové faktory vnějšího okolí zkoumaného podniku, které mají na jeho aktivity přímý vliv. To pro účely identifikace konkurenční pozice na trhu a možných příležitostí či plynoucích hrozeb.

Zákazníci

Na základě informací uvedených v Unijním prospektu HARDWARIO a.s. (2022, s. 32), je možné označit zaměření společnosti na obchodní model B2B s částečným využíváním B2C kanálu v podobě vlastního e-shopu. Právě partnerská síť a rostoucí počet obchodních partnerů tvoří stěžejní prvek finančního plánu a predikce hospodaření budoucích let. HARDWARIO mělo v roce 2022 navázanou spolupráci s celkem 37 obchodními subjekty, jejichž obchodní potenciál v průměru dosahuje 100 tis. EUR ročně. V blízké budoucnosti společnost očekává rozšíření své partnerské sítě až na více než 50 subjektů, jejichž obchodní potenciál bude minimálně již uvedených 100 tis. EUR za rok a více. HARDWARIO má ve skutečnosti svoji obchodní síť diverzifikovanou šířeji, nicméně u zbývajících partnerů není možné predikovat potenciál jejich přínosu a z konzervativního důvodu s nimi není v rámci plánu kalkulováno.

V Unijním prospektu HARDWARIO a.s. (2022, s. 17) je rovněž uvedeno, že obchodními partnery lze rozumět samostatné podnikatelské subjekty, které jsou na dodávkách inovativních produktů HARDWARIO do vysoké míry závislé. Jsou to právě obchodní partneři, kteří využívají výrobky společnosti a aplikují je do konkrétních IoT řešení koncovým zákazníkům. Vyjednávací sílu odběratelů tak lze označit za nízkou, jelikož je vysokou mírou eliminována technologicky vyspělými produkty, které HARDWARIO nabízí. Vyjednávací síla B2C klientely je poté zcela zanedbatelná, jelikož společnost se na tento segment přímo zaměřuje pouze okrajově a rizika z B2C klientely plynoucí postupuje na své obchodní partnery, jejichž životaschopnost je závislá právě na dodávkách výrobků zkoumané společnosti. Nákladnou péči o B2C klientelu poté HARDWARIO nahrazuje volně dostupnou a neustále se rozšiřující produktovou dokumentací, na jejíž tvorbě se B2C segment sám dobrovolně podílí.

Dodavatelé

Řízení nákupních aktivit a dodavatelských vztahů je pro HARDWARIO činností, jenž má na úspěšnost výsledků podnikání významný vliv. Nicméně i v této oblasti má společnost nastaveny procesy vedoucí k eliminaci rizik ze strany dodavatelského řetězce. Dle informací z Unijního prospektu HARDWARIO a.s. (2022, s. 20) jsou veškeré nákupní činnosti realizovány vlastními silami. S využitím dlouhodobých zkušeností je společnost schopna

zajistit komponenty pro výrobu přímo od asijských výrobců, a to i přes obecné nedostatky, které na trhu elektronických komponent od začátku pandemie COVID-19 panují. Možné riziko plynoucí z využívání výrobců z Asie, či případnou závislost na úzkém portfoliu dodavatelů však společnost ve svém Unijním prospektu považuje za nemateriální, jelikož své dodavatele má diverzifikované a nákupní činnost dostatečně flexibilní. Ve stejném zdroji na str. 39 společnost uvádí, že v roce 2022 aktivně využila služby 320 dodavatelských subjektů z nichž 8 považuje za klíčové z důvodu, že jejich produkty nelze v důsledku jejich duševního vlastnictví vhodně substituovat.

I přes silnou diverzifikaci však společnost svými procesy nemůže rizika dodavatelského řetězce zcela eliminovat, a to zejména pokud dojde k nedostatkům na trhu komodit, způsobenou sankcemi vůči Rusku. Za určité dílčí riziko pak lze považovat stále působící riziko pandemie COVID-19 v asijských zemích. Tato rizika je však možné považovat téměř za systematická, jelikož se s nimi potýkají podnikatelské subjekty napříč globální ekonomikou a jejich eliminace není zcela možná a jejich působení tak musí být akceptováno.

Substituční výrobky

Výrobků, které mohou být částečně označovány za substituty je na trhu celá řada. Konkurenti podniku jsou blíže popsáni v odstavcích níže. V rozhodovacím procesu zákazníka však hraje roli nejen kvalita samotného výrobku, ale zejména složitost implementace IoT řešení do jeho stávajících informačních systémů, snadnost zpracování přenášených dat či v neposlední řadě dostupnost signálu přenosových sítí. Na webových stránkách společnosti, HARDWARIO (2023a) je uvedeno, že vlajkový produkt IoT Gateway CHESTER je nejlépe konfigurovatelná průmyslová IoT brána využívající široké škály IoT aplikací. Společnost využívá jeden produkt, se kterým dokáže oslovit požadavky zákazníků napříč všemi dvanácti klíčovými segmenty[2], na než se zaměřuje. Pro komunikaci a datový přenos je využíváno hned několika komunikačních technologií a zákazník tak nemusí být závislý na dostupnosti signálu jedné konkrétní sítě. Za největší přidanou hodnotu IoT řešení zkoumané společnosti je možné považovat cloudové služby, označované jako HARDWARIO Cloud, díky kterým mohou být hardwarové řešení a z nich získaná data velmi snadno integrována do stávajících informačních systémů zákazníků. Právě jednoduchost a možnost neinvazivního nasazení produktů, při možnosti ihned získat analyticky zpracovaná koncová data poskytuje na trhu unikátní řešení, které je obtížně substituovatelné. To je dále potvrzeno informacemi z Unijního prospektu, HARDWARIO a.s. (2022, s. 19), kde se uvádí, že substituce výrobků je velmi obtížná z důvodu poskytované technické podpory, podpůrných služeb, platformní flexibility a otevřenosti vývoje, při zachování snadnosti implementace bez ztráty komplexity.

Stávající a potenciální noví konkurenti

V rámci podniků v odvětví IoT zajisté již dnes panuje silný konkurenční boj mezi stávajícími konkurenty. Sama společnost ve svém Unijním prospektu, HARDWARIO a.s. (2022, s. 19), za přímou konkurenci označuje zahraniční společnosti Libelium, Particle a částečně také Raspberry či Arduino.

Jako možné další konkurenty lze označit například společnosti Itron Inc., PTC Inc., CalAmp Corp., Sierra Wireless S.A., Digi International Inc., u-Blox Holding AG, Sensata Technologies Inc., Badger Meter Inc., Hubbell Inc., Landis+Gyr Group AG, KORE Group Holdings Inc., Tuya Inc. či Samsara Inc. Uvedený výčet podniků působících v odvětví IoT je možné označit za nejbližší konkurenty HARDWARIO, přičemž jejich akcie jsou zalistovány a obchodovány

[2] Výčet klíčových segmentů je součástí oddílu 3.2.1

na kapitálových trzích v USA, Evropě či Asii. Jejich data jsou tak dále využívána v rámci ocenění s pomocí metody tržního porovnání, které je dále součástí této práce v oddíle 3.4.2.

Vzhledem k prokázanému obchodnímu potenciálu a očekávanému růstu odvětví v budoucích letech tak značný konkurenční boj nelze označit za překvapující. Obdobně je možné předpokládat příchod nových konkurentů do odvětví. Riziko jejich vstupu je však částečně vyváženo značnými vstupními bariérami, které spočívají zejména ve významné investiční náročnosti a požadavcích na know-how. I přesto, že stávající řešení HARDWARIO lze alespoň částečně zkopírovat, vynaložený čas na vývoj, loajální síť spolehlivých obchodních partnerů a její opětovné vybudování již nikoliv, či jen velmi obtížně.

Je možné konstatovat, že konkurenční výhodu bude mít ten podnik, který se na trhu prokáže svojí spolehlivostí, kvalitou, loajalitou a schopností uspokojit přání zákazníků prostřednictvím svých řešení. Budoucí úspěch zkoumané společnosti a schopnost prosadit se mezi stávajícími konkurenty, ale i těmi potenciálně nově příchozími, při dosažení plánovaných ambicí tak bude do značné míry záviset nejen na kontinuální inovaci výrobků a jejich vlastností, ale rovněž také na velmi dobrém vnitřním potenciálu a schopnosti generovat konkurenční výhodu s pomocí interních faktorů a optimálně vykonávaných procesů.

3.2.4 Analýza vnitřního potenciálu podniku

Pro účely vyhodnocení vnitřního potenciálu podniku je využito hodnotící matice, kterou doporučuje Mařík et al. (2018b, s. 74). Vlastní sestavení hodnotící matice je založeno na informacích o vnitřním prostředí, které byly získány prostřednictvím strukturovaného rozhovoru s finančním ředitelem společnosti. Transkript strukturovaného rozhovoru je uveden jakožto příloha 3 této práce. Výsledná hodnotící matice, jenž vyjadřuje míru vnitřního potenciálu HARDWARIO je uvedena v tabulce 6 níže.

Tabulka 6 Vyhodnocení vnitřního potenciálu podniku

Kritérium		Váha	Bodové hodnocení							Body	Váha × Body
			Negativní			Průměr		Pozitivní			
			0	1	2	3	4	5	6		
Přímé faktory	1 Kvalita výrobků	2							x	6	12
	2 Technická úroveň	3							x	6	18
	3 Cenová úroveň	1						x		5	5
	4 Intenzita reklamy	1			x					2	2
	5 Distribuce	2						x		5	10
	6 Image firmy	2							x	6	12
	7 Servis a služby	3							x	6	18
Nepřímé f.	8 Kvalita managementu	3							x	6	18
	9 Výkonný personál	2						x		5	10
	10 Výzkum a vývoj	3						x		5	15
	11 Majetek a investice	2				x				3	6
Celkem		**24**									**126**
Maximální počet bodů:		144									
Dosažený počet bodů:		126									
Hodnocení:		**88 %**									

Zdroj: Vlastní zpracování

Z uvedené tabulky 6 je možné pozorovat, že výsledky analýzy vnitřního potenciálu jsou tvořeny souborem přímých a nepřímých faktorů, které ovlivňují vnitřní konkurenční sílu podniku.

Ke každému hodnotícímu faktoru je přiřazena váha dle vnímané důležitosti pro úspěch v oboru a rovněž bodové ohodnocení na základě zjištěných skutečností.

Přímé faktory

Dle informací ze strany finančního ředitele, které jsou součástí přílohy 3 této práce, dosahuje kvalita výrobků výtečné úrovně, jelikož míra reklamací se pohybuje na zcela zanedbatelné úrovni, která je ojedinělá i ve srovnání s konkurencí. Zajištění kvality HARDWARIO realizuje prostřednictvím adekvátně řízených interních procesů a náročnými interními požadavky na úroveň kvality. Společnost tvrdí, že životnost jejích výrobků je mnohem delší než poskytovaná dvouletá záruční lhůta. Kvalitě výrobků je tak přiřazeno maximální bodové hodnocení.

Technickou úroveň lze hodnotit jako vysoce pokročilou, a to nejen prostřednictvím informací v rozhovoru s finančním ředitelem společnosti, ale rovněž na základě produktových specifikací, které jsou uvedeny na webových stránkách společnosti, HARDWARIO (2023a). Dle získaných informací je klíčový produkt CHESTER postaven na komplexnosti, flexibilitě a stále se rozvíjející podpoře. Samotní obchodní partneři se již v roce 2018 k tehdejším produktům vyjádřili, že technologický náskok HARDWARIO v té době činil 6–10 měsíců, přičemž technologická stránka výrobků je i nadále rozvíjena a udržována. Na základě zjištěných informací tak bylo i tomuto faktoru přiřazeno 6 bodů na hodnotící stupnici.

Cena samotných výrobků HARDWARIO je označována za minoritní část komplexního IoT řešení, které je koncovým zákazníkům prostřednictvím obchodních partnerů nabízeno. Cena samotných zařízení byla z webových stránek HARDWARIO (2023a) zjištěna řádově v tisících Kč. Sama společnost v minulosti byla schopna skokově zvyšovat ceny a vždy se setkala s jejich akceptací ze strany obchodních partnerů. Tato skutečnost dále potvrzuje potenciál nastaveného obchodního modelu a vybudované partnerské sítě. Společnost tak je schopna bezpečně udržovat marže, které jsou běžné výrobcům elektroniky a jejich další zvyšování je očekáváno s růstem prodejů a dosažením úspor z rozsahu. Faktoru ceny je přiřazeno pět bodů na hodnotící stupnici z důvodu, že společnost se svojí velikostí v tuto chvíli není schopna objednávat komponenty ve velkém rozsahu a bude mít velký prostor ke zlepšení svých marží, resp. potenciálnímu snížení ceny právě z důvodu úspor z rozsahu. Konkurenční řešení zejména od asijských výrobců budou z důvodu levnější pracovní síly taktéž operovat s nižší cenovou politikou. Nicméně tato skutečnost je do jisté míry vyvážena právě technologickým náskokem a kvalitou výrobku.

Intenzitě reklamy jsou při hodnocení vnitřního potenciálu stanoveny dva body. Jedná se tak o nejslabší faktor zkoumané společnosti. To z důvodu, že HARDWARIO je v důsledku své velikosti omezeno výší nákladů, jež si může dovolit na reklamu vynaložit. Cílí tak zejména na fyzickou prezenci při veletrzích, kde se jí daří získávat nové obchodní partnery. Minoritně jsou realizovány rovněž online reklamní kampaně. Do reklamních aktivit je v budoucnosti plánováno investovat více, nicméně v tuto chvíli je kapitálově silně vybavená konkurence se svojí reklamou na vyšší úrovni a významnější reklamní penetrace by byla pro vyšší bodový zisk žádoucí.

Vzhledem k tomu, že distribuce koncovým zákazníkům je v naprosté většině realizována skrze obchodní partnery, společnost nepozoruje ohrožení či nedostatky v distribučních kanálech. Možnou slabou stránkou v rámci distribuce je nutnost partnerů vytvářet objednávky zařízení s časovým předstihem. V důsledku toho může vznikat určitá nespokojenost a tlaky z jejich strany. V případě, že by společnost byla schopna distribuci realizovat bez nutnosti realizovat objednávky v předstihu, byla by zcela bez výhrad. Na druhou stranu je třeba brát ohled na panující situaci na trhu elektroniky, kdy takřka ve všech oborech dochází ke zpožděním. HARDWARIO však realizuje slíbené dodávky včas, což je samo o sobě velmi silnou

konkurenční výhodou. S přihlédnutím na výše uvedené informace je distribučnímu faktoru přiřazeno pět bodů.

S přihlédnutím na širokou partnerskou síť, která je neustále rozšiřována je možné HARDWARIO označit za společnost s velmi dobrou image. Společnost si staví na udržování profesionálního přístupu, naplnění a předčení očekávání, integritě a férovém jednání. Skutečnost, že od roku 2016 již dokázala vybudovat silný partnerský model a v začátcích absolvovala několik úspěšných crowdfundingových kampaní, její image lze označit za vysoce atraktivní. Z toho důvodu je hodnocena šesti body.

V oblasti podpory a servisních služeb společnost vnímá značnou důležitost a označuje je za jeden z klíčových prvků svého úspěchu a konkurenční výhody. Společnost si je vědoma, že technické řešení produktů může být dříve či později zkopírováno konkurenty, avšak právě její schopnost nabídnout komplexní podpůrné služby je označována za unikátní. V kombinaci s edukačními aktivitami, které společnost realizuje v rámci STEM vzdělávání je tak její konkurenční výhoda ohodnocena šesti body.

Nepřímé faktory

Spoluzakladatelé společnosti, Alan Fabik a Pavel Hübner do dnešního dne aktivně působí v rolích generálního a technického ředitele. Alan Fabik působí na řídících a obchodních pozicích více než 25 let a před založením HARDWARIO působil na pozici obchodního ředitele v podniku JABLOTRON, který se také zabývá výrobou elektroniky. Pavel Hübner má mnohaleté zkušenosti řízením produktového vývoje elektroniky a software. Společně s dalšími členy vrcholového managementu společnost obrazně vlastní více než 100 let know-how získaného napříč různými vedoucími pozicemi. Z toho důvodu lze konstatovat, že HARDWARIO má adekvátní předpoklady pro dosahování konkurenční výhody a další rozvoj podniku v budoucnosti. Proto je faktoru kvality managementu přiřazeno šest bodů.

Obdobně jako management, rovněž výkonný personál je na vysoké úrovni. Od založení společnosti došlo k odchodu minima pracovníků a naprostá většina na rozvoji spolupracuje od samého začátku. HARDWARIO však pracuje na základě co nejužšího personálního zastoupení, jelikož prosazuje principy moderní flexibilní organizace. Stejně tak nevnímá problémy se získáváním nových pracovníků, což je přiřazováno skvělé image, možnosti pracovat v atraktivním a rozvíjejícím se oboru IoT a také nastavenému talentovému programu, kdy HARDWARIO úzce spolupracuje s akademickou sférou. Personální oblasti v rámci konkurenční výhody je přiřazeno pět bodů, z důvodu, že je možné očekávat zvýšené nároky na zaměstnance a přijímání nových v budoucích letech z důvodu významného očekávaného růstu tržeb. To bude zajisté vyžadovat přenastavení stávajících interních procesů a organizační struktury, což může minimálně v počátcích způsobit implementační problémy.

Vzhledem k pokročilé technologické stránce a udržení náskoku před konkurencí je nezbytné stále pokračovat ve výzkumu a vývoji nových, lepších řešení. HARDWARIO chce pokračovat v nastolených vývojových trendech, jelikož jeho produktová strategie je postavena na přinášení vždy těch nejlepších technologií. Průběžně je tak dána péče nejen technickému řešení samotných zařízení, ale také softwarové stránce. Management je přesvědčen, že bude schopen vytvářet nadčasové produkty i do budoucna a z toho důvodu je tento faktor ohodnocen šesti body.

Posledním faktorem, který byl identifikován s vlivem na vnitřní potenciál podniku je majetek a investice. Společnost disponuje pouze minimální výši dlouhodobých aktiv, jelikož se snaží v maximální možné míře využívat outsourcingu. I přes skutečnost, že HARDWARIO nedisponuje vlastní výrobní linkou, management je přesvědčen, že bude schopen pokrýt poptávku po dobu minimálně následujících pěti let. Výhodou outsourcované výroby

je jednoznačně absence kapitálové náročnosti na vybudování a údržbu, nízké odpisy a schopnost dosahovat velmi nízkých fixních nákladů. Na druhou stranu absence stálých aktiv může zvyšovat rizikovost podniku v očích investorů, jelikož hodnota společnosti není kryta hodnotnými podkladovými aktivy. Rovněž zde vzniká nezanedbatelné riziko v případě, že by se výrobní dodavatel dostal do problémů a nebyl schopen včasné zakázkové výroby. I přesto, že HARDWARIO realizuje významné investice do nehmotného majetku a v minulosti vybudovala prototypovací linku určenou k vlastnímu vývoji nových produktů, tomuto faktoru jsou na hodnotící škále přiřazeny tři body.

Souhrnným výsledkem analýzy vnitřního potenciálu podniku, jak je uvedeno v tabulce 6 výše, je zisk celkem 88 % bodů z určitého ideálního stavu. Tento výsledek lze v souladu s doporučením autorů odborné literatury označit jakožto vysoce pozitivní vnitřní potenciál, díky kterému bude podnik schopen odolávat konkurenci a svůj tržní podíl ve značné míře rozšiřovat. To v kombinaci s dostupnými predikcemi o významném růstu celého trhu dává společnosti HARDWARIO unikátní rozvojovou příležitost a atraktivitu.

3.2.5 SWOT analýza

SWOT analýza je realizována za účelem sumarizace závěrů předchozích oddílů strategické analýzy pro účely snadné interpretace konkrétních zjištění. Uvedeny jsou klíčové faktory, jimž je přikládán největší vliv na budoucí vývoj společnosti a její schopnost dosáhnout stanovené finanční plány, které tvoří východisko pro ocenění. Rozdělení je členěno v souladu s doporučením autorů odborné literatury na silné a slabé stránky, příležitosti a hrozby.

Silné stránky

Mezi nejvýznamnější silné stránky společnosti lze zařadit kvalitu výrobků a jejich technologickou vybavenost, kterou HARDWARIO předstihlo svoji konkurenci. Technologický náskok si přitom stále udržuje a jeho dosažení bylo realizováno bez kompromisů na ceně, respektive dosahovaných maržích.

Pozitivní silnou stránku vytváří rovněž zkušený management, který má prokazatelné zkušenosti s řízením podniků v oblasti elektroniky. Dosažení úspěchu u mladých firem do značné míry závisí právě na schopnostech jejich vedení a v tomto ohledu dosahuje HARDWARIO nezanedbatelné síly.

Zaměření společnosti v první řadě na B2B model, v němž je využíváno tzv. obchodních partnerů, jejichž životaschopnost je do značné míry závislá právě na výrobcích zkoumané společnosti vytváří vysokou vyjednávají sílu. V kombinaci se širokou diverzifikací zákazníků a velkém počtu segmentů, ve kterých lze IoT řešení aplikovat tak obchodní model představuje významnou konkurenční výhodu.

Filozofie zaměřená na intenzivním poskytování podpory a servisních službách je považována za jeden z klíčových prvků úspěchu a dosahování konkurenční výhody. Schopnost nabízet svým zákazníkům komplexní podpůrné služby je unikátní a značně podporuje obchodní potenciál.

S přihlédnutím na skutečnost, že se společnosti podařilo za krátkou dobu její existence vybudovat fungující partnerskou síť, již v počátcích úspěšně dokončit crowdfundingové kampaně a v prostředí nízké nezaměstnanosti stále nacházet a přijímat nové zaměstnance, je za silnou stránku označena také její image. Bez silné image by žádná z těchto aktivit zřejmě nebyla úspěšně dokončena.

Slabé stránky

Mezi slabé stránky společnosti lze zařadit absenci dlouhodobých hmotných aktiv. I přesto, že tato skutečnost podporuje flexibilitu organizace, významně snižuje výši fixních nákladů, lze ji považovat za slabou stránku. Outsourcing výroby může zvyšovat závislost na klíčových dodavatelích a stejně tak snižovat atraktivitu společnosti v očích investorů, jelikož její hodnota není kryta hodnotnými podkladovými aktivy, které by v případě obchodních problémů mohly nalézt alternativní uplatnění.

V důsledku malé velikosti společnosti a její omezené kapitálové vybavenosti, lze za slabou stránku označit nemožnost realizovat aktivity nediferencovaného marketingu, tedy cílit na trh jako celek a oslovovat širokou populaci. Ačkoliv jsou aktivity společnosti zaměřeny v první řadě na B2B segment, B2C klientele se společnost nikterak nevyhýbá. V kombinaci s širokým uplatněním IoT řešení napříč celým trhem by realizace široké reklamní činnosti byla možnou cestou k rozšíření digitalizace mezi větší počet zákazníků.

Relativně krátká historie společnosti, která byla založena až v roce 2016 je považována za slabou stránku. Potenciálním rizikem může být skutečnost, že od doby jejího založení v ekonomice nedošlo k hluboké recesi. I přesto, že hluboká recese není očekávána a společnost realizuje aktivity, které jsou do značné míry anticyklické, zejména u výběrových řízení pro významnější nadnárodní zakázky může krátká doba existence hrát určitou roli.

Příležitosti

Za nejsilnější příležitost je označen samotný vysoce rostoucí trh IoT, kterému je navíc rapidní růst predikován také v blízké budoucnosti. Potenciál trhu IoT je obrovský, což vytváří unikátní šanci být jeho součástí a dosáhnout tak značných tržeb i zisků.

Růst IoT trhu je podložen neutichajícím technologickým rozvojem, který je v posledních letech dosahován v oblasti samotných zařízení, síťové infrastruktury, ale také podpůrných služeb. Správné využití nových technologií tak představuje další příležitost k růstu.

Digitalizace procesů, zvyšování efektivity a rozvoj průmyslu 4.0 jsou oblasti, které značně podporuje české i evropské politické uskupení. Zvýšený tlak ze strany vládních organizací na digitalizaci a bude stimulovat nejen soukromý sektor k adopci IoT zařízení. To pro HARDWARIO neznamená nic jiného než příležitost.

Aktuální tendence ekonomických subjektů odkládat investice a spotřebu je obecně možné vnímat spíše za hrozbu. Obor IoT však umožňuje dosáhnout požadovaných úspor, jelikož poskytuje cenná data vedoucí k optimalizaci a efektivitě, což vyjadřuje růstovou příležitost za předpokladu, že nedojde k ekonomické depresi napříč globální ekonomikou.

Hrozby

Největší hrozbu představuje významný konkurenční boj, který již dnes na trhu IoT panuje. Společně s atraktivitou trhu a jeho pozitivním výhledu v budoucích letech je třeba očekávat také příchod nových konkurentů, kteří mohou změnit rozložení sil v odvětví. Na druhou stranu očekávaná velikost trhu je v globálním měřítku enormní a prostor pro realizaci obchodních aktivit by tak měl být dostatečný.

Hrozbou lze označit taktéž vysokou investiční a kapitálovou náročnost v odvětví, a to zejména na nutnost soustavného vynakládání prostředků k inovacím, rozvoji produktů a jejich technologických vlastností.

Obor IoT je náročný na znalosti a kompetence zaměstnanců, kdy v české ekonomice je dlouhodobě nízká nezaměstnanost a nedostatek kvalifikovaných pracovníků zejména v IT. Tato skutečnost vytváří tlaky na dobré finanční ohodnocení stávajících i nově příchozích

zaměstnanců a na počátku i jejich získání. Společnost v tuto chvíli nepociťuje problémy s nedostatkem pracovníků, nicméně tato hrozba by neměla být opomenuta.

Dosavadní vývoj inflace a zvyšujících se úrokových sazeb ze strany centrální banky za účelem jejího snížení vyjadřuje hrozbu, která může mít vliv na ziskovost podniku, případně jeho schopnost získat dodatečný kapitál formou cizích zdrojů.

Shrnutí

Závěrem strategické analýzy je možné vyslovit její hodnotící výrok, tedy že trh internetu věcí vyjadřuje jeden z nejvíce perspektivních oborů současnosti. Téměř všechny zjištěné faktory v tomto prostředí i přes určitá slabá rizika a překážky podporují jeho atraktivitu dnes i v blízké budoucnosti. Samotné HARDWARIO vykazuje minoritní nedostatky, avšak obecně dosahuje adekvátních predispozicí a velmi silného vnitřního potenciálu k tomu, aby svoji misi a dílčí rozvojové plány bylo schopno naplnit.

3.3 Finanční analýza historických a plánovaných finančních výkazů

Finanční analýza je nedílnou součástí procesu ocenění podniku. Její zhotovení v následujících částech práce umožní prověřit finanční situaci v podniku a jeho perspektivnost do budoucna s přihlédnutím na výsledky dříve realizované strategické analýzy. Mezi hlavní využité metody se řadí analýza absolutních, rozdílových a poměrových ukazatelů. Vstupní data jsou tvořena účetními závěrkami podniku za období let 2017 až 2021 a interním finančním plánem pro roky 2022 až 2026, kdy jejich zpracované verze jsou uvedeny v přílohách 4 až 6 této práce.

3.3.1 Absolutní ukazatele

Rozbor absolutních ukazatelů je proveden s využitím nástrojů horizontální a vertikální analýzy, s jejichž pomocí je zkoumán vývoj trendů a procentního rozložení jednotlivých účetních položek v průběhu historie i plánu budoucích let.

Horizontální analýza

Detailní horizontální analýza vývoje vybraných účetních položek společnosti HARDWARIO je uvedena v příloze 7 této práce. Z těchto dat je možné vyčíst, že hodnota celkových aktiv zkoumané společnosti v průběhu let 2017–2021 průběžně rostla. Podnik dokázal celkovou výši svých aktiv zvýšit o téměř 40 mil. Kč, tedy o více než 1100 %. Za takto významným růstem stojí zejména skutečnost, že společnost byla založena v roce 2016 a rozvoj jejích aktiv tak vycházel z nízkého základu. Největšího růstu bylo dosaženo mezi roky 2018 a 2019, kdy došlo ke zvýšení o 130 %, v absolutní hodnotě o bezmála 10,5 mil. Kč.

V rámci plánu jsou relativní růsty každoročně mírnější, nicméně stále na ambiciózní úrovni mezi 40–60 % ročně. Ve výsledku společnost očekává, že její aktiva vzrostou z téměř 43 mil. Kč na 216,8 mil. Kč v období let 2022–2026. Tento růst bude muset být podložen významnou schopností růstu tržeb a téměř kompletní reinvesticí zisků do dalšího růstu.

Při detailnějším pohledu na aktivní stranu rozvahy HARDWARIO je možné pozorovat, že stálá aktiva se v minulosti, ale rovněž v plánu, rozšiřují značně pomaleji než aktiva oběžná. Tato skutečnost odpovídá obchodnímu modelu s outsourcováním výroby, jak bylo diskutováno v rámci strategické analýzy. Společnost tak až do roku 2021 navyšovala zejména nehmotná aktiva, jejichž výše v témže roce dosáhla 8,6 mil. Kč. Do budoucna je tempo růstu této položky predikováno pomalejší, či v důsledku odpisů v nejbližších letech dokonce záporné s výraznějším navýšením až v roce 2026. V souladu s informacemi od finančního ředitele, které jsou součástí přílohy 2, je možné pozorovat jasný plán investic do hmotných aktiv mezi roky

2021 a 2022. Za tímto zvýšením stojí pořízení prototypovací linky, která společnosti umožní vývoj nových produktů a zlepšení těch stávajících.

Vývoj na straně oběžných aktiv je nejvíce ovlivněn růstem zásob. Zásoby se v minulých letech zvyšovaly tempem ve vyšších desítkách procent ročně. Tento trend je s výhledem do budoucna ještě posílen, což je možné hodnotit pozitivně, jelikož společnost si tak uvědomuje nutnou potřebu být v dostatečné míře a včas zásobena pro uspokojení očekávané rostoucí poptávky. Za dobu historických výkazů se do roku 2021 stav zásob více než zpětinásobil, radikální růstový vývoj byl však opět způsoben v první řadě nízkým výchozím základem roku 2017. Pro období finančního plánu je očekáváno dodatečné a průběžné navyšování zásob o více než 100 mil. Kč, do roku 2026, tedy bezmála o 800 %. Společnost tak jednoznačně očekává významnou poptávku po svých produktech, na jejichž prodej chce být v maximální možné míře připravena. V souvislosti s rozvojem podnikání v minulosti průběžně rostly taktéž pohledávky, které je očekáváno navyšovat rovněž v budoucnosti. Jedinou výraznější proměnnou položku v tomto ohledu tvořily pohledávky za ovládanou či ovládající osobou, které se mezi lety 2019 a 2020 navýšily o 6,3 mil. Kč. Hned v následujícím roce se tato položka zvýšila o dodatečné 3,4 mil. Kč na výsledných 9,7 mil. Kč. Již pro rok 2022 bylo očekáváno plné splacení a do budoucna pohledávky k ovládané či ovládající osobě plánovány nejsou. Vývoj této položky byl ovlivněn obchodním zastoupením HARDWARIO ve Velké Británii. Plné splacení pohledávky společnost očekávala až po úspěšném dokončení tamního dlouhotrvajícího projektu – jak je uvedeno v Unijním prospektu, HARDWARIO a.s. (2022, s. 57).

Při pohledu na pasivní stranu horizontální analýzy uvedené v příloze 7 je možné pozorovat, že vlastní kapitál zkoumané společnosti se v průběhu uplynulých let zvyšoval. Absolutní zvýšení za období 2017–2021 činilo více než 11 mil. Kč. Tento růst byl tažen kombinací kumulovaných kladných výsledků hospodaření a rovněž položkou ostatních kapitálových fondů, do kterých s největší pravděpodobností spadaly nezveřejněné příplatky mimo základní kapitál. Vyjma roku 2017 byla společnost v zisku, což lze u mladé společnosti působící v náročném technologickém oboru označit za pozitivní skutečnost. Ke zvýšení ostatních kapitálových fondů došlo v roce 2020 o částku mírně přesahující 3 mil. Kč. Další významné skutečnosti v minulosti nejsou pozorovány. Ve výhledu do budoucnosti je patrné, že hned v roce 2022 mělo dojít ke zvýšení základního kapitálu o bezmála 1,5 mil. Kč s dodatečným přírůstkem ážia o 14 mil. Kč. Tato skutečnost je zapříčiněna vypořádáním konvertibilních dluhopisů, jejichž splatnost nastala právě v roce 2022. Toto tvrzení je podloženo informacemi uvedenými na webových stránkách portálu Fundlift (2023).

Jak je uvedeno v podkapitole 2.5 této práce, finanční plán je prezentován v podobě před procesem zvýšení základního kapitálu v rámci IPO, další změny v základním kapitálu tak nejsou do budoucna uvedeny. Vlastní kapitál se však v budoucnu zvyšuje díky kumulovaným kladným výsledkům hospodaření. Celkově je tak do roku 2026 očekáván růst vlastního kapitálu z 11,9 mil. Kč v roce 2021 až na 86,5 mil. Kč. Je očekáváno, že k nejvýznamnějším změnám a navýšením ze strany zisků má docházet až v posledních plánovaných letech.

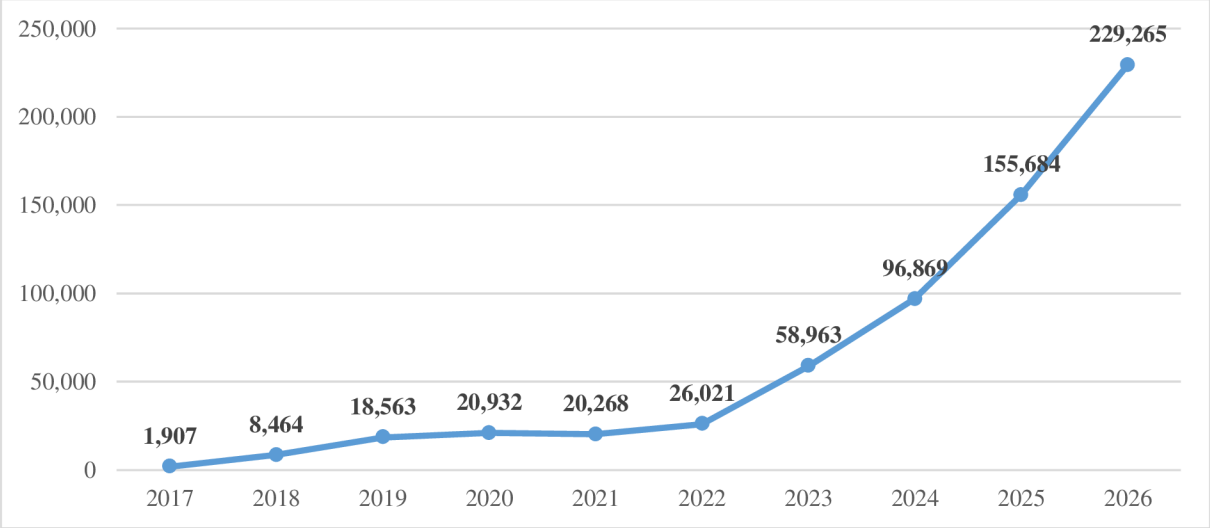
Historický vývoj cizích zdrojů také neobsahuje výrazné výkyvy, které by vyvolávaly dodatečné otázky na způsob externího financování zkoumané společnosti. Celkové zapojení cizích zdrojů v průběhu let vzrostlo z bezmála 2 mil. Kč na 30,8 mil. Kč v roce 2021. Určitou pozornost poutá nárůst položky jiné krátkodobé závazky mezi lety 2017 a 2018, kdy došlo ke zvýšení o 5,3 mil. Kč. Tato položka však byla do konce roku 2020 plně splacena. V roce 2019 společnost emitovala konvertibilní dluhopisy, které byly v průběhu roku 2022 plně splaceny či kapitalizovány – jak je uvedeno v předchozích odstavcích této práce. Až do roku 2021 nebylo významně využíváno bankovních úvěrů. V uvedeném roce společnost načerpala

jak krátkodobé, tak dlouhodobé bankovní úvěry ve výši téměř 12 mil. Kč. Rizikovost tohoto kroku bude objasněna v dalších částech finanční analýzy.

V budoucích letech HARDWARIO plánuje více a více využívat krátkodobých bankovních úvěrů, což je v souladu s předpokladem rozšiřování zásob na aktivní straně. Celkově je očekáváno zvýšení této položky z 2 mil. Kč roku 2022 až na více než 75 mil. Kč v roce 2026. Tato skutečnost bude obdobně jako růst zásob záviset zejm. na poptávce po vlastních produktech a s tím související schopnosti generovat dostatek tržeb pro obhájení krátkodobého financování oběživa u bankovních risk manažerů. Budoucí financování oběživa může být dále podpořeno průběžným růstem položky krátkodobé finanční výpomoci, do kterých bude s největší pravděpodobností spadat využívání faktoringu či dalších obdobných instrumentů. Tato položka se zvyšuje z 1,7 mil. Kč roku 2022 na více než 31 mil. Kč v roce 2026. Takřka všechny položky horizontální analýzy je obtížné hodnotit z hlediska procentuálního vývoje v důsledku nízkých absolutních hodnot, které běžnou podnikatelskou činností a nikterak neobvyklým meziročním vývojem relativní změny významně ovlivňují a snižují jejich vypovídající schopnost.

Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty, uvedená v příloze 7 této práce, ukazuje v první řadě na významné růsty obratu. Pro znázornění je vývoj této položky za roky minulé i pro období finančního plánu uveden v níže v grafu 1.

Graf 1 Vývoj celkového obratu v tis. Kč



Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetní závěrky (2017–2021) a interního finančního plánu (2022)

Jak je možné pozorovat z grafu 1 a zároveň z přílohy 7, mezi lety 2017, 2018 a 2019 došlo ke zvýšení obratu o více než 16,5 mil. Kč a HARDWARIO tak vykazovalo rapidní růst odpovídající mladé společnosti působící v dynamickém oboru. V následujících letech se však růst zpomalil a mezi lety 2020 a 2021 meziroční výše obratu dokonce o zanedbatelná 3 % poklesla. Průběžný historický vývoj ostatních nákladových i výnosových položek nevykazuje markantní změny vyvolávající dodatečné otázky na aktivity společnosti. Jediný výrazný skok dosáhla položka služeb, která se mezi roky 2018 a 2019 zvýšila o 172 %, resp. necelých 7 mil. Kč na 10,9 mil. Kč. Do následujícího roku však došlo k opětovnému snížení na 7,7 mil. Kč, což odpovídá zavedenému trendu.

Budoucí vývoj horizontální analýzy výkazu zisku a ztráty poté ukazuje na markantní růst celé společnosti. Samotný obrat, zobrazen v grafu 1, se má mezi roky 2021 až 2026 více než zjedenáctinásobit z 20 mil. Kč na 229 mil. Kč, což odpovídá průměrnému meziročnímu růstu o 58 %. Takto významný růst je více než dvojnásobný oproti očekáváním růstu IoT trhu,

jenž jsou uvedeny v oddíle 3.2.2 této práce. Prezentovaný růst obratu zkoumané společnosti je tak možné označit za vysoce ambiciózní, nicméně v rámci strategické analýzy bylo prokázáno, že HARDWARIO disponuje silným vnitřním potenciálem. Zároveň plán vychází z nízkého základu roku 2021, jehož rozšíření na očekávané hodnoty zajisté není nemožné. Velmi diskutabilní a obtížně obhajitelný by byl plánovaný růst posunutý o řád – tedy moment, kdy by společnost dosahovala 200 mil. Kč obratu a v následujících pěti letech očekávala znásobení na 2 miliardy Kč. Uvedený plánovaný růst obratu společnosti HARDWARIO tak je v daných podmínkách považován za uskutečnitelný, byť vysoce rizikový. Pohled na další položky horizontální analýzy výkazu zisku a ztráty, uvedené v příloze 6, zobrazuje vysokou promyšlenost a systematičnost budoucího vývoje na výnosové i nákladové stránce. Růst a budoucí vývoj dílčích položek lze označit za odpovídající očekávanému růstu obratu a nevyvolává tak dodatečně otázky či rizika.

Vertikální analýza

Vertikální analýza společnosti HARDWARIO je uvedena v příloze 8 této práce. Při pohledu na rozložení aktiv je možné pozorovat, že společnost jak ve své minulosti, tak v rámci plánu udržuje převahu oběžných aktiv nad aktivy stálými. To je zapříčiněno v první řadě absencí staveb, pozemků a vlastní výroby. Možné vlivy této skutečnosti již byly diskutovány v rámci strategické analýzy v podkapitole 3.2.. Historicky největšího podílu oběžná aktiva dosahovala v roce 2017 s 83,1 % celkových aktiv. V roce 2021, tedy posledním roce, který vychází z auditovaných finančních výkazů, dosahoval podíl oběžných aktiv 78,8 %. Tento trend chce společnost zachovat rovněž v budoucnu. S očekávaným rozvojem a připraveností na zvýšení objemu prodejů je plánováno další zvyšování zastoupení oběžných aktiv, kdy v roce 2026 je uvedena hodnota 90,9 % oběžných aktiv na celkovém majetku společnosti.

Oběžná aktiva jsou poté tvořena primárně zásobami tak, aby byla společnost připravena na očekávanou poptávku po svých výrobcích v nejistém prostředí narušených dodavatelských řetězců. Zastoupení zásob na celkových aktivech bylo za období minulosti v průměru na 39,7 %. Pro období let 2022–2026 společnost předpokládá zvýšení zastoupení zásob v celkových aktivech na průměrnou hodnotu ve výši 47,4 %. Pohledávky v roce 2021 tvořily 40 % celkové bilanční sumy, nicméně v tomto ohledu je třeba brát v potaz v předchozích odstavcích uvedenou výši pohledávky ke spřízněné osobě, která tvořila 22,7 % aktiv. V budoucích letech HARDWARIO zřejmě předpokládá posílení své vyjednávací pozice vůči odběratelům a zastoupení pohledávek se snižuje na průměrnou hodnotu 16,7 %. Za zajímavé lze označit plánované výrazné zastoupení hotovosti, které v průměru budoucích pěti let tvoří 17,7 % bilanční sumy. Tato skutečnost může mít vliv na sníženou rentabilitu podniku v důsledku neefektivní alokace volné hotovosti, na druhou stranu management zde zřejmě zastává opatrnostní přístup a plánuje vyšší hotovostní rezervu, kterou následně využije operativně a nebude nucen využít např. dodatečných cizích zdrojů financování.

V rámci pasivní strany ve všech letech minulosti cizí zdroje vykazovaly převahu nad vlastním kapitálem. Zastoupení cizích zdrojů na celkových pasivech bylo nejvyšší v roce 2019, ve kterém dosahovaly 92,6 % bilanční sumy. To bylo zapříčiněno emitovanými konvertibilními dluhopisy (58,3 %) a položkou jiné krátkodobé závazky (31,7 %). Tento rizikový stav však byl hned v následujícím roce korigován na 58,6 %. Výsledky roku 2020 tak umožnily načerpání bankovních úvěrů, v důsledku kterých cizí zdroje v roce 2021 opět vzrostly na 72 % celkových pasiv. Pro období finančního plánu poté společnost plánuje průměrné zastoupení cizích zdrojů na hodnotě 57,5 %, což je akceptovatelné. V horizontální analýze realizované v předchozích odstavcích byla uvedena ambice vyššího zapojení krátkodobých bankovních úvěrů a finančních výpomocí. Krátkodobé bankovní úvěry se tak zvyšují z hodnoty 6,3 % v roce 2021 až na 34,7 % celkových pasiv v roce 2026, krátkodobé finanční výpomoci poté z 0 % v roce 2021 na 9 % v roce 2026. Možnost zapojení tohoto financování, jak je již uvedeno v odstavcích

horizontální analýzy výše, bude záviset na schopnosti naplnění plánovaného růstu tržeb pro schválení ze strany bankovních institucí.

Při pohledu na vertikální rozložení výkazu zisku a ztráty, rovněž uvedené v příloze 8 lze pozorovat, že v letech 2018 a 2019 dosahovala výkonová spotřeba hodnot přesahujících 80 % celkového obratu. To mohlo být zapříčiněno významnými výdaji na vývoj vlastních výrobků a rovněž výdaji na marketing a další rozvoj. V následujících letech 2020 a 2021 došlo ke snížení výkonové spotřeby na 64 % a 66,9 % obratu. Do budoucna HARDWARIO očekává udržování výkonové spotřeby mírně nad 60 % celkového obratu. V rámci této položky je pozoruhodný zejména plánovaný vývoj spotřeby materiálu a energie, která se s růstem tržeb nesnižuje, ale její zastoupení naopak roste. Lze předpokládat, že toto je opět zapříčiněno spíše opatrnostním a konzervativním přístupem managementu při plánování budoucích nákladů, jelikož úspory z rozsahu při tržbách ve výši 20 mil. Kč či 220 mil. Kč by měly být znatelné, což uvedl také finanční ředitel společnosti v rámci rozhovoru, jehož transkript je součástí přílohy 3 této práce. Posledními položkami, které v rámci plánu poutají pozornost jsou změna stavu zásob vlastní činností a aktivace. Tyto položky pro budoucí období nejsou nijak uvedeny i když obě v minulých letech dosahovaly jednotek či nižších desítek procent celkového obratu. Tato skutečnost bude spojena spíše s jejich velmi obtížnou predikovatelností než se zastavením transformace zásob či absencí vynaložených nákladů na vlastní vývoj, které by bylo možné zaktivovat.

3.3.2 Rozdílové ukazatele

V rámci finanční analýzy rozdílových ukazatelů je blíže zkoumán ukazatel čistého pracovního kapitálu a rovněž ukazatele zisku. Výsledky obou ukazatelů vycházejí ze zpracování účetních historických a plánovaných finančních výkazů zkoumané společnosti, které jsou součástí příloh 4 až 6 této práce.

Čistý pracovní kapitál

Čistý pracovní kapitál uvádí stav oběžných aktiv ponížených o krátkodobé závazky v daném roce. Výsledky tohoto ukazatele jsou uvedeny v tabulce 7.

Tabulka 7 Čistý pracovní kapitál v tis. Kč

Rok	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
ČPK	2 266	49	6 229	15 534	12 402	22 203	27 200	31 539	41 823	68 029

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetní závěrky (2017–2021) a interního finančního plánu (2022)

Z tabulky 7 je možné pozorovat, že u společnosti HARDWARIO je čistý pracovní kapitál ve všech sledovaných letech kladný. Nejhoršího výsledku bylo dosaženo v roce 2018 s pouhými 49 tis. Kč. Následný vývoj i s výhledem do budoucna značí stabilní kladné hodnoty, které jsou zejména v posledních letech plánu na vysoké úrovni dosahující bezmála 70 mil. Kč.

Zvýšené hodnoty čistého pracovního kapitálu mohou způsobovat sníženou rentabilitu podniku, jelikož aktiva nejsou využívána zcela optimálním způsobem. Na druhou stranu je snížena rizikovost podniku, protože netvoří nekrytý dluh a má tak dostatečný tzv. finanční polštář na eliminaci výkyvů vzniklých působením negativní nenadálé události. Zvýšená hodnota čistého pracovního kapitálu společnosti v budoucích letech může být způsobena ambicí managementu rozšiřovat stav zásob na skladě, alternativně vyšším podílem hotovosti, který je v rámci finanční predikce uveden. Je možné předpokládat, že realita v tomto ohledu bude odlišná a management operativně nalezne efektivnější zapojení hotovosti a v plánu ji uvádí pouze z opatrnostních důvodů. Pro potřeby ocenění lze označit výsledky tohoto ukazatele

za uspokojivé, jelikož podporují jeho dlouhodobou udržitelnost při současném snížení rizika, a to jak v letech minulých, tak budoucích.

Ukazatele zisku

Společnost HARDWARIO byla založena v roce 2016 a jediným rokem, ve kterém dosahovala ztráty na všech úrovních zisku byl rok 2017, jak je možné pozorovat z tabulky 8 níže. Tato skutečnost je s přihlédnutím na náročnost oboru IoT velmi pozitivní. Zisky dokázala společnost zvyšovat až do roku 2021, ve kterém došlo k mírnému propadu. Dosud nejvyšších zisků tak bylo dosaženo v roce 2020 s výsledky 7,68 mil. Kč pro EBITDA, 6,01 mil. Kč pro EBIT a shodně 4,99 mil. Kč pro EBT a EAT. Ve všech letech 2017–2021 společnost neplatila daně v důsledku započtení daňové ztráty minulých let. Prvním rokem, ve kterém není kalkulováno s touto skutečností je rok 2022, v němž se EBT liší od EAT o daň ve výši 69 tis. Kč. Největší disproporce mezi EBIT a EBT bylo dosaženo v roce 2021, s největší pravděpodobností v důsledku zvyšujících se nákladů na obsluhu dluhu.

Tabulka 8 Zisky společnosti HARDWARIO v tis. Kč

Rok	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**
EBITDA	-3 921	723	2 137	7 683	6 495
EBIT	-4 095	537	1 529	6 015	4 254
EBT	-4 143	64	108	4 998	3 010
EAT	-4 143	64	108	4 998	3 010
Rok	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**
EBITDA	4 989	11 045	18 990	31 969	55 339
EBIT	1 279	5 273	11 772	23 116	46 145
EBT	363	2 845	8 653	19 182	41 280
EAT	294	2 304	7 009	15 537	33 437

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetní závěrky (2017–2021) a interního finančního plánu (2022)

Pohledem na plánované zisky budoucích let, rovněž uvedené v tabulce 8, je možné sledovat další mírný propad na všech úrovních zisku mezi roky 2021 a 2022. Tento propad bude s největší pravděpodobností zapříčiněn posílením výroby a dostatečným předzásobením se hotovými výrobky tak, aby byla společnost připravena na očekávané zvýšení odbytu v roce 2023. To potvrzuje meziroční nárůst spotřeby materiálu a energie, jak je uvedeno v příloze 6 této práce.

V letech následujících však v souladu s ambiciózním růstem tržeb rostou taktéž zisky. Hned v roce 2023 společnost předpokládá zvýšení EBITDA na více než dvojnásobek, EBIT na více než čtyřnásobek a EAT na bezmála osminásobek předchozího roku. V této souvislosti je v oddíle 3.3.3 této práce zjištěna rentabilita tržeb, tedy zisková marže na různých úrovních. Právě ROS umožní posoudit, zda plánované zisky rostou proporcionálně s rozvojem obchodu, nebo zda dochází k významné disproporci, kterou by bylo obtížné v rámci ocenění obhájit a bylo by tak nutné dodatečné navýšení rizikových přirážek v rámci diskontní míry.

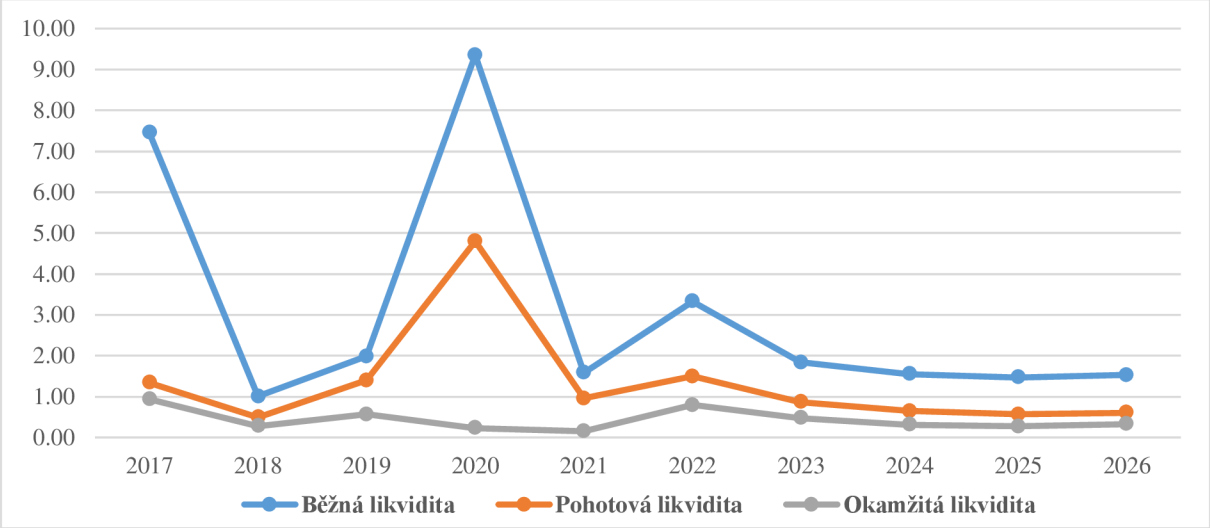
3.3.3 Poměrové ukazatele

V tomto oddíle je provedena finanční analýza za pomoci poměrových ukazatelů. Zkoumána je v souladu s doporučením odborné literatury likvidita, zadluženost, rentabilita a aktivita podniku. Společně tyto ukazatele dopomáhají k utvoření obrazu o finanční situaci v podniku a jeho perspektivnosti do budoucna, což bude bráno v potaz v rámci následující podkapitoly této práce při stanovení cenového rozpětí akcie.

Ukazatele likvidity

Vývoj třech hlavních ukazatelů likvidity je uveden na grafu 2 níže. Konkrétně se jedná o ukazatele běžné, pohotové a okamžité likvidity podniku v letech minulých i budoucích. Z grafu 2 níže je patrné, že historický vývoj běžné a pohotové likvidity doznával razantních změn. Nejvyšší hodnota běžné likvidity byla dosažena v roce 2020 s výsledkem 9,35. Naopak nejnižší hodnota patřila roku 2018, kdy oběžná aktiva převyšovala krátkodobé závazky pouze 1,01×. Právě vyjma roku 2018 byla běžná likvidita ve všech letech v rozmezí literaturou doporučovaného intervalu, či jej násobně převyšovala. Pro roky finančního plánu společnost předpokládá stabilizaci tohoto ukazatele a jeho udržování mírně nad minimální doporučenou hodnotou 1,50, což lze hodnotit pozitivně.

Graf 2 Vývoj ukazatelů likvidity



Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetní závěrky (2017–2021) a interního finančního plánu (2022)

Jak je možné dále pozorovat z grafu 2, obdobně jako běžná likvidita, rovněž pohotová likvidita dosáhla maxima v roce 2020, ve kterém vykazovala hodnotu 4,8. Totožně rok 2018 byl nejslabším s výsledkem 0,49. Ve zbývajících letech ověřených finančních výkazů se hodnoty pohybovaly v rozmezí literaturou doporučovaného intervalu. Jak u běžné, tak u pohotové likvidity byl negativní výkyv v roce 2018 způsoben skokovým zvýšením položky jiné krátkodobé závazky na 5,3 mil. Kč. Na pozitivní výkyv obou ukazatelů roce 2020 měla vliv zejména pohledávka plynoucí za obchodním zastoupením HARDWARIO ve Velké Británii. Finanční plán a vývoj pohotové likvidity taktéž ukazuje na její očekávanou stabilizaci nad hodnotou 0,50. Ačkoliv se jedná o minimum doporučovaného pásma pro pohotovou likviditu, její očekávané snižování je způsobeno poklesem doby obratu pohledávek, což je pro společnost výhodné, jelikož se jí zkracuje doba provozního cyklu.

Okamžitá likvidita, která je také součástí grafu 2, vykazuje stabilní vývoj ve všech historických letech, a to vždy s hodnotami přesahujícími 0,15. Tento výsledek náleží roku 2021, ve kterém byla okamžitá likvidita podniku nejslabší, ale přesto v blízkém okolí literaturou doporučeného intervalu. S výhledem do budoucna společnost očekává udržování okamžité likvidity v pásmu 0,27–0,79, což odpovídá dříve uvedenému opatrnostnímu přístupu managementu k vyššímu držení hotovosti, který lze v kontextu finančního plánu hodnotit pozitivně.

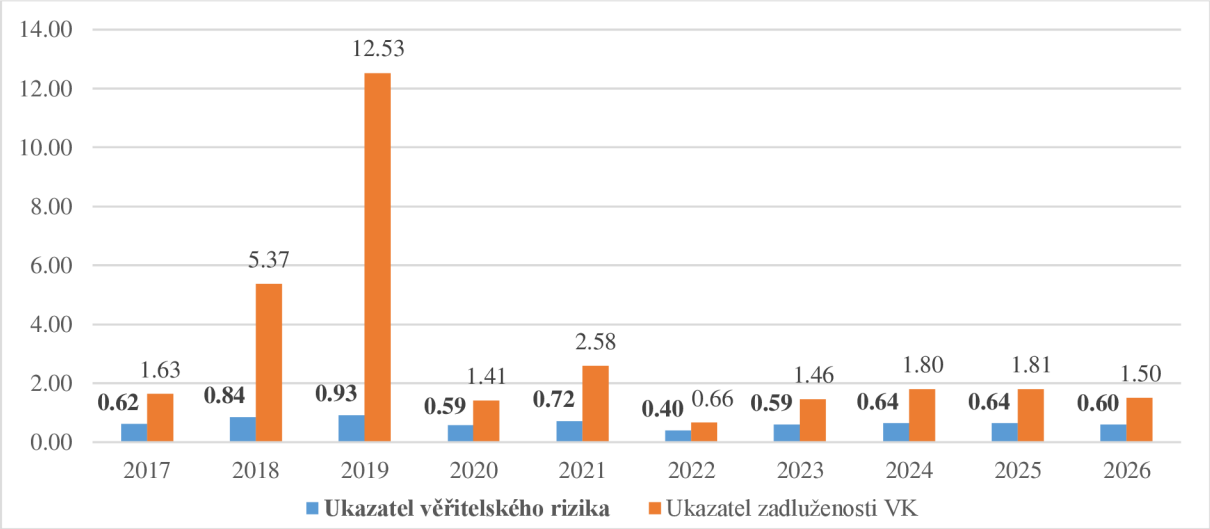
Všechny ukazatele likvidity zkoumaného podniku tak lze hodnotit na velmi dobré úrovni, která žádným způsobem neohrožuje jeho aktivity. Uvedený výrok dále potvrzují data od MPO (2023), která ukazují, že v odvětví CZ-NACE 26 podniky v období let 2016–2020 vykazovaly hodnoty okamžité likvidity v intervalu 1,52–1,59. Pohotová likvidita se v tomto odvětví

a shodných letech pohybovala v intervalu 1,04–1,12 a okamžitá likvidita v intervalu 0,24–0,29. Uspokojivé hodnoty všech tří ukazatelů likvidity podniku však mohou mít přímý vliv na výsledky rentability, která bude obsahem zkoumání v následujících částech této práce.

Ukazatele zadluženosti

Poměrové ukazatele zadluženosti indikují riziko, kterého podnik dosahuje při daném zapojení cizích zdrojů. První dva zkoumané ukazatele jsou ukazatel věřitelského rizika a ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu. Výsledky těchto ukazatelů za období minulosti i finančního plánu je možné pozorovat z grafu 3.

Graf 3 Ukazatele zadluženosti



Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetní závěrky (2017–2021) a interního finančního plánu (2022)

Na grafu 3 je patrné, že společnost v letech 2018 a 2019 využívala nadmíru cizích zdrojů pro své financování. Výsledky ukazatele věřitelského rizika v roce 2018 tvoří hodnotu 0,84. V následujícím roce se ještě zvýšila na 0,93, což značí téměř kompletní financování aktiv ze strany cizích zdrojů. Obdobně tomu je u ukazatele zadluženosti vlastního kapitálu, kdy v roce 2018 cizí zdroje více než pětkrát převyšovaly hodnotu vlastního kapitálu. V roce následujícím došlo k ještě významnějšímu zapojení až na více než dvanáctinásobek. Takto významné zadlužení bylo způsobeno nízkou hodnotou vlastního kapitálu (1,37 mil. Kč v r. 2019), z důvodu kumulované ztráty minulých let a rovněž zapojením dříve diskutované položky jiné krátkodobé závazky (5,88 mil. Kč v r. 2019) v kombinaci s emitovanými konvertibilními dluhopisy (10,82 mil. Kč v r. 2019). Zbývající roky ověřených historických výkazů nebyly významně postiženy předlužením, které by zvyšovalo rizikovost společnosti. Mírně zvýšený výsledek ukazatele zadluženosti VK nastal také v roce 2021 v důsledku významnějšího zapojení bankovních úvěrů (12,23 mil. Kč).

Do budoucna společnost plánuje udržovat zadlužení v akceptovatelné úrovni. Emitované konvertibilní dluhopisy v hodnotě 10,82 mil. Kč již byly dle informací uvedených na webových stránkách Fundlift (2023) plně splaceny. Tím jsou v rámci plánu roku 2022 korigovány výsledky obou ukazatelů, které v roce 2021 dosahovaly mírně zvýšených hodnot. Pro roky následující společnost plánuje výrazné rozšiřování krátkodobých bankovních úvěrů pro financování svých aktivit. Z grafu 2 je však patrné, že ukazatel věřitelského rizika má být v pěti letech finančního plánu udržován v blízkém okolí hodnot 0,60. Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu až do roku 2025 roste k hodnotě 1,81, nicméně následně dochází k jeho snížení. Z informací v grafu 2 lze konstatovat, že absolutní zadluženost společnosti byla v roce 2021 v normě a očekávaný vývoj budoucích let nevytváří tlaky na zvýšené riziko společnosti.

Schopnost podniku HARDWARIO vypořádat se se svými závazky lze částečně interpretovat skrze výsledky ukazatele úrokového krytí, jehož hodnoty jsou uvedeny v tabulce 9 níže. Výsledek roku 2017 v této tabulce není zobrazen, protože společnost v tomto roce nevykazovala žádné nákladové úroky. Výsledky následujících let 2018 a 2019 dále potvrzují, že zadlužení bylo v této době velmi rizikové, jelikož společnost byla nucena na pokrytí nákladových úroků vydat téměř veškerý EBIT. V letech 2020 a 2021 došlo k mírnému zlepšení, kdy schopnost úrokového krytí vzrostla na hodnoty 5,33 v r. 2020, resp. 3,78 v r. 2021. Predikované výsledky roku 2022 jsou z hlediska ukazatele úrokového krytí opět na nízké, tedy rizikové úrovni. Pokles tohoto ukazatele je způsoben na jedné straně poklesem EBIT na 1,28 mil. Kč a na straně druhé zvýšením úrokové sazby, jenž plyne ze strany bankovních úvěrů v souvislosti s měnovou politikou ČNB. Pro období let 2023–2026, které je rovněž uvedeno v tabulce 9 níže, poté dochází k postupné stabilizaci a razantnímu zlepšení díky zvýšené ziskovosti podniku. V případě, že se společnosti podaří naplnit své obchodní výsledky, ze strany zadluženosti nebude významně ohrožena, a to i v případě, že není brán potaz na v roce 2022 realizované IPO. Nutnou podmínkou však zůstává adekvátní řízení cash-flow ze strany managementu společnosti, který bude v nejbližších letech nucen brát ohled na soulad mezi provozním cyklem a splácením úvěrové jistiny vč. úroků.

Tabulka 9 Ukazatel úrokového krytí

Rok	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**
Ukazatel úrokového krytí	n.m.	1,77	1,35	5,33	3,78
Rok	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**
Ukazatel úrokového krytí	1,54	2,46	4,63	8,12	15,21

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetní závěrky (2017–2021) a interního finančního plánu (2022)

Mezi další ukazatele, které se řadí do poměrových ukazatelů zadluženosti je finanční páka a její ziskový účinek. Výsledné hodnoty těchto dvou ukazatelů jsou uvedeny v tabulce 10.

Tabulka 10 Finanční páka a ziskový účinek finanční páky

Rok	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**
Finanční páka	2,63	6,37	13,53	2,42	3,59
Ziskový účinek finanční páky	2,66	0,76	0,96	2,01	2,54
Rok	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**
Finanční páka	1,66	2,47	2,80	2,81	2,50
Ziskový účinek finanční páky	0,47	1,33	2,06	2,33	2,24

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetní závěrky (2017–2021) a interního finančního plánu (2022)

Z tabulky 10 lze pozorovat, že v letech 2018 a 2019 bylo zadlužení vysoké, a navíc nepřispívalo ke zlepšení rentability vlastního kapitálu, jelikož hodnota ziskového účinku finanční páky byla nižší než jedna. Zadlužení na zisk vlastníků působilo pozitivně v letech 2020 a 2021, ve kterých byla finanční páka v odbornou literaturou doporučovaném intervalu a její ziskový účinek dokonce převyšoval hodnotu dva.

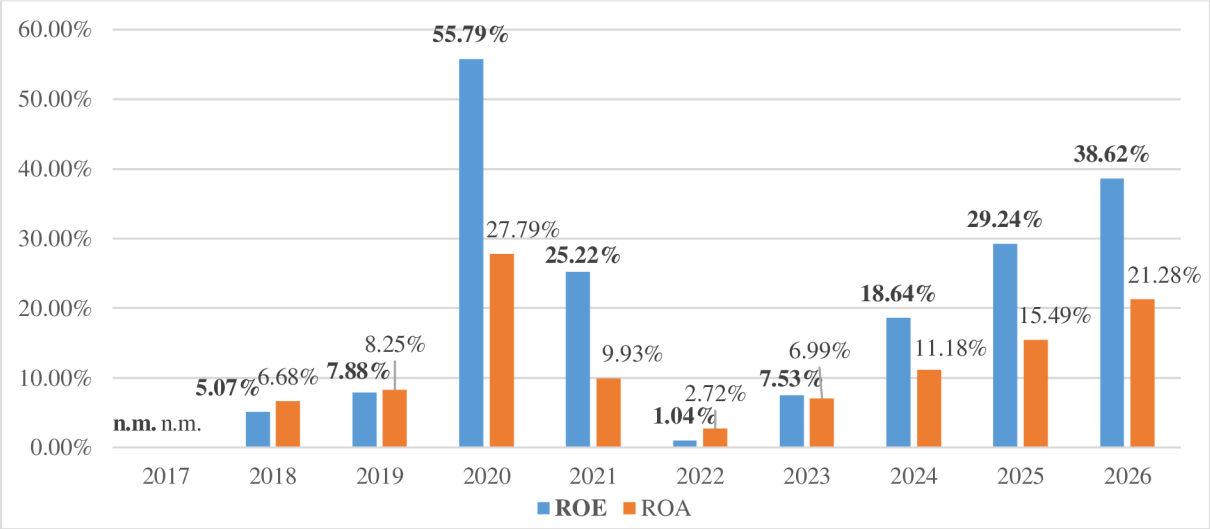
S výhledem do budoucna se predikovaná situace pro rok 2022 opět zhoršuje. Ačkoliv finanční páka nedosahuje s výsledkem 1,66 vysokých hodnot, její ziskový účinek ROE snižuje právě z důvodu rostoucích úrokových nákladů a poklesu ziskové marže. Pro finanční plán let 2023–2026 jsou výsledné hodnoty naprosto v pořádku. Finanční páka pohybující se v intervalu 2,47–2,81 s pozitivním ziskovým účinkem jednoznačně podporuje pozitivní růst rentability vlastního kapitálu bez významného zvýšení rizikovosti. Stále však platí, že tato skutečnost bude podmíněna naplněním obchodních výsledků a predikovaného růstu tržeb

a zisků. Souhrnně ukazatele zadluženosti ukazují na určité nedostatky v minulých letech, kterých si je management s největší pravděpodobností dobře vědom, jelikož z výsledků posledních let i predikce pro období finančního plánu lze pozorovat velmi pozitivní vývoj vedoucí ke stabilizaci.

Ukazatele rentability

Ukazatele rentability vypovídají o míře zhodnocení vložených prostředků v podniku. Na grafu 4 níže je prezentováno srovnání výsledků ukazatelů rentability vlastního kapitálu a rentability aktiv za období pěti let minulosti i pěti let finančního plánu.

Graf 4 Ukazatele rentability



Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetní závěrky (2017–2021) a interního finančního plánu (2022)

V grafu 4 prezentované výsledky ROE a ROA v obou případech vykazují značnou proměnlivost a nesoudobý trend v období pěti let historických účetních výkazů. V roce 2017 společnost dosáhla ztráty a výsledky tak nelze uvést. V letech 2018 a 2019 mírně převyšovala ROA v důsledku negativně působícího zadlužení rentabilitu vlastního kapitálu. Nicméně i ta se udržela značně nad bezrizikovou mírou v podobě výnosu desetiletého státního dluhopisu dle ČNB (2023b), která v těchto letech dosahovala 1,96 % a 1,60 %. V letech 2020 a 2021 došlo k rapidnímu zvýšení ROE, která v grafu 4 prezentovaných hodnot dosáhla díky zvýšené ziskovosti podniku a pozitivně působící finanční páce, čímž došlo ke značnému překonání výsledků ROA. Taktéž v těchto letech došlo k překonání výnosnosti desetiletého státního dluhopisu dle ČNB (2023b), která dosahovala 1,27 % a 2,83 %. Za nepříliš uspokojivý výsledek lze považovat skutečnost, že s výjimkou roku 2020 a 2021, pro který MPO neposkytuje data, byla rentabilita vlastního kapitálu společnosti ve všech letech pod úrovní dosažených výsledků ROE odvětví CZ-NACE 26, které jsou prezentovány v tabulce 5, jenž je součástí oddílu 3.2.2 této práce.

První rok finančního plánu je ve znamení velmi nízké ROE, která je ovlivněna zvýšením základního kapitálu a ážia v souvislosti s vypořádáním dříve emitovaných konvertibilních dluhopisů. Stejně tak v tomto roce dochází k poklesu ziskovosti a negativně působícímu účinku finanční páky. V důsledku těchto faktorů tak ROE dosahuje výsledku pouze 1,04 %, což je o více než polovinu méně než ROA a o bezmála 4 % méně, než činí výnos desetiletého státního dluhopisu dle ČNB (2023b). Očekávaný výsledek roku 2022 tak nelze pro vlastníky podniku považovat za uspokojivý. Roky následující však u obou ukazatelů vykazují pozitivní, růstový trend s dosažením maxima v roce 2026 a výsledkem 38,62 % pro ROE a 21,28 % pro ROA. Dosažení těchto hodnot lze v souvislosti s ambiciózním růstem tržeb a zisků považovat

za uskutečnitelné, a to i s ohledem na prezentované hodnoty likvidity podniku. Právě likviditu je v tomto ohledu vhodné udržovat v konzervativnějších hodnotách i za cenu snížení rentability tak, aby společnost byla schopna bezpečně vykrýt nenadálé události a případné neuspokojení stanoveného plánu tržeb.

Tabulka 11 níže dále uvádí ziskové marže na různých úrovních podle vzorce 15. Zjištění ziskové marže je významné pro ověření schopnosti podniku vytvářet a zisk a informaci, zda v rámci plánu zisky rostou obhajitelným tempem vůči růstu tržeb a nedochází tak k výrazné disproporci. Při pohledu na vývoj marží v letech 2017–2021 došlo k průběžnému zvyšování EBITDA marže z 8,9 % až na 36,9 %. EBIT, EBT a EAT marže shodně dosáhly maxim v roce 2020, který byl z pohledu dosavadního působení společnosti nejúspěšnějším rokem v mnoha oblastech. EBIT marže rovněž ve všech sledovaných letech násobně překonala výsledky odvětví CZ-NACE 26, které jsou součástí tabulky 5 této práce v oddíle 3.2.2. V kontextu historicky malé velikosti společnosti a jejího dynamického vývoje lze právě dosahované kladné marže označit za velmi pozitivní faktor, který vypovídá o silné konkurenční výhodě podniku a schopnosti generovat zisk.

Tabulka 11 Ziskové marže

Rok	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**
EBITDA marže	n.m.	8,9 %	13,0 %	38,5 %	36,9 %
EBIT marže	n.m.	6,6 %	9,3 %	30,1 %	24,1 %
EBT marže	n.m.	0,8 %	0,7 %	25,0 %	17,1 %
EAT marže	n.m.	0,8 %	0,7 %	25,0 %	17,1 %
Rok	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**
EBITDA marže	23,9 %	19,7 %	19,7 %	20,6 %	24,2 %
EBIT marže	6,1 %	9,4 %	12,2 %	14,9 %	20,2 %
EBT marže	1,7 %	5,1 %	9,0 %	12,4 %	18,0 %
EAT marže	1,4 %	4,1 %	7,3 %	10,0 %	14,6 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetní závěrky (2017–2021) a interního finančního plánu (2022)

Pro období finančního plánu, uvedeného v tabulce 11, je výchozí rok 2022, ve kterém společnost očekává EBITDA marži na úrovni 23,9 %, což je ve srovnání s předchozím rokem mírný pokles. Jeho příčina spočívá v první řadě ve zvýšených výdajích na spotřebu materiálu a energie. Zvýšení této položky je s největší pravděpodobností managementem očekáváno v důsledku energetické krize, v kombinaci se zvýšenou výrobou a předzásobením se hotovými produkty pro pokrytí předpokládané rostoucí poptávky roku 2023. V dalších dvou letech je plánován další propad až na úroveň 19,7 % EBITDA marže, s oživením až v roce 2025 a 2026. V tomto ohledu tak společnost postupuje konzervativně a dosažení plánované EBITDA v budoucích letech lze označit za reálné.

EBIT marže se vyvíjí obdobným způsobem, nicméně v roce 2022 je plánován markantnější propad na 6,1 %. V letech následujících dochází k průběžnému zlepšení až na hodnotu 20,2 % roku 2026. Výsledek tohoto roku je však stále značně pod ověřenými výsledky z let 2020 a 2021. Marže z čistého zisku se s očekávaným zdaněním od roku 2022 liší od EBT marže, nicméně i přes zapojení zdanění, zvyšování hodnoty cizích zdrojů a s tím se pojících nákladových úroků společnost predikuje, že její čistá ziskovost poroste. Nejlepší výsledek pro roky budoucí je i v případě tohoto ukazatele dosažen v roce 2026 s výsledkem 14,6 %. Tato hodnota je však stále pod výsledky let 2020 a 2021, což potvrzuje opatrnostní přístup managementu k budoucím predikcím. Dosažitelnost plánovaných zisků zkoumané společnosti s výhledem do budoucna tak lze označit za reálné v případě, že podnik dokáže nalézt dostatečné množství obchodních partnerů a zákazníků pro své výrobky čili naplní stanovený plán tržeb.

Ukazatele aktivity

Poměrové ukazatele aktivity odpovídají na otázku, jak efektivně podnik hospodaří se svými aktivy a jejich financováním. V tabulce 12 níže jsou uvedeny výsledky doby obratu vybraných položek rozvahy zkoumané společnosti HARDWARIO za období let minulých a taktéž pro období pětiletého finančního plánu.

Doba obratu celkových aktiv, uvedená v tabulce 12 se v průběhu historických let nikdy nedostala pod úroveň 360 dní, což vyjadřuje silnou vybavenost společnosti majetkem. Zejména v posledním roce skutečných finančních výkazů společnost vykazovala dobu obratu aktiv na úrovni téměř 2,5 let. Takto vysoké hodnoty se propsaly do snížené rentability aktiv. Ovšem velmi vysokou dobu obratu aktiv nelze označit za jednoznačně negativní, jelikož na celkový výsledek měla vliv vysoká pohledávka k ovládané osobě, stejně tak zvýšený stav zásob, který je v situaci očekávaného zvýšení poptávky při narušených dodavatelských řetězcích elektronických komponent žádoucí.

Data doby obratu vybraných položek rozvahy, uvedené v tabulce 12 dále ukazují na nízkou dobu vypořádání obchodních závazků ve srovnání s pohledávkami v minulých letech. Tato situace nebyla pro společnost výhodná, jelikož byla nucena financovat svůj provozní cyklus s pomocí dlouhodobého kapitálu v podobě emitovaných konvertibilních dluhopisů. K určitému zlepšení v tomto ohledu došlo v roce 2021, ve kterém společnost získala krátkodobé bankovní úvěry a navýšila také hodnotu krátkodobých závazků z obchodních vztahů. U krátkodobých závazků z obchodních vztahů je však třeba dbát pozornost, aby nedocházelo ke zpožděním ve splatnosti a společnost nebyla za své prodlení dodatečně penalizována. HARDWARIO však ve svém Unijním prospektu HARDWARIO a.s. (2022, s. 58) uvádí, že nárůst obchodních závazků byl v roce 2021 tvořen růstem nákupních aktivit směrem ke zvýšení zásob a investicí do software, kdy v roce 2022 došlo k jejich vypořádání v době splatnosti.

Tabulka 12 Výsledky ukazatelů doby obratu ve dnech

Rok	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**
Celková aktiva	608,1	360,0	410,4	395,6	886,9
Stálá aktiva	94,6	76,3	77,0	50,5	178,2
Oběžná aktiva	505,4	279,1	278,5	317,9	698,8
Zásoby	414,8	143,3	82,6	154,8	277,1
Pohledávky	27,2	58,2	116,6	155,4	354,7
Celkové závazky	376,8	303,4	380,1	231,7	638,9
Krátkodobé závazky obchodní	15,3	15,9	0,9	19,3	132,7
Krátkodobé závazky k úvěrovým inst.	0,0	0,0	0,1	4,6	56,3
Rok	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**
Celková aktiva	821,3	490,1	398,3	350,8	345,9
Stálá aktiva	258,5	99,2	61,3	40,6	30,9
Oběžná aktiva	554,3	387,8	335,2	309,1	314,2
Zásoby	305,0	205,0	195,0	190,0	190,0
Pohledávky	118,0	82,5	72,5	62,5	57,5
Celkové závazky	326,5	291,1	255,9	225,8	207,7
Krátkodobé závazky obchodní	95,0	75,0	65,0	55,0	50,0
Krátkodobé závazky k úvěrovým inst.	35,0	100,0	115,0	120,0	120,0

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetní závěrky (2017–2021) a interního finančního plánu (2022)

Pohledem na výsledky doby obratu pro období finančního plánu, shodně uvedené v tabulce 12 je opět potvrzena ambice nevynakládat významné investice do dlouhodobých majetků. Vlivy této skutečnosti na rizikovost podniku již byly popsány v předchozích částech této práce.

Za významnou skutečnost, kterou lze z tabulky 12 vyčíst je možné označit zachování velmi vysokých stavů zásob, jejichž doba obratu ve všech budoucích letech plánu přesahuje půl roku. Tato ambice na první pohled působí negativně na rentabilitu aktiv, nicméně v širším kontextu je zcela akceptovatelná. Z jedné strany v technologickém sektoru panují komplikované dodavatelské vztahy a omezená dostupnost elektronických komponent. Z druhé strany přichází rostoucí poptávka po IoT zařízeních, kterou chce společnost plně uspokojit a využít ke svému prospěchu. Markantním stavem zásob management ve svých plánech využívá maximální možnosti předzásobení se tak, aby nedocházelo k výpadkům v dodávkách, nebyla narušena velmi dobrá image společnosti a zákazníci mohli flexibilně odebírat požadované množství zařízení.

HARDWARIO rovněž plánuje optimalizaci financování náročného provozního cyklu, kdy již od prvního roku finančního plánu očekává snížení hodnoty pohledávek na dobu 118 dní (částečně v důsledku splacení pohledávky za ovládanou osobou). V následujících letech společnost předpokládá další zlepšení platební morálky svých odběratelů až na dobu 57,5 dne v roce 2026. Na pasivní straně management očekává taktéž zlepšování doby splatnosti krátkodobých obchodních závazků z 95 dní v roce 2022 na 50 dní v roce 2026. A v poslední řadě významné zapojení bankovního financování s dobou obratu ve výši až 120 dní. Očekávaný vývoj v budoucích letech lze jednoznačně hodnotit pozitivně, zejména z důvodu vhodnějšího financování oběživa ze strany krátkodobého kapitálu, což bude podporovat celkovou rentabilitu společnosti. Předpoklad, že HARDWARIO bude schopno získat silnější vyjednávací pozici vůči odběratelům a bankovním institucím, na jejichž úvěrové lince je predikována značná závislost, závisí obdobně jako u dalších oblastí finanční analýzy na schopnosti využít příležitostí plynoucích ze strany trhu IoT.

Shrnutí

Technologická společnost HARDWARIO, působící v atraktivním oboru IoT se nachází v uspokojivé situaci. Výsledky strategické analýzy v podkapitole 3.2 této práce prokázaly velmi silný vnitřní potenciál podniku v kombinaci s vysoce růstovým potenciálem IoT trhu. Finanční analýza poté ukázala, že společnost si je atraktivity trhu i svého potenciálu vědoma a v následujících letech očekává markantní růst tržeb a vlastní rozvoj.

Mezi pozitivní skutečnosti, které finanční analýza prokázala, lze zařadit kladnou ziskovost společnosti, které bylo dosahováno již od roku 2018. Vyjma ziskovosti, HARDWARIO dosahuje kladných hodnot pracovního kapitálu a nevytváří nekrytý dluh. Likvidita i přes svou turbulenci nebyla za dobu existence na kritické úrovni a podnik tak nebyl ohrožen platební neschopností. Významným faktorem, jsou také ziskové marže, kterých zkoumaný podnik dosahuje, což potvrzuje jeho silnou vyjednávací pozici na trhu i přes dosavadní malou velikost. Absence dlouhodobého majetku je částečně kompenzována značným objemem likvidního oběživa, díky kterému je HARDWARIO schopno bezpečně pokrývat rapidně rostoucí poptávku na IoT trhu.

Neutrálně je možné hodnotit výsledky ukazatelů ROE a ROA, které mají s ohledem na velikost podniku omezenou vypovídající schopnost a vykazovaly značnou proměnlivost v minulých letech. S ohledem na stáří společnosti a její velikost je považováno za významnější dosahování stabilní likvidity a kladných ziskových marží, nežli dosahování vysokých hodnot ROA a ROE. Zejména druhý zmiňovaný ukazatel je pro vlastníky a potenciální investory významným, nicméně spíše s výhledem do budoucna, při dosažení fáze stabilizace po rychlém růstu, což společnost v rámci svého plánu prezentuje.

Mezi slabé stránky prokázané finanční analýzou je možné zařadit oblast finanční stability, tedy zadluženosti, která byla historicky značně nevyrovnaná a v letech 2018 a 2019 dokonce velmi riziková. I přesto, že v posledních dvou letech došlo ke stabilizaci zadluženosti na akceptovatelnou úroveň, plán roku 2022 opět ukazuje na rizikové výsledky ukazatele úrokového krytí v souvislosti s mírným poklesem výkonnosti a rostoucí úrokovou sazbou ze strany ČNB. Rovněž rozšiřování oběživa v majetku je do značné míry závislé na získání externího bankovního financování. Právě získání externího financování, stejně tak pozitivní výhled vývoje všech zkoumaných ukazatelů finanční analýzy je zcela závislý na schopnosti podniku dosáhnout stanoveného růstu tržeb. Společnost očekává více než jedenáctinásobný růst obratu v následujících pěti letech z 20 mil. Kč, dosažených v roce 2021 až na 229 mil. Kč v roce 2026. Ačkoliv HARDWARIO dosahuje významného vnitřního potenciálu a své aktivity realizuje na vysoce atraktivním trhu, očekávaný růst obratu jednoznačně vyjadřuje to největší riziko. Na druhou stranu, rozvoj obratu vychází z nízkého základu roku 2021 a jeho rozšíření na avizované hodnoty v roce 2026 je při dané velikosti trhu dosažitelné a uskutečnitelné. Nejistoty však bude nezbytné zohlednit formou markantních rizikových přirážek k diskontní míře v rámci procesu ocenění.

Závěrem je možné konstatovat, že podnik i přes určitá rizika dosahuje tzv. going concern principu, jeho životaschopnost není ohrožena a lze stanovit výrok v podobě jeho dlouhodobé schopnosti samostatně fungovat. V následujících částech práce tak bude možné přistoupit k ocenění na základě výnosových a tržně-porovnávacích metod.

3.4 Ocenění společnosti HARDWARIO a.s.

V této podkapitole je s přihlédnutím na výsledky strategické a finanční analýzy přistoupeno k samotnému ocenění zkoumaného podniku k datu 31. 12. 2021 tak, aby bylo v následujících částech práce možné stanovit konkrétní cenové rozpětí pro IPO na trhu START burzy cenných papírů Praha. Zvolený postup odpovídá doporučením odborné literatury, jež jsou uvedena v teoretické části této práce.

Zvolené metody ocenění

Na základě teoretických poznatků uvedených ve druhé kapitole této práce a rovněž s přihlédnutím na charakter podniku, jeho zaměření, obor působnosti a zjištěné výsledky strategické a finanční analýzy byla za nejvhodnější oceňovací metodu zvolena metoda diskontovaných peněžních toků pro vlastníky a věřitele, tzv. DCF entity v kombinaci s metodou tržního porovnání pro zasazení výsledků do tržního kontextu.

Využití metody DCF entity s třífázovou technikou propočtu hodnoty ve svém díle doporučuje Mařík et al. (2018b) při zjišťování tržní hodnoty podniku. Jedná se o nejvyužívanější metodu u růstových společností, u nichž je prokázán tzv. going concern princip, a které dosáhnou stabilizace za delší dobu, než je výhled finanční plánu. Právě tyto předpoklady zkoumaná společnost HARDWARIO naplňuje a z toho důvodu byl tzv. třífázový model DCF entity označen za prioritní oceňovací metodu.

V rámci třífázového modelu DCF entity je tržní hodnota podniku určena na základě součtu diskontovaných volných peněžních toků ze tří fází. První fáze má délku trvání pěti let za období 2022–2026 a FCFF je kalkulováno explicitně na základě finančního plánu, jenž je součástí příloh 4 až 6 této práce. Druhá fáze přímo navazuje na poslední rok předchozí fáze, má shodně délku trvání pěti let období 2027–2031, v průběhu kterých jsou peněžní toky kalkulovány s pomocí odhadu ročního tempa růstu KPVH a stabilizující se rentability provozně nutného investovaného kapitálu. Třetí fáze implicitně vychází z dokončené stabilizace v rámci druhé

fáze, na kterou navazuje, a hodnotu stanovuje jakožto perpetuitu, tedy nekonečnou řadu volných peněžních toků, které rostou stabilizovaným tempem g.

Druhá využitá metoda ocenění je metoda tržního porovnání, která v souladu s doporučením díla Vochozky a Mulače et al. (2012) vyjadřuje podpůrnou funkci při stanovení tržní hodnoty podniku HARDWARIO. Výsledky získané prostřednictvím DCF entity zasazuje do tržního kontextu tak, aby byl potenciální investor v rámci IPO na trhu START informován o výhodnosti a atraktivitě cenového rozpětí akcie v širším kontextu kapitálového trhu, a mohl svobodně a samostatně učinit kvalifikované rozhodnutí o výhodnosti nabídky. V rámci této metody je využito dat srovnatelných konkurenčních podniků, jejichž akcie jsou obchodovány na kapitálových trzích. Zvolené konkurenční podniky byly identifikovány v rámci realizovaného Porterova modelu pěti sil, jenž je součástí oddílu 3.2.3 této práce.

3.4.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

Ocenění s pomocí metody diskontovaných peněžních toků je komplexní procesní záležitostí, která se sestává z několika dílčích na sebe navazujících kroků. Jednotlivé kroky jsou tak dále pro přehlednost členěny do dílčích pododstavců.

Zjištění výše provozně nutného investovaného kapitálu

Stanovení hodnoty neprovozního majetku a hodnoty provozně nutného investovaného kapitálu podniku je prvním krokem při realizaci ocenění metodou DCF entity.

V rámci stálých aktiv zkoumané společnosti, které jsou uvedeny v příloze 4 této práce je s přihlédnutím na jejich výši a známý charakter podnikání možné považovat celkovou sumu za provozně nutnou. Dlouhodobý investovaný kapitál tak je převzat z finančního plánu a nepodléhá dodatečným korekcím pro získání provozně nutného dlouhodobého majetku. Konkrétní výpočet celkového provozně nutného dlouhodobého investovaného kapitálu je uveden v tabulce 13.

Tabulka 13 Provozně nutný investovaný kapitál v tis. Kč

Rok	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**
Dlouhodobý nehmotný majetek	8 565	7 238	6 965	6 841	6 786	8 193
Dlouhodobý hmotný majetek	26	7 551	8 285	9 338	10 451	11 150
Celkový dlouhodobý maj.	**8 591**	**14 789**	**15 250**	**16 179**	**17 237**	**19 343**
Zásoby	13 380	17 461	31 554	51 546	80 798	119 105
Pohledávky	17 126	6 755	12 699	19 164	26 578	36 045
Časové rozlišení aktiv	480	480	480	480	480	480
Krátkodobé závazky neúročené	7 803	7 528	17 101	26 672	38 613	53 723
Časové rozlišení pasiv	40	40	40	40	40	40
Provozně nutné peněžní prost.	1 170	1 129	2 565	4 001	5 792	8 058
Provozně nutný pracovní kap.	**24 313**	**18 257**	**30 157**	**48 479**	**74 996**	**109 926**
Celkový investovaný kap.	**32 904**	**33 046**	**45 407**	**64 658**	**92 233**	**129 269**

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetní závěrky (2021) a interního finančního plánu (2022)

V tabulce 13 je shodně uveden výpočet provozně nutného pracovního kapitálu, který v součtu s provozně nutným dlouhodobým investovaným kapitálem vytváří celkový provozně nutný investovaný kapitál společnosti pro potřeby ocenění. Pro výpočet provozně nutného prac. kapitálu je z rozvahy v příloze 4 přímo převzata celková hodnota zásob, pohledávek a časového rozlišení na aktivní straně, a to z důvodu, že přímo souvisejí s provozem a podnikatelskou činností oceňované společnosti. Za provozně nutnou hotovost jsou považovány finanční prostředky odpovídající hodnotě okamžité likvidity ve výši 0,15 a přebytečná hotovost

činící 2.066 tis. Kč je v tomto ohledu označena za neprovozní, jelikož lze předpokládat, že společnost v jeden okamžik nikdy nevyužije veškeré dostupné finanční prostředky v rámci své činnosti tak, aby její zůstatek v pokladně a na bankovních účtech byl roven nule. Z pasivní strany rozvahy, která je součástí přílohy 5, je převzato časové rozlišení a takové krátkodobé závazky, u nichž nelze explicitně stanovit úrokovou sazbu. Dochází tak k vyřazení zejména dluhopisů a bankovních úvěrů. Pro získání provozně nutného pracovního kapitálu je poté postupováno tradičně rozdílem součtu položek na aktivní a pasivní straně.

Výpočet $KPVH_D$

Po definování hodnoty provozně nutného investovaného kapitálu je žádoucí zabývat se nutnou úpravou provozního výsledku hospodaření z výkazu zisku a ztráty podniku na tzv. korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi. Stanovení výše $KPVH_D$ je uvedeno v tabulce 14.

Tabulka 14 Výpočet $KPVH_D$ v tis. Kč

Rok	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**
Provozní výsledek hospodaření	4 254	1 279	5 273	11 772	23 116	46 145
Vyloučení VH z prodeje majetku	0	0	0	0	0	0
Vyloučení mimořádných výnosů	-2 082	-5 000	-2 500	0	0	0
Vyloučení mimořádných nákladů	59	0	0	0	0	0
$KPVH_D$	**2 231**	**-3 721**	**2 773**	**11 772**	**23 116**	**46 145**

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetní závěrky (2021) a interního finančního plánu (2022)

V tabulce 14 je z finančního plánu společnosti přímo převzat provozní výsledek hospodaření, od kterého jsou odečteny mimořádné výnosy, a naopak jsou k němu přičteny mimořádné náklady, které vykazují jednorázový, běžným provozem podniku neopakovatelný charakter, jak je doporučeno ze strany autorů odborné literatury. Společnost v roce 2021 ani v budoucích letech finančního plánu nepředpokládá žádné prodeje dlouhodobého majetku a z toho důvodu tato položka ve všech letech výpočtu činí nula.

Vyloučení mimořádných výnosů v letech 2021 až 2023 je realizováno z důvodu, že tyto výnosy jsou tvořeny účastí HARDWARIO v dotačním programu The Country for the Future od MPO, jak je uvedeno v Unijním prospektu HARDWARIO a.s. (2022, s. 14). Dotace ze strany státu jednoznačně nelze považovat za opakovatelný výnos, související s provozním majetkem společnosti, jelikož závislost získání těchto výnosů leží spíše na rozhodnutí poskytovatele dotace, v tomto případě MPO, a nikoliv na společnosti a jejích konkrétních podnikatelských aktivitách. Žádné další mimořádné výnosy nebyly v rámci finančního plánu oceňované společnosti identifikovány. Mimořádné náklady, o které je třeba provozní výsledek hospodaření z výkazu zisku a ztráty upravit, byly při hlubším zkoumání finančních výsledků identifikovány pouze v roce 2021, a to ve výši 59 tis. Kč. V následujících letech tato korekční položka činí nula.

Výsledná hodnota $KPVH_D$, uvedená v tabulce 14, vykazuje v prvních dvou letech výrazný pokles až do záporných hodnot. Hned v letech následujících je však očekávána schopnost vytvářet kladné výsledky, které v souladu s plánovaným rozvojem společnosti vykazují rostoucí trend.

Výpočet FCFF pro první fázi

Z informací uvedených v tabulkách 13 a 14 společně s výsledky z finančního plánu společnosti, který je součástí příloh 4 až 6 je možné přistoupit ke stanovení FCFF pro období první, růstové fáze období let 2022–2026. Hodnoty vstupující do FCFF, jakožto jeho výsledek je uveden v tabulce 15 níže.

Parametr $KPVH_D$, jehož hodnoty jsou převzaty z tabulky 14 je ponížen o teoretickou daň z příjmu právnických osob ve výši 19 % dle metodického postupu uvedeného v tabulce 1 této práce. Výsledkem je korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních, který je dále upravován o položky přímo ovlivňující volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele.

Tabulka 15 Výpočet FCFF první fáze v tis. Kč

Rok	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**
$KPVH_D$	-3 721	2 773	11 772	23 116	46 145
Upravená daň (19 %)	0	527	2 237	4 392	8 768
KPVH	**-3 721**	**2 246**	**9 535**	**18 724**	**37 377**
Odpisy	3 710	5 772	7 218	8 853	9 194
Úpravy o nepeněžní operace	0	0	0	0	0
Investice do provozně nutného DM	-9 908	-6 233	-8 147	-9 912	-11 300
Investice do provozně nutného prac. kap.	6 056	-11 900	-18 322	-26 516	-34 930
FCFF první fáze	**-3 863**	**-10 115**	**-9 716**	**-8 851**	**341**

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetní závěrky (2021) a interního finančního plánu (2022)

V tabulce 15 je dále přistoupeno k přímému převzetí výše odpisů pro jednotlivé roky z výkazu zisku a ztráty, které jsou následně ke KPVH přičítány. Úpravy o nepeněžní operace vyjadřují ve všech letech nulovou hodnotu z důvodu jejich absence ve finančním plánu. Poslední dva parametry tvoří investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a investice do provozně nutného pracovního kapitálu, jejichž hodnota byla stanovena prostřednictvím vzorce 18, do kterého vstupují výsledná data z tabulky 13. Kladná hodnota investic do provozně nutného pracovního kapitálu v roce 2021 je způsobena zejména výrazným meziročním snížením pohledávek, které tak pozitivně ovlivňují volné peněžní toky.

Výsledkem je FCFF pro první fázi ocenění s pomocí metody DCF entity. V tabulce 15 uvedené peněžní toky je však nutné dále převést na současnou hodnotu s pomocí diskontování, což je realizováno v následujících odstavcích této práce. FCFF oceňované společnosti je s výjimkou roku 2026 záporné z důvodu významných investic do pracovního kapitálu a udržovacích investic do dlouhodobých majetků tak, aby společnost byla schopna prostřednictvím svých aktiv dosahovat plánovaných výnosů z obchodní činnosti. Kladný výsledek roku 2026 poté vyjadřuje pozitivní náhled na budoucí hospodaření společnosti s ambicí vstupu do druhé, stabilizační fáze.

Před samotným přikročením k výpočtu hodnoty druhé a třetí fáze je nezbytné stanovit diskontní míru a zjištěné FCFF první fáze převést na současnou hodnotu k datu ocenění.

Diskontní míra

Při oceňování s využitím metody DCF entity jsou za diskontní faktor využívány WACC, do kterých vstupují náklady cizího a vlastního kapitálu podniku. Výpočet WACC je v této práci realizován jak k datu ocenění, tak k datům budoucích let finančního plánu na základě odhadu budoucího vývoje jednotlivých vstupních parametrů. Souhrnný výpočet WACC je součástí přílohy 9 této práce a jeho výsledek je stanoven prostřednictvím vzorce 19.

Pro stanovení nákladů cizího kapitálu podniku je určena průměrná úroková míra na úrovni 8,07 % k datu ocenění, jejíž výpočet s pomocí aritmetického průměru je uveden v tabulce 16 níže. V rámci stanovení průměrné úrokové míry v podniku je využito informací uvedených v Unijním prospektu HARDWARIO a.s. (2022, s. 68) a emisních podmínek vydaných konvertibilních dluhopisů, jenž jsou zveřejněny na webových stránkách Fundlift (2023). Tyto informace jasně pojednávají o uzavřených úvěrových smlouvách společnosti a výši dluhopisového úroku.

Tabulka 16 Průměrná úroková míra v podniku

	Úroková míra	Hodnota (tis. Kč)
Dluhopisy k 31. 12. 2021	10 %	10 816
Bankovní úvěry k 31. 12. 2021	6,37 %	12 228
Průměrná úroková míra v podniku	**8,07 %**	

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetní závěrky (2021), Unijního prospektu HARDWARIO a.s. (2022, s. 68), webových stránek Fundlift (2023) a ČNB (2023c)

Dle Unijního prospektu HARDWARIO a.s. (2022, s. 68) má společnost uzavřeny úvěrové smlouvy s flexibilní úrokovou sazbou ve výši 1M PRIBOR + 2,5 % p.a. V tabulce 16 uvedená úroková míra je tak dosazena s využitím dat ČNB (2023c) k danému datu. V letech budoucích, které jsou uvedeny v souhrnném výpočtu WACC v příloze 9 je postupováno obdobným způsobem také pro rok 2022. Úroková míra a její vývoj pro roky následující je stanovena odhadem.

Výpočet nákladů vlastního kapitálu, který je shodně součástí přílohy 9, využívá postupu uvedeného ve vzorci 22 s aplikací dodatečných rizikových přirážek. V rámci výpočtu nákladů vlastního kapitálu jsou v letech 2021 a 2022 pro stanovení nezadluženého faktoru beta využívány data z webových stránek Damodarana (2023). Nezadlužená beta v těchto letech u evropských společností působících v oboru elektroniky činila 0,97 v r. 2021 a 1,14 v r. 2022. Faktor beta je následně zadlužen na podmínky daného podniku dle doporučení Maříka et al. (2018b, s. 263) čím je získán výsledek 1,052 pro rok 2021 a 1,236 pro rok 2022. V následujících letech je faktor beta lineárně přibližován jedné, jelikož čím delší budoucí období je plánováno, tím efektivněji kapitálové trhy ze současného pohledu fungují a tím nižší je relativní pohyb konkrétního cenného papíru vůči tržnímu indexu.

Bezriziková výnosová míra, jenž vstupuje do výpočtu WACC uvedeného v příloze 9, byla stanovena převzetím výnosnosti desetiletých státních dluhopisů dle ČNB (2023b), vždy k poslednímu dni let 2021 a 2022. V letech následujících je tento faktor ponechán neměnný na úrovni roku 2022 z důvodu zachování konzervativního přístupu k odhadům nákladů vlastního kapitálu podniku. Riziková přirážka České republiky, stejně tak jako riziková prémie kapitálového trhu byly převzaty z výpočtů a dat uvedených na webových stránkách Damodarana (2023). Ke konci roku 2022 riziková přirážka České republiky činila 1,03 % a riziková prémie kapitálového trhu dokonce 6,36 %. Shodně jako bezriziková výnosová míra i tyto položky jsou s ohledem na nedokonalost kapitálového trhu v ČR pro budoucí roky zachovány na úrovni roku 2022.

Do výpočtu nákladů vlastního kapitálu, který je uveden v příloze 9 byly zahrnuty rovněž významné rizikové přirážky, které mají za cíl v rámci diskontní míry eliminovat zvýšená specifická rizika podniku. Rizikové přirážky jsou stanoveny s přihlédnutím na výsledky dříve realizované strategické a finanční analýzy. První přirážka zahrnutá do výše nákladů vlastního kapitálu je přirážka za menší společnost, která je až do roku 2026 stanovena na maximální doporučované hodnotě ve výši 3 %. To z důvodu, že společnost v roce 2021 dosahovala výše obratu na úrovni 20 mil. Kč, a přes své rostoucí ambice v budoucích letech se stále bude jednat o malý podnik. Druhou rizikovou přirážkou je přirážka za menší obchodovatelnost vlastnických podílů, která je s přihlédnutím na omezenou likviditu panující na trhu START pražské burzy stanovena rovněž ve výši 3 % pro rok 2022. V budoucích letech je však očekáván rozvoj trhu, příchod nových investorů i podniků a s tím se pojící vyšší likvidita, která tak s největší pravděpodobností bude mít dopady na zlepšení obchodovatelnosti vlastnických podílů. Z toho důvodu je tato přirážka průběžně snižována až na úroveň 2,25 % v roce 2026. Třetí přirážka za nejasnou budoucnost je stanovena zejména v souvislosti s velikostí společnosti v roce 2021 a její ambicí významného růstu, který je považován za velmi rizikovou záležitost. Přirážka

za nejasnou budoucnost je ze svého maxima v roce 2021 a 2022 snižována na 2,65 % v roce 2026 s předpokladem, že při alespoň částečném naplnění podnikatelských plánů se bude rizikovost podniku a jeho nejasná budoucnost postupně snižovat. Závěrečnou rizikovou přirážkou je přirážka specifického rizika společnosti, která je stanovena na úrovni 2 % pro rok 2022, a která vyjadřuje veškerá nespecifická rizika, jež mohou na společnost působit z jejího vnitřního i vnějšího prostředí. V tomto ohledu je opět aplikován předpoklad, že společnost bude se svým růstem a rozvojem postupně stabilnější a méně náchylná na nespecifické nenadálé změny a tím pádem dochází ke snížení této přirážky na 1,65 % v roce 2026. Výsledkem aplikace výše uvedených parametrů je hodnota vlastního kapitálu podniku, jejíž výsledky jsou mimo jiné uvedeny v příloze 9, ale rovněž v tabulce 17 níže.

Tabulka 17 WACC

Rok	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**
Náklady cizího kapitálu	6,54 %	7,78 %	6,28 %	5,27 %	4,46 %	4,05 %
Náklady vlastního kapitálu	16,26 %	18,71 %	18,38 %	18,00 %	17,47 %	16,94 %
WACC	**9,85 %**	**15,62 %**	**12,63 %**	**11,36 %**	**10,71 %**	**10,89 %**

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetní závěrky (2021), interního finančního plánu (2022), Unijního prospektu HARDWARIO a.s. (2022, s. 68), webových stránek Fundlift (2023), Damodarana (2023) ČNB (2023c) a ČNB (2023b).

Z tabulky 17 je patrné, že WACC se v průběhu let snižují zejména z důvodu očekávaných klesajících nákladů cizího kapitálu podniku. Náklady vlastního kapitálu jsou na velmi vysoké úrovni, která reflektuje značné riziko vlastníků a potenciálních investorů, jenž by mohli uvažovat o vstupu do společnosti v rámci IPO. Náklady na vlastní kapitál až do roku 2024 převyšují očekávané ROE, jehož výsledky byly uvedeny v grafu 4, což podtrhuje zejména nutnost spoléhání se na naplnění stanoveného finančního plánu se zvýšeným rizikem.

Výpočet diskontovaného FCFF s pomocí třífázového modelu DCF entity

Stanovení nediskontovaného FCFF pro první fázi je obsahem tabulky 15 výše. V souladu se vzorcem 24 je v tabulce 18 uvedena diskontovaná hodnota volných peněžních toků pro vlastníky i věřitele v období pěti let finančního plánu.

Tabulka 18 Diskontované FCFF první fáze v tis. Kč

Rok	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**
FCFF první fáze	-3 863	-10 115	-9 716	-8 851	341
WACC	15,62 %	12,63 %	11,36 %	10,71 %	10,89 %
Odúročitel	0,8649	0,7883	0,7241	0,6656	0,5963
Diskontované FCFF k 31. 12. 2021	**-3 341**	**-7 974**	**-7 036**	**-5 892**	**204**
Současná hodnota první fáze					**-24 039**

Zdroj: Vlastní zpracování

V tabulce 18 uvedená diskontní míra je přímo převzata z realizovaného výpočtu průměrných vážených nákladů kapitálu podniku v jednotlivých letech. Diskontovaná hodnota FCFF je v souladu se zjištěními z tabulky 15 ve všech letech vyjma roku 2026 záporná, což ve výsledku vytváří negativní současnou hodnotu první fáze oceňovacího modelu DCF entity ve výši mírně přesahující 24 milionů Kč.

Výpočet současné hodnoty druhé fáze je uveden v tabulce 19 níže. V rámci druhé fáze bylo stanoveno roční tempo růstu KPVH, které je shodné s tempem růstu provozně nutného investovaného kapitálu podniku, a to ve výši 25 % pro rok 2027. V následujících letech tempo růstu KPVH, jakož investic průběžně klesá až na úroveň 3 % z důvodu nutnosti stabilizace tempa růstu celé společnosti před vstupem do třetí fáze pokračující hodnoty.

Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu, stanovená dle vzorce 16, je v průběhu druhé fáze v důsledku stabilizujících se růstů snižována z hodnoty 36,1 % roku 2027 na 29,8 % v roce 2031. Právě výsledek posledního roku je s ohledem na vysoce atraktivní obor IoT, a strategii společnosti spočívající v co nejužším, pro provoz nezbytně nutném držením aktiv, považována za dlouhodobě udržitelnou. Výsledek $r_{K(2031)}$ tak umožňuje přechod do nekonečně dlouho trvající, pokračující hodnoty ve třetí fázi modelu DCF entity.

Tabulka 19 Diskontované FCFF druhé fáze v tis. Kč

Rok	**2027**	**2028**	**2029**	**2030**	**2031**
Tempo růstu KPVH	25,00 %	17,50 %	10,00 %	5,00 %	3,00 %
KPVH	46 722	54 898	60 388	63 407	65 309
Provozně nutný investovaný kapitál	161 586	189 864	208 850	219 293	225 871
Rentabilita investovaného kapitálu	36,1 %	34,0 %	31,8 %	30,4 %	29,8 %
FCFF	**14 404**	**26 620**	**41 401**	**52 965**	**58 730**
WACC	12,24 %	12,24 %	12,24 %	12,24%	12,24 %
Odúročitel	0,5001	0,4456	0,3970	0,3537	0,3151
Diskontované FCFF k 31. 12. 2021	**7 204**	**11 861**	**16 436**	**18 733**	**18 507**
Současná hodnota druhé fáze					**72 740**

Zdroj: Vlastní zpracování

V tabulce 19 uvedené FCFF ukazuje na výrazný nárůst hodnot oproti první, vysoce růstové fázi podniku. To je zapříčiněno předpokladem, že v první fázi společnost vydává významné částky na investice do provozně nutného investovaného kapitálu pro schopnost naplnění růstových ambicí, které se právě v období druhé fáze stabilizace snižují na dlouhodobě udržitelnou úroveň. Z toho důvodu je očekáváno generování kladného volného peněžního toku ve všech letech 2027–2031. V tabulce 19 uvedená diskontní míra je tvořena aritmetickým průměrem diskontní míry z období let první fáze a její výše 12,24 % plně zachycuje riziko pojící se s podnikatelskými aktivitami společnosti v těchto letech.

Tabulka 19 závěrem poskytuje náhled na diskontované FCFF k datu ocenění podniku, které se průběžně zvyšuje z hodnoty 7,2 mil. Kč až na 18,5 mil. Kč v závěrečném roce stabilizační fáze. Souhrnná diskontovaná hodnota druhé fáze tak k datu ocenění činí bezmála 73 mil. Kč.

Závěrečná třetí fáze podniku je stanovena jakožto perpetuita, kterou tvoří nekonečná řada FCFF rostoucích dlouhodobým tempem růstu g. Výsledek dle vzorce 23 a shodně parametry vstupující do výpočtu pokračující hodnoty jsou uvedeny v tabulce 20.

Tabulka 20 Současná hodnota třetí fáze v tis. Kč

Dlouhodobé tempo růstu g	2 %
Investice netto 2032	4 517
FCFF 2032	62 098
WACC	12,24 %
Pokračující hodnota	606 334
Současná hodnota pokračující hodnoty	**191 062**

Zdroj: Vlastní zpracování

V tabulce 20 uvedené dlouhodobé tempo růstu g bylo stanoveno konzervativně na hodnotě 2 %, což odpovídá úrovni dlouhodobého inflačního cíle podle ČNB (2023d). Tempo růstu ve třetí fázi oceňovacího modelu bylo stanoveno kvalifikovaným odhadem, při zachování konzervativního přístupu. Dvouprocentní růst rovněž spadá do odbornou literaturou doporučovaného intervalu. Tempo růstu g má v rámci pokračující hodnoty markantní vliv na výsledek ocenění a v případě volby výraznějšího tempa růstu, nežli jsou stanovená 2 %,

vzniká významná disproporce mezi výslednými hodnotami druhé a třetí fáze. Dvouprocentní dlouhodobě udržitelný růst tak je v širším kontextu oceňované společnosti považován za zcela adekvátní.

Diskontní míra v pokračující hodnotě byla ponechána na stejné úrovni z předchozí, stabilizační fáze. 12,24 % je považováno za hodnotu vhodně reflektující náklady kapitálu společnosti ve třetí fázi, jakož i specifická rizika podniku.

Výsledná současná hodnota třetí fáze k datu ocenění činí 191 mil. Kč, čímž reprezentuje nejvyšší hodnotu ze všech tří fází oceňovacího modelu DCF entity.

Stanovení hodnoty podniku

V tabulce 21 je uveden výpočet pro stanovení výsledné hodnoty podniku podle doporučení Maříka et al. (2018b, s. 237).

Tabulka 21 Stanovení hodnoty podniku v tis. Kč

Současná hodnota první fáze	-24 039
Současná hodnota druhé fáze	72 740
Současná hodnota třetí fáze	191 062
Hodnota podniku brutto	**239 764**
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	23 048
Provozní hodnota netto	216 716
Neprovozní majetek k datu ocenění	2 066
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota podniku netto)	**218 781**

Zdroj: Vlastní zpracování

V tabulce 21 uvedené hodnoty první, druhé a třetí fáze jsou přímo převzaty ze zjištěných výsledků uvedených v tabulkách 18, 19 a 20. Prostým součtem výsledků všech tří fází je získána hodnota podniku na úrovni brutto k datu ocenění, která pro HARDWARIO činí 239.764 tis. Kč. Dodatečnými úpravami, tedy očištěním o úročený cizí kapitál a přičtením dříve vyřazeného neprovozního majetku je získána hodnota podniku netto. Hodnota podniku netto vyjadřuje současnou hodnotu vlastního kapitálu k datu ocenění, a pro HARDWARIO odpovídá výši 218.781 tis. Kč.

3.4.2 Metoda tržního porovnání

Metoda tržního porovnání je aplikována na základě dat od podniků, které se zabývají oborem IoT a jejichž akcie jsou obchodovány na kapitálových trzích po celém světě. Tím je zajištěno maximálně reliabilních dat poskytujících obraz o situaci, která panuje na kapitálových trzích u společností v oboru IoT. Zvolené společnosti jsou takové, které je dle jejich zaměření možné označit za přímou konkurenci HARDWARIO, pro dosažení maximální relevantnosti zjištěných výsledků. V následujících odstavcích jsou v rámci metody tržního porovnání zkoumány ukazatele EV/Tržby, EV/EBITDA a P/E. Pro další možné metody tržního porovnání, kterými je například srovnání s podniky, jejichž hodnota byla stanovena v rámci IPO, v rámci privátní veřejné transakce či dle odvětvových ukazatelů nebyl zajištěn dostatek relevantních sekundárních dat, který by umožnil jejich spolehlivou realizaci.

Metoda tržního porovnání u všech tří ukazatelů je vyhotovena na základě dat Staníka (2022) a vlastního zpracování ocenění společnosti HARDWARIO s pomocí metody DCF entity, jenž je součástí předchozího oddílu této práce. V rámci všech tří ukazatelů jsou hodnoty prezentovány dle skutečně dosažených výsledků v roce 2021 a následně dle očekávaných hodnot pro dané akciové tituly v letech následujících. Pro HARDWARIO je budoucí vývoj

prezentován na základě interního finančního plánu při konstantě zjištěné EV v čitateli a proměnné v podobě dané vztahové veličiny ve jmenovateli.

Srovnání dle ukazatele EV/Tržby

Výsledky metody tržního porovnání dle ukazatele EV/EBITDA jsou uvedeny v příloze 10 této práce. V rámci zjištěných hodnot je možné pozorovat, že medián výsledků porovnávaných společností s pomocí ukazatele EV/Tržby je v roce 2021 na úrovni 3,0. Třetí kvartil prezentuje hodnotu 6,0 a první kvartil 1,5.

Výsledky HARDWARIO s hodnotou 13,6 pro rok 2021 tak v případě tohoto ukazatele zobrazují značné nadhodnocení zkoumaného podniku ve srovnání s konkurencí. V následujících letech je tomu obdobně. S ohledem na plánovaný růst tržeb se HARDWARIO pod úroveň výsledků třetího kvartilu se svojí EV na úrovni 239 mil. Kč dostává až při očekávaných tržbách roku 2024. V posledních dvou letech zkoumaného období se výsledky HARDWARIO dále zlepšují a postupně klesají až pod úroveň prvního kvartilu, tvořeného předpokladem výsledků třinácti sledovaných konkurenčních společností.

Srovnání dle ukazatele EV/EBITDA

Souhrn výsledků zjištěných s pomocí EV/EBITDA je prezentován v příloze 11. Obdobně jako u ukazatele EV/Tržby, také výsledky EV/EBITDA zobrazují výsledky ocenění dosažené s pomocí DCF entity značně nad porovnávanými společnostmi. Podíl EV a EBITDA u HARDWARIO v roce 2021 vykazuje hodnotu 36,9, kdežto medián sledovaných společností byl na úrovni 25,9. Ve výsledcích k datu ocenění však oceňovaná společnost převyšuje třetí kvartil méně, nežli tomu je u srovnání s pomocí EV/Tržby. Třetí kvartil dle EV/EBITDA je zjištěn s výsledkem 30,7. Ačkoliv je stanovená EV HARDWARIO stále nad trhem, rozdíl zde není markantní.

V souvislosti s očekávaným poklesem výkonnosti v roce 2022 však EV/EBITDA HARDWARIO vzroste až na hodnotu 48,1, což v kontextu srovnávaných společností opět vytváří markantní rozdíl. V následujících letech je očekávána stabilizace s tím, že společnost v rámci EV/EBITDA dosáhne třetího kvartilu v roce 2024, tedy totožném roce jako v případě ukazatele EV/Tržby.

Srovnání dle ukazatele P/E

Výsledky metody tržního porovnání dle poměru P/E, tedy podílu ceny akcie vůči zisku na akcii jsou součástí přílohy 12 této práce. Obdobně jako u předchozích dvou ukazatelů, rovněž podíl P/E zobrazuje nadhodnocení HARDWARIO vůči trhu k datu ocenění a v úvodních letech finančního plánu. Hodnota P/E pro rok 2021 je, při výsledné hodnotě vlastního kapitálu HARDWARIO ve výši bezmála 219 mil. Kč a zisku 3 mil. Kč, na úrovni 72,7. Medián třinácti listovaných akciových konkurentů v tomto roce činí 28,9, třetí kvartil 31,9 a první kvartil 28,6. Rozpětí mezi prvním a třetím kvartilem u tohoto ukazatele není významné a HARDWARIO se tak jasně vymyká tržnímu trendu. Nezbytné je však vzít v potaz skutečnost, že HARDWARIO je i v roce 2021 v zisku. Pět ze třinácti zkoumaných společností v tomto roce vykazuje ztrátu a P/E tak nemůže být vypočteno. Ačkoliv jsou zisky HARDWARIO na nízké úrovni, schopnost dosahovat zisků je jednoznačně pozitivní skutečností.

V následujících letech je situace v důsledku poklesu ziskovosti oceňované společnosti ještě radikálnější, kdy pro rok 2022 je očekáváno P/E na hodnotě 744,2. V případě, že by investor zakoupil akcii, která je podložena hodnotou vlastního kapitálu společnosti na úrovni 219 mil. Kč, musel by čekat přes 740 let, než by se mu jeho investice ze zisků společnosti splatila v případě, že by zisk v dalších letech zůstal neměnný. HARDWARIO však očekává průběžný růst ziskovosti a při zachování konstantní hodnoty vlastního kapitálu se také v rámci P/E

dostane až pod medián výsledků sledovaných společností. V případě tohoto ukazatele k tomu však dle předpokladů dojde až v roce 2025, tedy o rok později než v případě ukazatelů EV/Tržby a EV/EBITDA.

Zjištěné výsledky metody tržního porovnání indikují, že společnost HARDWARIO, oceněná metodou DCF entity s využitím interních finančních plánů managementu je v kontextu listovaných akciových titulů, které působí v oboru IoT, k datu ocenění nadhodnocená. To neznamená nic jiného, než že trh oceňuje sledované společnosti na nižší cenové úrovni, než jaká je zjištěná hodnota HARDWARIO prostřednictvím metody DCF entity.

V případě IPO a následného obchodování na burzovním trhu tak může být pro HARDWARIO komplikované udržet stanovenou cenovou úroveň v dlouhodobém časovém horizontu, a to zejména v případě, že společnost nebude schopna naplnit stanovené finanční plány a růstové ambice.

Na druhou stranu, vysoké násobky zkoumaných ukazatelů jsou způsobeny malou velikostí společnosti v roce 2021 a očekávaným radikálním růstem v blízké budoucnosti. HARDWARIO je navíc i přes svoji velikost a dobu působení na trhu ziskovou firmou, která nevytváří ztrátu a management viditelně operuje s péčí řádného hospodáře při schopnosti přinášet inovace a technologicky držet krok s konkurencí. Ovšem s přihlédnutím na celkový obraz ocenění je zřejmé, že potenciální investoři budou muset počítat s dlouhodobou vizí společnosti a nutností bude ochota držet akcie zakoupené v rámci IPO po dobu alespoň 3 až 4 let. Z toho důvodu je nezbytné chápat zejména významný potenciál, který trh IoT přináší, a věřit ve schopnost jeho využití ze strany HARDWARIO, což stanovené nadhodnocení vůči trhu do značné míry ospravedlňuje.

3.5 Stanovení cenového rozpětí akcie

Cenové rozpětí akcie společnosti HARDWARIO, které je doporučeno využít pro IPO na trhu START Burzy cenných papírů Praha je stanoveno na základě výsledků výnosového ocenění s pomocí metody DCF entity. S přihlédnutím na skutečnost, že HARDWARIO bylo k datu ocenění společností s ručením omezeným, je pro stanovení konkrétního cenového rozpětí převzata výše základního kapitálu po transformaci na akciovou společnost a dodatečném zvýšení základního kapitálu, které v průběhu roku 2022 podle informací na webu justice.cz (2023b) proběhlo. Výše základního kapitálu, a tedy počet akcií v nominální hodnotě 1 Kč, je pro stanovení ceny akcie pro IPO přímo převzata z finančního plánu společnosti. To je v souladu s východiskem, ve kterém byl finanční plán managementem společnosti zpracován, tedy v tzv. pre-money podobě s absencí procesu zvýšení základního kapitálu v rámci IPO. Celkový počet akcií, z kterého stanovení cenového rozpětí vychází je určen ve výši 11.479.000 ks akcií.

Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku, tedy hodnota podniku netto byla stanovena ve výši 218.781 tis Kč. Při algebraické úpravě vzorce 24 a dosazení hodnoty podniku netto a počtu akcií je výsledkem střední hodnota jedné akcie ve výši 19 Kč, po nezbytném zaokrouhlení na celé koruny.

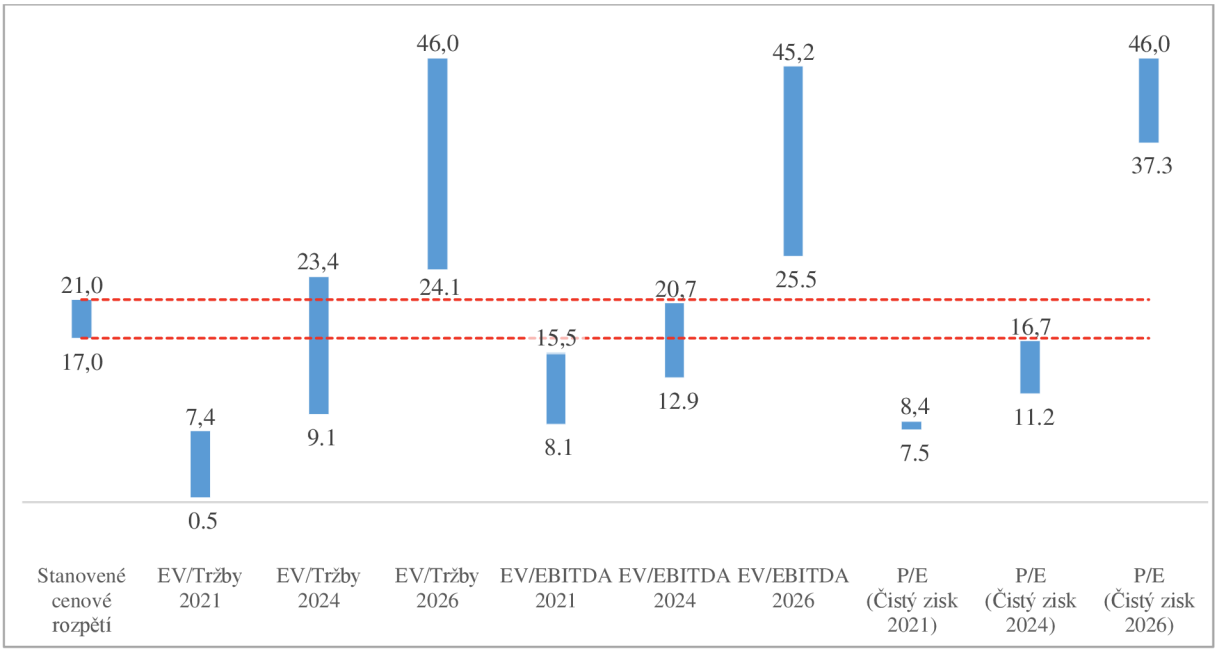
Vzhledem ke skutečnosti, že v procesu ocenění a zejména při stanovení diskontní míry mohlo dojít k chybám a opomenutím, stejně tak s přihlédnutím na mechanismus zvýšení základního kapitálu prostřednictvím IPO na mnohostranném obchodním systému pražské burzy, je stanoveno 10% cenové rozpětí od zjištěné střední hodnoty ve výši 19 Kč na akcii. Stanovením 10% rozpětí je tak umožněna svobodná volba trhu pro naplnění charakteru rovnovážné tržní ceny, tedy ceny takové, při které je vyrovnána nabídka s poptávkou. Právě s pomocí aplikace

10% diskontu a přirážky ke střední hodnotě 19 Kč je vytvořeno doporučené cenové rozpětí akcie v souladu se stanoveným cílem této práce.

Doporučené cenové rozpětí akcie společnosti HARDWARIO a.s., pro IPO na trhu START burzy cenných papírů Praha je stanoveno v intervalu od 17 do 21 Kč.

Na grafu 5 níže je stanovené cenové rozpětí akcie zasazeno do tržního kontextu. Výpočet cenových hodnot pro jednu akcie, převzatých ze zjištění metodou tržního porovnání byl realizován s pomocí vzorce 26 a následnou úpravou dle vzorce 24.

Graf 5 Stanovené cenové rozpětí akcie v kontextu tržního porovnání



Zdroj: Vlastní zpracování

V grafu 5 uvedené cenové rozpětí podle ukazatelů EV/Tržby, EV/EBITDA a P/E pro jednotlivé roky vychází z hodnot násobků srovnatelných společností. Spodní cenová hladina je odvozena od prvního kvartilu sledovaného ukazatele v daném roce. Horní cenová hladina je odvozena totožně, avšak její podklad je reprezentován třetím kvartilem.

Závěrem je možné konstatovat, že cenové rozpětí akcie společnosti HARDWARIO a.s. je pro IPO stanoveno nad trhem oceňovanou hodnotou konkurence. Při doporučeném cenovém pásmu v rozpětí 17 až 21 Kč za akcii se cena dostane do normálu trhu v roce 2024. Potenciální investoři vstupující do společnosti tak musí být schopni docenit potenciál společnosti a věřit schopnostem managementu v naplnění slibovaného růstu a rozvoje. Pokud se tento předpoklad naplní, poté je očekáván významný růst ceny akcie zkoumané společnosti na násobně vyšší hodnoty, než je doporučených 17 až 21 Kč. Finální potvrzení či vyvrácení stanovené tržní ceny tak ultimátně leží v rukou investorů kapitálového trhu, jelikož jsou to právě oni, kdo má možnost rozhodnout o správnosti provedených výpočtů doporučované tržní ceny.

4 Závěr

Diplomová práce se zabývala detailním pokrytím celého procesu stanovení hodnoty podniku, který se zaměřuje na digitalizaci světa kolem nás s pomocí nejmodernějších technologií internetu věcí.

Cílem této práce bylo stanovení cenového rozpětí akcie společnosti HARDWARIO a.s., pro IPO na trhu START Burzy cenných papírů Praha. Pro naplnění stanoveného cíle bylo nutné zrealizovat množství dílčích kroků a analýz, které hloubkově prověřily potenciál celého IoT trhu, ale rovněž samotného podniku, včetně jeho finanční situace s výhledem do budoucna.

Provedení vzájemně souvisejících a na sebe navazujících dílčích kroků umožnilo stanovit tržní hodnotu podniku, z které je přímo odvozeno cenové rozpětí jedné akcie. Stanovené cenové rozpětí je vhodné využít při primární veřejné nabídce akcií na mnohostranném obchodním systému pražské burzy. Zjištěné výsledky a rovněž dílčí souvislosti, které byly v rámci procesu ocenění zjištěny však nemusí sloužit pouze pro potřeby IPO, ale mohou být dále využity managementem podniku a také ze strany širší odborné veřejnosti. Poskytují totiž detailní vhled do specifik a charakteristik české inovativní technologické společnosti HARDWARIO a atraktivního oboru internetu věcí, ve kterém působí.

V procesu stanovení cenového rozpětí akcie zkoumaného podniku se praktická část práce zaměřila na analýzu materiálně významných předpokladů, stejně tak vnitřních i vnějších faktorů, které souvisí s podnikatelskými aktivitami zkoumaného podniku v širším strategickém rámci. S přihlédnutím na působení společnosti v oboru internetu věcí bylo ve strategické analýze zhotoveno komplexní zjištění globálních hybných sil, charakteristik trhu, mikrookolí podniku a vnitřního potenciálu podniku. K tomu bylo využito zejména sekundárních dat od profesionálních poradenských a analytických společností, společně s daty od ministerstev ČR. Výsledkem byla možnost vyslovit hodnotící výrok strategické analýzy, spočívající v tvrzení, že trh internetu věcí vyjadřuje jeden z nejvíce perspektivních oborů současnosti, jelikož téměř všechny zjištěné faktory podporují jeho značnou atraktivitu dnes i v blízké budoucnosti. Přičemž samotné HARDWARIO dosahuje adekvátních predispozicí a skvělého vnitřního potenciálu k tomu, aby svoji misi a dílčí rozvojové plány i přes minoritní nedostatky a slabé stránky bylo schopno naplnit.

Finanční analýza se jakožto jedna z dílčích částí praktické části této práce věnovala vyhodnocení finanční situace ve zkoumaném podniku. Její vyhotovení bylo učiněno k prokázání adekvátních finančních předpokladů ke schopnosti dlouhodobé existence a vytváření hodnoty v souvislosti s výsledky strategické analýzy. K tomu byly aplikovány metody vybraných absolutních, rozdílových a poměrových ukazatelů, jejichž výsledky potvrdily, že podnik splňuje tzv. going concern princip a jeho životaschopnost není i přes určitá zjištěná rizika a slabé stránky ohrožena. Stejně tak byl za realizovatelný označen finanční plán společnosti, který však zejména v otázce naplnění předpokládaných růstů obratu vykazuje určitá rizika, jenž by měl management účinně řídit.

Na základě výsledků strategické a finanční analýzy, v rámci kterých nebyla identifikována skutečnost signalizující markantní riziko ukončení hospodářské činnosti zkoumané společnosti z organizačních, finančních či legislativních důvodů, byla stanovena hodnota podniku. Klíčovou využitou metodou pro ocenění byla třífázová metoda diskontovaných peněžních toků pro vlastníky i věřitele, jejíž výsledky byly zasazeny do kontextu situace na kapitálovém trhu prostřednictvím metody tržního porovnání. Pro stanovení volných peněžních toků bylo využito dat finančního plánu společnosti, ze kterého byla rizika propsána do diskontní míry budoucích volných peněžních toků, která pak ve všech letech přesahovala 10,71 %.

Výsledkem bylo stanovení hodnoty podniku na úrovni brutto, tzv. enterprise value ve výši 239.764 tis. Kč a hodnoty vlastního kapitálu podniku ve výši 218.781 tis. Kč. Právě ze zjištěné hodnoty vlastního kapitálu byla následně stanovena střední hodnota cenového rozpětí jedné akcie ve výši 19 Kč s určením 10% rozpětí na obě strany pro pokrytí možných chyb, opomenutí a dodatečných rizik. Desetiprocentní rozpětí od střední hodnoty je obecně považováno za adekvátní k umožnění svobodné volby trhu a naplnění charakteru rovnovážné tržní ceny při procesu primární veřejné nabídky akcií společnosti HARDWARIO a.s.. **Konečné doporučené cenové rozpětí akcie společnosti HARDWARIO a.s., pro IPO na trhu START burzy cenných papírů Praha bylo stanoveno v intervalu od 17 do 21 Kč.**

Při zasazení zjištěné hodnoty, postavené na metodě diskontovaných volných peněžních toků, do kontextu kapitálového trhu vyšlo najevo, že stanovená cena je nad úrovní ocenění konkurence. Vysoké valuační násobky, kterých HARDWARIO při daném ocenění dosahuje, je dáno jeho dosavadní malou velikostí a očekávaným radikálním růstem v blízké budoucnosti. Právě významný rozvoj společnosti zajistí, že její ocenění se dostane do normálu přibližně v roce 2024. Z toho důvodu je nutností brát v potaz a chápat významný obchodní potenciál, který HARDWARIO prostřednictvím svých technologických inovací na atraktivní trh internetu věcí přináší, čímž je jeho cena v kontextu veřejně obchodovatelných podniků ospravedlněna.

Literatura

Primární zdroje

HARDWARIO a.s., *Interní finanční plán společnosti*. Liberec, 2022.

HARDWARIO a.s., *Interní účetní závěrka v plném rozsahu 2017*. Liberec, 2018.

HARDWARIO a.s., *Interní účetní závěrka v plném rozsahu 2018*. Liberec, 2019.

JUSTICE.CZ. Sbírka listin: HARDWARIO a.s. *Veřejný rejstřík a Sbírka listin* [online]. Praha, 2023a [cit. 2023-01-09]. Dostupné z: https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=931040

Odborné knihy a časopisy

DAMODARAN, A. *THE DARK SIDE OF VALUATION: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses*. 3rd edition. United States of America: Pearson Education, 2018, 800 s. ISBN 978-0-13-485410-6.

DLUHOŠOVÁ, D. et al. *Finanční řízení a rozhodování podniku : analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita, interakce*. Čtvrté vydání. Osnice : Ekopress, 2021. 262 s. ISBN 978-80-87865-71-2.

FOTR, J. et al.. *Tvorba strategie a strategické plánování: teorie a praxe*. 2., aktualizované a doplněné vydání. Praha: Grada Publishing, 2020, 416 s. ISBN 978-80-271-2499-2.

HANZELKOVÁ, A., KEŘKOVSKÝ M., VYKYPĚL O. *Strategické řízení: teorie pro praxi*. 3. přepracované vydání. Praha: C.H. Beck, 2017, 256 s. ISBN 978-80-7400-637-1.

IVS. *International Valuation Standards 2017: IVS 104: BASES OF VALUE*. Londýn: INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL, 2017.

KEŘKOVSKÝ, M., NOVÁK P. et al. *Finanční strategie: krok za krokem*. Praha: C.H. Beck, 2015, 224 s. ISBN 978-80-7400-562-6.

KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001, 367 s. ISBN 80-717-9529-1.

KNÁPKOVÁ, A. et al. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 3. kompletně aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2017. 232 s. ISBN 978-80-271-0563-2.

KUBÍČKOVÁ, D., JINDŘICHOVSKÁ, I. *Finanční analýza a hodnocení výkonnosti firmy*. Praha : C.H. Beck, 2015. 368 s. ISBN 978-80-7400-538-1.

MAŘÍK, M. et al. *Metody oceňování podniku pro pokročilé : hlubší pohled na vybrané problémy*. Druhé, upravené vydání. Praha : Ekopress, 2018a. 548 s. ISBN 978-80-87865-42-2.

MAŘÍK, M. et al. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha : Ekopress, 2018b. 551 s. ISBN 978-808-7865-385.

MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P., Strategická analýza jako důležitá součást struktury ocenění podniku. *Oceňování*, 2020, roč. 13, č. 1-2, s. 33-52, ISSN 1803-0785.

ROSENBAUM, J., PEARL, J. *Investment Banking: Valuation, LBOs, M&A, and IPOs*. Third Edition. Hoboken, New Jersey : John Wiley, 2020. 512 s. ISBN 978-1-119-70658-8.

RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 7. aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2021, 168 s. ISBN 978-80-271-3124-2.

SEDLÁČKOVÁ, H., BUCHTA K. *Strategická analýza*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2006, 121 s. ISBN 80-717-9367-1.

SCHOLLEOVÁ, H. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 3. aktualizované vydání. Praha : Grada Publishing, 2017. 272 s. ISBN 978-80-271-0413-0.

VOCHOZKA, M. et al. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 2. aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2020, 480 s. ISBN 978-80-271-1701-7.

VOCHOZKA, M., MULAČ P. et al. *Podniková ekonomika*. Praha: Grada, 2012, 576 s. ISBN 978-80-247-4372-1.

ZIMA, P. *Oceňování podniků v právní praxi*. Praha: C.H. Beck, 2016, 272 s. ISBN 978-80-7400-623-4.

Internetové zdroje

CENTENARO, M. et al. *A Survey on Technologies, Standards and Open Challenges in Satellite IoT* [online]. 2021 [cit. 2023-01-11]. 28 s. ISSN 1553-877X. Dostupné z: doi:10.1109/COMST.2021.3078433

ČNB. Fixing úrokových sazeb na mezibankovním trhu depozit – PRIBOR. *Česká národní banka* [online]. Praha, 2023c [cit. 2023-02-02]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni-trhy/penezni-trh/pribor/fixing-urokovych-sazeb-na-mezibankovnim-trhu-depozit-pribor/

ČNB. Inflační cíl. *Česká národní banka* [online]. Praha, 2023d [cit. 2023-02-04]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/inflacni-cil/

ČNB. Jak se vyvíjela dvoutýdenní repo sazba ČNB?. *Česká národní banka* [online]. Praha, 2023a [cit. 2023-01-18]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/casto-kladene-dotazy/Jak-se-vyvijela-dvoutydenni-repo-sazba-CNB/

ČNB. Výnos koše státních dluhopisů s průměrnou zbytkovou splatností 10 let. *Česká národní banka: ARAD systém časových řad* [online]. Praha, 2023b [cit. 2023-01-12]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=1&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=22048&p_uka=3&p_strid=AEBA&p_od=200004&p_do=202212&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C

ČSÚ. Demografická příručka - 2020. *Český statistický úřad* [online]. Praha, 2022a [cit. 2023-01-11]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/demograficka-prirucka-2020

ČSÚ. High-tech sektor. *Český statistický úřad* [online]. Praha, 2022b [cit. 2023-01-11]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/high_tech_sektor

ČSÚ. Klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE). *Český statistický úřad* [online]. Praha, 2023 [cit. 2023-01-09]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/klasifikace_ekonomickych_cinnosti_cz_nace.

ČSÚ. Vzdělání. *Český statistický úřad* [online]. Praha, 2022c [cit. 2023-01-11]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/scitani2021/vzdelani

DAMODARAN, A. *Damodaran online* [online]. New York, 2023 [cit. 2023-02-04]. Dostupné z: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/

EU. A NEW STRATEGIC AGENDA: 2019 – 2024. *Council of the European Union* [online]. Brusel, 2019, 21.6.2019 [cit. 2023-01-09]. Dostupné z: https://www.consilium.europa.eu/media/39914/a-new-strategic-agenda-2019-2024.pdf

Fundlift. HARDWARIO. *Fundlift: Investiční crowdfunding. Pro každého.* Praha, 2023 [online]. [cit. 2023-02-02]. Dostupné z: https://www.fundlift.cz/#/cs/projekt/1257

HARDWARIO a.s.. Unijní prospekt pro růst akcie společnosti HARDWARIO a.s.. *HARDWARIO – Vše co potřebujete k nasazení Internet-of-Things* [online] Liberec, 2022, 71 s. [cit. 2023-01-09] Dostupné z: https://www.hardwario.com/files/Prospekt_HARDWARIO_a.s%20%E2%80%93%20FINAL.pdf

HARDWARIO. *HARDWARIO – Vše co potřebujete k nasazení Internet-of-Things* [online]. Liberec, 2023a [cit. 2023-01-09]. Dostupné z: https://www.hardwario.com/cs/

HARDWARIO. O nás. *HARDWARIO – Vše co potřebujete k nasazení Internet-of-Things* [online]. Liberec, 2023b [cit. 2023-01-09]. Dostupné z: https://www.hardwario.com/cs/o-nas/

HW SERVER. Kdy přijde konec GPRS?. *HW server: vše o elektronice a automatizaci* [online]. Praha, 2018 [cit. 2023-01-11]. Dostupné z: https://vyvoj.hw.cz/kdy-prijde-konec-gprs.html

CHUI, M. et al. IoT value set to accelerate through 2030: Where and how to capture it. *McKinsey & Company* [online]. 2022 [cit. 2023-01-11]. Dostupné z: https://www.mckinsey.com/capabilities/mckinsey-digital/our-insights/iot-value-set-to-accelerate-through-2030-where-and-how-to-capture-it

JAY, A. Number of Internet of Things (IoT): Connected Devices Worldwide 2022/2023: Breakdowns, Growth & Predictions. *FinancesOnline: Reviews for Business* [online]. Varšava, 2023, [cit. 2023-01-11]. Dostupné z: https://financesonline.com/number-of-internet-of-things-connected-devices/

JUSTICE.CZ. Výpis z obchodního rejstříku: HARDWARIO a.s. *Veřejný rejstřík a Sbírka listin* [online]. Praha, 2023b [cit. 2023-01-09]. Dostupné z: https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=931040&typ=PLATNY.

MICROSOFT. IoT technologies and protocols. *Microsoft* [online]. 2023 [cit. 2023-01-11]. Dostupné z: https://azure.microsoft.com/en-us/solutions/iot/iot-technology-protocols/

Ministerstvo financí ČR. Makroekonomická predikce: listopad 2022. *Ministerstvo financí České republiky* [online]. Praha, 2022 [cit. 2023-01-10]. Dostupné z: https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2022/makroekonomicka-predikce-listopad-2022-49272

MPO. Panorama zpracovatelského průmyslu ČR. *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. Praha, 2023 [cit. 2023-01-12]. Dostupné z: https://www.mpo.cz/cz/panorama-interaktivni-tabulka.html

Programové prohlášení vlády České republiky. *Vláda České republiky* [online]. Praha, 2022, [cit. 2023-01-09]. Dostupné z: https://www.vlada.cz/assets/jednani-vlady/programove-prohlaseni/programove-prohlaseni-vlady-Petra-Fialy.pdf

PSE. HARDWARIO úspěšně vstoupilo na trh START. *Prague Stock Exchange* [online]. Praha, 2023, [cit. 2023-01-09]. Dostupné z: https://www.pse.cz/novinky/hardwario-uspesne-vstoupilo-na-trh-start

SECTRON: 2G and 3G networks are shutting down globally?!. *SECTRON* [online]. Ostrava, 2018 [cit. 2023-01-11]. Dostupné z: https://eshop.sectron.eu/en/2g-and-3g-networks-are-shutting-down-globally/a-6316/

STANÍK, J. Comparison of 17 Companies in IoT: Annual Data (2000 - 2027). *Helgi Library: We like numbers. We collect them, analyse them and look for stories they might be hiding.* [online]. Praha, 2022 [cit. 2023-02-05]. Dostupné z: https://www.helgilibrary.com/reports/comparison-of-17-companies-in-iot

The European Large-Scale Pilots Programme: Driving IoT Innovation at Scale in Europe. *IoT European Large-Scale Pilots Programme* [online]. Brusel, 2019 [cit. 2023-01-11]. Dostupné z: https://european-iot-pilots.eu/download-the-new-iot-lsps-ebook-the-european-large-scale-pilots-programme-driving-iot-innovation-at-scale-in-europe/

VAILSHERY, L. Internet of Things (IoT) total annual revenue worldwide from 2020 to 2030. *Statista* [online]. New York, 2022 [cit. 2023-01-11]. Dostupné z: https://www.statista.com/statistics/1194709/iot-revenue-worldwide/

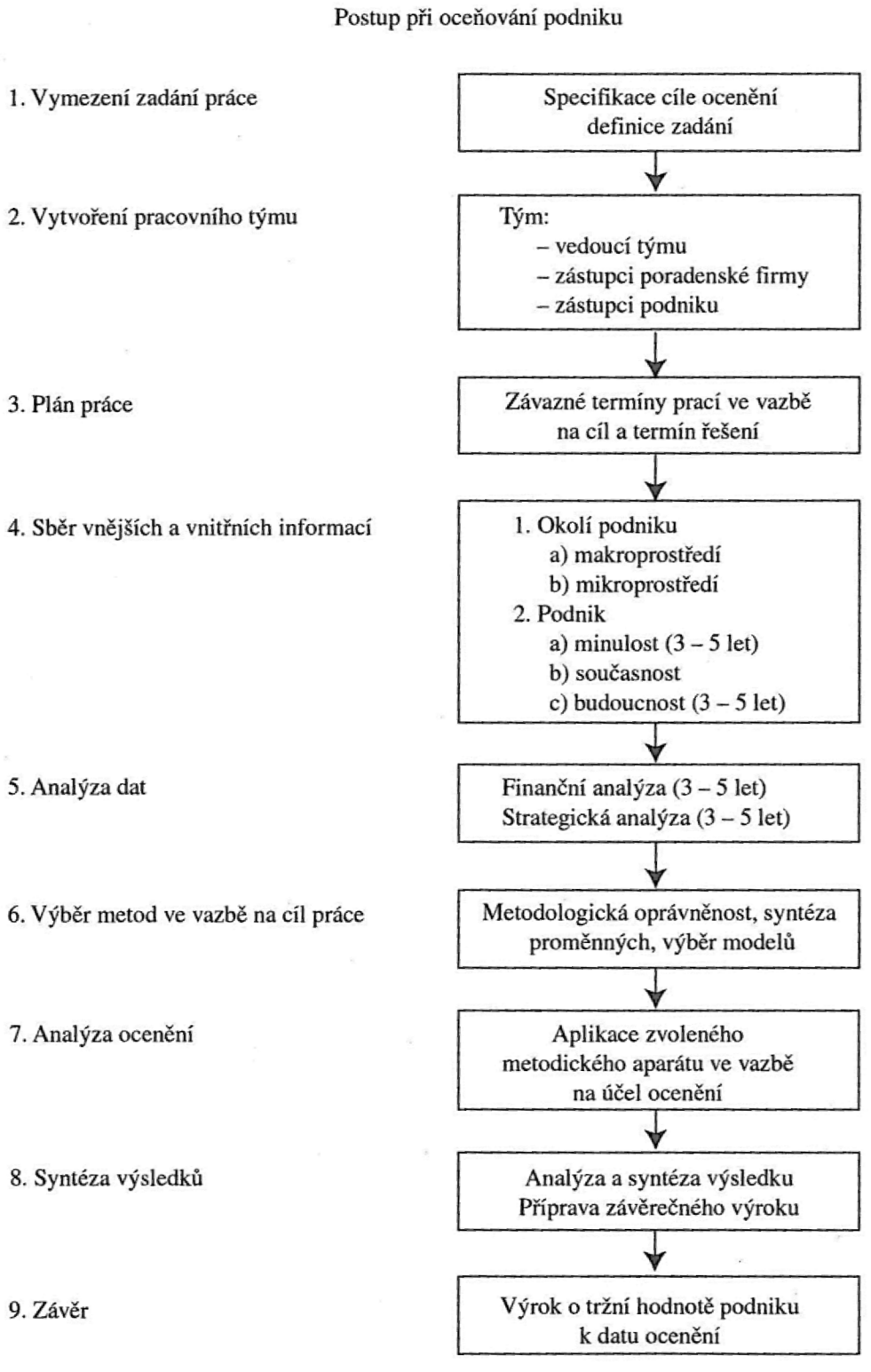
WEGNER, P. Global IoT market size grew 22% in 2021: These 16 factors affect the growth trajectory to 2027. *IoT Analytics: Market insights for the internet of things* [online]. Hamburg, 2022 [cit. 2023-01-11]. Dostupné z: https://iot-analytics.com/iot-market-size/

Seznam příloh

Příloha 1 Schéma postupu při oceňování podniku I
Příloha 2 PEST analýza – vybrané makroekonomické ukazatele II
Příloha 3 Transkript rozhovoru s finančním ředitelem společnosti HARDWARIO a.s. III
Příloha 4 Rozvaha – Aktiva VI
Příloha 5 Rozvaha – Pasiva VII
Příloha 6 Výkaz zisku a ztráty VIII
Příloha 7 Horizontální analýza IX
Příloha 8 Vertikální analýza XII
Příloha 9 Výpočet WACC XV
Příloha 10 Tržní porovnání dle ukazatele EV/Tržby XVI
Příloha 11 Tržní porovnání dle ukazatele EV/EBITDA XVI
Příloha 12 Tržní porovnání dle ukazatele P/E XVII

Přílohy

Příloha 1 Schéma postupu při oceňování podniku



Zdroj: Kislingerová (2001, s. 26)

Příloha 2 PEST analýza – vybrané makroekonomické ukazatele

	s.c. = stále ceny r. 2015	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
							Predikce		Výhled	
Hrubý domácí produkt										
Reálný hrubý domácí produkt	*mld. Kč, s.c.*	**4 988**	**5 148**	**5 304**	**5 013**	**5 190**	**5 315**	**5 305**	**5 463**	**5 611**
Spotřeba domácností	*mld. Kč, s.c.*	2 355	2 438	2 504	2 322	2 417	2 422	2 403	2 495	2 575
Spotřeba vládních institucí	*mld. Kč, s.c.*	913	949	973	1 014	1 029	1 042	1 060	1 074	1 092
Tvorba hrubého fixního kapitálu	*mld. Kč, s.c.*	1 323	1 425	1 489	1 351	1 607	1 717	1 666	1 654	1 660
Čistý export	*mld. Kč, s.c.*	397	333	335	315	98	95	145	211	256
Inflace										
Míra inflace spotřebitelských cen	*průměr v %*	**2,5**	**2,1**	**2,8**	**3,2**	**3,8**	**15,0**	**9,5**	**3,5**	**2,4**
Trh práce										
Míra nezaměstnanosti	*průměr v %*	**2,9**	**2,2**	**2,0**	**2,6**	**2,8**	**2,5**	**3,1**	**3,0**	**2,8**
Nominální měnové kurzy										
CZK / EUR	*roční průměr*	**26,33**	**25,65**	**25,67**	**26,44**	**25,65**	**24,6**	**24,5**	**24,3**	**24,1**
CZK / USD	*roční průměr*	**23,39**	**21,74**	**22,94**	**23,19**	**21,68**	**23,7**	**24,5**	**23,9**	**23,4**
Úrokové sazby										
Repo 2T ČNB (konec období)	*v % p.a.*	**0,50**	**1,75**	**2,00**	**0,25**	**3,75**	**.**	**.**	**.**	**.**
Hlavní refinanční sazba ECB (*konec období*)	*v % p.a.*	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**.**	**.**	**.**	**.**
Hlavní refinanční sazba Fed (*konec období*)	*v % p.a.*	**1,50**	**2,50**	**1,75**	**0,25**	**0,25**	**.**	**.**	**.**	**.**
PRIBOR 3M	*v % p.a.*	**0,41**	**1,23**	**2,12**	**0,86**	**1,13**	**6,3**	**6,9**		

Zdroj: Vlastní zpracování dle Ministerstva financí ČR (2022)

Příloha 3 Transkript rozhovoru s finančním ředitelem společnosti HARDWARIO a.s.

Transkript rozhovoru s finančním ředitelem společnosti HARDWARIO a.s.

Tazatel: Bc. Vojtěch Štursa

Respondent: Ing. Tomáš Morava, Ph.D., finanční ředitel společnosti HARDWARIO a.s.

Datum realizace: 16. ledna 2023

Transkript:

Otázka:	**Můžete zhodnotit kvalitu vašich výrobků – dochází k častým reklamacím a stížnostem na kvalitu ze strany zákazníků?**
Odpověď:	Ze strany zákazníků neevidujeme významné procento stížností na kvalitu našich řešení. Míru reklamací nemohu zveřejnit, nicméně pohybuje se na zcela zanedbatelné úrovni, která je ojedinělá i vůči konkurenčním řešením. To, že jsme schopni dosahovat významné kvality začíná už v profesionálně řízeném oddělení vývoje, kde si kompletní řešení navrhujeme sami vlastními silami a spolupracujeme pouze s léty prověřenými dodavateli. Veškeré operace, které se týkají vývoje, nákupu a samotné výroby se řídí náročnými interními požadavky na řízení kvality. Snažíme se tak poskytovat našim zákazníkům produkty, u kterých sice garantujeme standardní záruční dobu dvou let, ale podporu a poradenství jim poskytujeme neustále neboť jsme přesvědčeni, že naše produkty mají spolehlivě sloužit mnohem delší, než záruční dobu.
Otázka:	**Jaká je technická úroveň a technologický náskok vašich výrobků ve srovnání s konkurenčními řešeními?**
Odpověď:	Náš klíčový produkt CHESTER je v jeho aktuálně třetí verzi nadčasovým řešením, které využívá zcela nejmodernějších komunikačních a bezpečnostních standardů. K představení jeho první generace došlo v roce 2019 a od té doby probíhá jeho kontinuální zdokonalování a rozvoj. Celé HARDWARIO je postaveno na flexibilitě a schopnosti reagovat na nové trendy a technologické vymoženosti, které se objevují. Zařízení CHESTER staví zejména na komplexnosti, flexibilitě a stále se rozvíjející podpoře, které v sobě skrývají potenciál uspokojovat velké množství klíčových partnerů v mnoha oborech a tím i dobře celosvětově škálovat. Když jsme v roce 2018 otevírali naši pobočku ve Spojeném království, bylo nám ze strany našich klíčových partnerů indikováno, že máme tak 6-10 měsíců náskok ve vývoji, a tento náskok se snažíme udržovat či ještě navyšovat neustálou adopcí nových technologií a standardů. Konkurenci určitým způsobem vnímáme, ale v tuto chvíli jsem přesvědčen o tom, že poskytujeme jedno z nejlepších a nejpokročilejších řešení právě partnerům, na které cílíme.
Otázka:	**Dokážete v dostatečné míře konkurovat cenou a přitom si zachovat akceptovatelné marže?**
Odpověď:	Naše cenová politika je poměrně jasně patrná na našich webových stránkách i na našem e-shopu. V rámci průmyslového internetu věcí je ale třeba se dívat na celá řešení, kdy naši partneři využívají náš hardware a služby jako součást jejich komplexních dodávek. Náklady na produkty HARDWARIO jsou pak v celkovém balíku spíše minoritní součástí. To nám zajišťuje stabilitu u partnerů a nižší sensitivitu na zvýšení cen. V minulosti jsme 3x přistoupili ke skokovému zvýšení cen a nepozorovali jsme úbytek zájmu partnerů. Predikce našich obchodních marží jsou součástí Unijního prospektu, který můžete najít na našich webových stránkách. Mohu sdělit, že naše výrobní marže jsou běžné výrobcům elektroniky. Očekáváme rovněž jejich další zvyšování s budoucím růstem společnosti a to díky dosažení úspor z rozsahu při nákupu a výrobě. Abych tedy odpověděl stručně na vaši otázku – ano jsme schopni cenou velmi dobře konkurovat a přitom si zachovat dobré marže.

Otázka:	**Je intenzita reklamy vyšší ve srovnání s konkurencí a vynakládáte významné procento tržeb do reklamy a podpory prodeje?**
Odpověď:	S tím, že hledáme hlavně obchodní partnery a cílíme na segment B2B, investujeme v první řadě do účasti na veletrzích. Tam hledáme vhodné subjekty, kteří budou moct naše řešení využívat a instalovat koncovým zákazníkům. Realizujeme rovněž online kampaně, nicméně je nutné myslet na to, že jsme vždy museli pracovat s omezeným rozpočtem a náklady na propagaci vynakládat efektivně. Proto jsme téměř výhradně zaměření na tak zvaný obsahový ("inbound") marketing, který v sobě spojuje evangelizaci oboru IoT, prezentaci referenčních projektů, semináře s partnery a akademii v oblasti nejnovějších technologických trendů. Tento obsah nám pak generuje aktivní zájemce o spolupráci a partnerství. Velcí konkurenti, kteří mají větší finanční prostředky tak zřejmě reklamní aktivity realizují ve větší škále. Do budoucna samozřejmě plánujeme alokovat významné procento tržeb do marketingu, jeho strategii a zaměření však zásadně měnit nechceme – to je součástí každé moderní organizace a na získání nových a spolehlivých obchodních partnerů po celém světě je naše podnikání založeno.
Otázka:	**Jaké využíváte distribuční kanály a nedochází k výpadkům v dodávkách koncovým zákazníkům?**
Odpověď:	S našimi partnery máme nastaveny časové termíny do kdy mají vytvořit objednávky na naše produkty. Pokud vše proběhne včas, poté dodáváme bez zpoždění. Díky výpadkům v dodavatelských řetězcích a nedostatku komponent na trzích se snažíme mít co nejvíce naddimenzované skladové zásoby abychom byli schopni stále rostoucí poptávku bezpečně uspokojit. U významných zákazníků rovněž vždy vyjednáváme obchodní predikce a alokace na budoucí časové období. Až na výjimky je v rámci distribuce naší rolí doručení požadovaného množství výrobků na sklad obchodního partnera. Jeho rolí je poté doručení a instalace IoT řešení koncovému zákazníkovi. V tomto ohledu tedy vše z naší strany probíhá bez potíží, které by nás mohly ohrozit.
Otázka:	**Vnímají vaši zákazníci a obchodní partneři dobrou image vaší společnosti? Jste považováni za spolehlivou obchodní stranu?**
Odpověď:	Jednoznačně ano. Na profesionálním přístupu, dodržení očekávání, integritě hodnot a férovém jednání naše společnost od počátku stojí. Dalo by se říci, že naše image nás v období "startupových začátků spíše předcházela, a mnoho z pozitivních očekávání jsme museli plnit za chodu v rámci růstu našeho týmu. Nepochybně pozitivním skokem našeho PR byla crowdfundingová kampaň a následně vstup na pražskou burzu, s čímž byly spojeny významné investice do image a PR, a úspěch obou kampaní nás přesvědčuje o tom, že naše image je dlouhodobě po právu stabilní a dobré.
Otázka:	**Poskytujete svým zákazníkům přidanou hodnotu v podobě servisních služeb a podpory?**
Odpověď:	Dalo by se dokonce říci, že podpora a servis jsou v našem případě jedním z klíčových prvků našeho úspěchu před konkurencí a základním důvodem pro přízeň našich dlouhodobých obchodních partnerů. Naše konkurence totiž často propaguje na svých produktech podobné vlastnosti, ale absencí podpory a edukace není schopna přesvědčit zákazníky ke dlouhodobé a rozvíjené spolupráci.
Otázka:	**Dokážete vyhodnotit celkové kompetence managementu? Má management dostatečné zkušenosti pro využití příležitostí, které obor IoT přináší?**
Odpověď:	Zakladatelé jsou jednou z nejvýznamnějších hnacích sil HARDWARIO. Jejich zkušenosti a schopnosti jsou na vysoce profesionální úrovni. CEO, Alan Fabik má více než 25 let zkušeností s řídícími a obchodními pozicemi. Než spoluzaložil HARDWARIO, působil na pozici obchodního ředitele v podniku JABLOTRON. CTO, Pavel Hübner má také mnohaleté zkušenosti v oblasti vývoje elektroniky, softwaru a řízení produktového vývoje. Všichni, kteří se na úspěchu HARDWARIO podílí mají dostatečné předpoklady k tomu, abychom společně a naplno využili příležitostí blízké budoucnosti. S oblibou – a s nadsázkou – uvádíme, že společně disponujeme jako top-management potenciálem více než 100 let zkušeností v oborech vývoje, řízení a obchodu.

Otázka:	**Je ve vaší organizaci dostatek kvalifikovaných pracovníků? Nepotýkáte se s problémem nedostatku, případně fluktuace IT odborníků?**
Odpověď:	Dlouhodobě spolupracujeme s akademickou sférou a využíváme studentů, kteří k nám chodí na praxe a učí se svět IoT. Každý rok u nás s radostí zůstane několik talentů, kteří mají zájem o IoT a chtějí s námi spolupracovat dlouhodobě. Tímto způsobem nejčastěji získáváme vývojáře, kteří se postupně učí a z juniorů se stávají profesionálové. Týmové obsazení se však snažíme udržovat co nejužší abychom si byli schopni zachovat flexibilitu v rozhodování. Obecně nemáme problémy s hledáním pracovníků a to možná souvisí právě s naší dobrou image a možností zaměstnanců rozvíjet se v atraktivním oboru. Obrovskou satisfakcí pro nás je, že za více než 6 let naší historie se naše cesty rozešly pouze s minimem kolegů a naprostá většina je s námi od počátku.
Otázka:	**Jakým způsobem přistupujete k inovacím stávajícího produktového portfolia? Udržujete vaše produkty na nejnovějších technologiích?**
Odpověď:	CHESTER je nyní v jeho třetí generaci co se týče hardwarového řešení, přitom první generace byla představena v roce 2019. Posun tak je významný. Tento trend u nás bude pokračovat i do budoucna, protože chceme poskytovat takový produkt, který bude využívat ty nejlepší technologie. Stejně jako hardware, průběžně zlepšujeme také software a to jak na úrovni firmware samotných fyzických produktů, tak i v oblasti cloudových služeb. V rámci R&D jsem přesvědčený, že HARDWARIO bude držet krok s dobou a vytvářet nadčasové produkty i v budoucnu.
Otázka:	**Máte dostatečné výrobní kapacity pro uspokojení poptávky s výhledem do budoucna? Plánujete v následujících letech významně investovat?**
Odpověď:	Pro samotnou výrobu našich produktů využíváme outsourcingu. Samostatně realizujeme klíčové závěrečné fáze výroby, testování a konfigurace před samotným odesláním produktů našim partnerům. Externí výrobní kapacita je pro nás dostatečná na několik let dopředu. V období nejbližších 5 let tak nemáme potřebu investovat do vlastní výrobní linky a poptávku budeme schopni uspokojit bez problémů. Kouzlo našeho škálování se skrývá v hromadné outsourcované výrobě základních polotovarů a zhromadnění kompletace dílčích dodávek velkým partnerům, při zachování jednoduchosti a modulárnosti systému pro partnery menší, kteří si konfiguraci a kompletaci provedou sami. Co se týče dalších investic, které realizujeme – v minulých letech jsme vybudovali prototypovací linku určenou k vývoji nových produktů a zlepšování těch stávajících. Dále také významně a pravidelně investujeme do nehmotného majetku.

Podpisem níže je vyjádřen souhlas s pravdivostí transkriptu a zveřejněním vybraných informací, a to výhradně pro akademické účely v rámci zpracování diplomové práce tazatele.

Bc. Vojtěch Štursa

Ing. Tomáš Morava, Ph.D.

3/3

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 4 Rozvaha – Aktiva

Rozvaha	řá-dek	Účetní období 2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
b	c										
AKTIVA CELKEM	1	3 149	8 044	18 537	21 646	42 826	47 016	75 436	105 281	149 197	216 812
Pohledávky za upsaný základní kapitál	**2**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Stálá aktiva	**3**	**490**	**1 705**	**3 477**	**2 764**	**8 603**	**14 802**	**15 263**	**16 192**	**17 250**	**19 356**
Dlouhodobý nehmotný majetek	4	60	1 519	3 391	2 688	8 565	7 238	6 965	6 841	6 786	8 193
Nehmotné výsledky vývoje	5	0	473	3 082	2 557	3 705	3 131	3 013	2 959	2 935	3 544
Ocenitelná práva	6	60	896	310	132	4 860	4 051	3 898	3 829	3 798	4 586
Software	7	60	20	0	0	4 794	4 051	3 898	3 829	3 798	4 586
Ostatní ocenitelná práva	8	0	876	310	132	66	0	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na DNM a nedokončený DNM.	11	0	150	0	0	0	0	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	12	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	13	0	150	0	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	14	430	183	83	63	26	7 551	8 285	9 338	10 451	11 150
Pozemky a stavby	15	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozemky	16	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Stavby	17	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Hmotné movité věci a jejich soubory	18	430	183	83	63	26	7 551	8 285	9 338	10 451	11 150
Dlouhodobý finanční majetek	27	0	3	3	13	13	13	13	13	13	13
Podíly - ovládaná nebo ovládající osoba	28	0	3	3	13	13	13	13	13	13	13
Konsolidační rozdíl a podíly v ekvivalenci		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	**37**	**2 617**	**6 237**	**12 580**	**17 394**	**33 743**	**31 735**	**59 693**	**88 610**	**131 467**	**196 976**
Zásoby	38	2 148	3 202	3 730	8 468	13 380	17 461	31 554	51 546	80 798	119 105
Materiál	39	1 107	1 672	1 475	3 522	8 947	12 881	24 628	40 972	63 788	94 030
Nedokončená výroba a polotovary	40	0	0	0	979	0	0	0	0	0	0
Výrobky a zboží	41	1 041	1 530	2 255	3 967	4 433	4 580	6 927	10 573	17 010	25 075
Výrobky	42	1 041	1 530	2 255	3 967	4 433	4 580	6 927	10 573	17 010	25 075
Zboží	43	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pohledávky	46	141	1 300	5 267	8 505	17 126	6 755	12 699	19 164	26 578	36 045
Dlouhodobé pohledávky	47	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	57	141	1 300	5 267	8 505	17 126	6 755	12 699	19 164	26 578	36 045
Pohledávky z obchodních vztahů	58	69	1 070	4 107	2 026	7 164	6 584	12 314	18 504	25 515	34 478
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	59	0	0	0	6 297	9 705	0	0	0	0	0
Pohledávky - podstatný vliv	60	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pohledávky - ostatní	61	72	230	1 159	181	257	172	385	661	1 063	1 567
Pohledávky za společníky	62	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	63	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Stát - daňové pohledávky	64	46	2	180	48	165	114	231	397	638	940
Krátkodobé poskytnuté zálohy	65	26	200	594	133	93	57	154	264	425	627
Dohadné účty aktivní	66	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Jiné pohledávky	67	0	28	386	0	0	0	0	0	0	0
Krátkodobý finanční majetek	68	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Peněžní prostředky	71	328	1 735	3 583	421	3 236	7 518	15 440	17 900	24 090	41 826
Časové rozlišení aktiv	**74**	**42**	**102**	**2 479**	**1 488**	**480**	**480**	**480**	**480**	**480**	**480**

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetní závěrky (2017–2021) a interního finančního plánu (2022)

Příloha 5 Rozvaha – Pasiva

Rozvaha	řá-dek	Účetní období 2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
b	c										
PASIVA CELKEM	78	3 149	8 044	18 537	21 646	42 826	47 016	75 436	105 281	149 197	216 812
Vlastní kapitál	**79**	**1 198**	**1 262**	**1 370**	**8 959**	**11 935**	**28 284**	**30 589**	**37 597**	**53 135**	**86 571**
Základní kapitál	80	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	11 479	11 479	11 479	11 479	11 479
Základní kapitál	81	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	11 479	11 479	11 479	11 479	11 479
Ážio a kapitálové fondy	84	0	0	0	3 082	3 082	17 133	17 133	17 133	17 133	17 133
Ážio	85	0	0	0	0	0	14 051	14 051	14 051	14 051	14 051
Kapitálové fondy	86	0	0	0	3 082	3 082	3 082	3 082	3 082	3 082	3 082
Ostatní kapitálové fondy	87	0	0	0	3 082	3 082	3 082	3 082	3 082	3 082	3 082
Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	95	-4 659	-8 802	-8 738	-9 121	-4 157	-622	-328	1 977	8 985	24 523
Nerozdělený zisk nebo neuhrazená ztráta z minulých let (+/-)	96	-4 659	-8 802	-8 738	-8 630	-3 632	-622	-328	1 977	8 985	24 523
Jiný výsledek hospodaření minulých let (+/-)	98	0	0	0	-491	-525	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	99	-4 143	64	108	4 998	3 010	294	2 304	7 009	15 537	33 437
Cizí zdroje	**101**	**1 951**	**6 779**	**17 167**	**12 676**	**30 851**	**18 692**	**44 807**	**67 644**	**96 023**	**130 201**
Rezervy	102	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Závazky	107	1 951	6 779	17 167	12 676	30 851	18 692	44 807	67 644	96 023	130 201
Dlouhodobé závazky	108	1 600	591	10 816	10 816	9 509	9 160	12 314	10 573	6 379	1 254
Vydané dluhopisy	109	0	0	10 816	10 816	0	0	0	0	0	0
Vyměnitelné dluhopisy	110	0	0	10 816	10 816	0	0	0	0	0	0
Závazky k úvěrovým institucím	112	0	0	0	0	9 509	9 160	12 314	10 573	6 379	1 254
Závazky - ostatní	119	1 600	591	0	0	0	0	0	0	0	0
Závazky ke společníkům	120	1 600	591	0	0	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	123	351	6 188	6 351	1 860	21 341	9 532	32 493	57 070	89 644	128 947
Vydané dluhopisy	124	0	0	0	0	10 816	0	0	0	0	0
Vyměnitelné dluhopisy	125	0	0	0	0	10 816	0	0	0	0	0
Závazky k úvěrovým institucím	127	0	0	4	251	2 719	2 004	15 392	30 399	51 031	75 224
Krátkodobé přijaté zálohy	128	91	183	0	120	0	0	0	0	0	0
Závazky z obchodních vztahů	129	79	356	42	1 057	6 405	5 439	11 544	17 182	23 389	31 343
Krátkodobé směnky k úhradě	130	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	131	0	3	3	3	3	0	0	0	0	0
Závazky ostatní	133	181	5 646	6 302	429	1 398	2 090	5 557	9 490	15 224	22 379
Závazky ke společníkům	134	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé finanční výpomoci	135	0	0	0	0	0	1 775	4 772	8 194	13 183	19 433
Závazky k zaměstnancům	136	97	146	329	300	213	229	600	1 004	1 573	2 257
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	137	53	64	70	63	23	29	62	79	128	188
Stát - daňové závazky a dotace	138	10	111	20	21	8	23	31	53	85	125
Dohadné účty pasivní	139	20	20	4	45	38	34	92	159	255	376
Jiné závazky	140	1	5 305	5 879	0	1 116	0	0	0	0	0
Časové rozlišení pasiv	**141**	**0**	**3**	**0**	**12**	**40**	**40**	**40**	**40**	**40**	**40**

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetní závěrky (2017–2021) a interního finančního plánu (2022)

Příloha 6 Výkaz zisku a ztráty

Výkaz zisku a ztráty	č. řádku	Účetní období									
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Tržby CELKEM		**1 890**	**8 156**	**16 485**	**19 971**	**17 624**	**20 896**	**56 182**	**96 483**	**155 218**	**228 807**
Tržby z prodeje výrobků a služeb	1	1 086	8 156	16 485	19 943	17 624	20 896	56 182	96 483	155 218	228 807
Tržby za prodej zboží	2	804	0	0	28	0	0	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	3	4 195	6 797	15 360	13 401	13 558	15 448	35 925	58 246	100 216	148 010
Náklady vynaložené na prodané zboží	4	501	0	78	32	0	0	0	0	0	0
Spotřeba materiálu a energie	5	1 727	2 782	4 369	5 640	6 023	10 546	27 805	46 408	74 765	108 409
Služby	6	1 967	4 015	10 913	7 729	7 535	4 902	8 120	11 838	25 451	39 601
Změna stavu zásob vlastní činnosti (+/-)	7	-644	-401	-725	-2 866	163	0	0	0	0	0
Aktivace (-)	8	0	-1 499	-2 272	-991	-2 810	0	0	0	0	0
Osobní náklady	9	2 210	2 462	3 808	2 724	2 693	5 459	11 712	19 247	23 033	25 458
Mzdové náklady	10	1 659	1 861	3 009	2 197	2 204	3 603	7 730	12 703	15 202	16 802
Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady	11	551	601	799	528	489	1 856	3 982	6 544	7 831	8 656
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	12	550	601	799	528	489	1 856	3 982	6 544	7 831	8 656
Ostatní náklady	13	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Úpravy hodnot v provozní oblasti	14	174	186	608	1 734	2 261	3 710	5 772	7 218	8 853	9 194
Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	15	174	186	608	1 668	2 241	3 710	5 772	7 218	8 853	9 194
Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - trvalé	16	174	186	608	1 668	2 241	3 710	5 772	7 218	8 853	9 194
Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - dočasné	17	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Úpravy hodnot zásob	18	0	0	0	24	56	0	0	0	0	0
Úpravy hodnot pohledávek	19	0	0	0	42	-36	0	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	20	10	234	2 034	364	2 561	5 000	2 500	0	0	0
Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	21	0	95	0	301	0	0	0	0	0	0
Tržby z prodaného materiálu	22	4	46	58	41	479	0	0	0	0	0
Jiné provozní výnosy	23	6	93	1 976	22	2 082	5 000	2 500	0	0	0
Ostatní provozní náklady	**24**	**60**	**308**	**211**	**319**	**66**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	25	0	101	0	246	0	0	0	0	0	0
Prodaný materiál	26	3	121	45	0	0	0	0	0	0	0
Daně a poplatky	27	18	50	14	7	7	0	0	0	0	0
Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady přistích období	28	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Jiné provozní náklady	29	39	36	152	66	59	0	0	0	0	0
Provozní výsledek hospodaření (+/-)	**30**	**-4 095**	**537**	**1 529**	**6 015**	**4 254**	**1 279**	**5 273**	**11 772**	**23 116**	**46 145**
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíly	31	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Náklady vynaložené na prodané podíly	34	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	35	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Náklady související s ostatním dlouhodobým finančním majetkem	38	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výnosové úroky a podobné výnosy	39	0	0	0	6	6	0	0	0	0	0
Úpravy hodnot a rezervy ve finanční oblasti	42	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nákladové úroky a podobné náklady	43	0	304	1 135	1 128	1 125	832	2 147	2 540	2 848	3 035
Nákladové úroky a podobné náklady - ovládaná nebo ovládající osoba	44	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	45	0	304	1 135	1 128	1 125	832	2 147	2 540	2 848	3 035
Ostatní finanční výnosy	46	7	74	44	591	77	125	281	386	466	458
Ostatní finanční náklady	47	55	243	330	486	202	209	562	965	1 552	2 288
Finanční výsledek hospodaření (+/-)	**48**	**-48**	**-473**	**-1 421**	**-1 017**	**-1 243**	**-915**	**-2 428**	**-3 119**	**-3 934**	**-4 865**
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	**49**	**-4 143**	**64**	**108**	**4 998**	**3 010**	**363**	**2 845**	**8 653**	**19 182**	**41 280**
Daň z příjmů	50	0	0	0	0	0	69	540	1 644	3 645	7 843
Daň z příjmů splatná	51	0	0	0	0	0	69	540	1 644	3 645	7 843
Daň z příjmů odložená (+/-)	52	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření po zdanění (+/-)	**53**	**-4 143**	**64**	**108**	**4 998**	**3 010**	**294**	**2 304**	**7 009**	**15 537**	**33 437**
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	**55**	**-4 143**	**64**	**108**	**4 998**	**3 010**	**294**	**2 304**	**7 009**	**15 537**	**33 437**
Čistý obrat za účetní období	**56**	**1 907**	**8 464**	**18 563**	**20 932**	**20 268**	**26 021**	**58 963**	**96 869**	**155 684**	**229 265**

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetní závěrky (2017–2021) a interního finančního plánu (2022)

Příloha 7 Horizontální analýza

Horizontální analýza rozvahy	řá-	Změna 2017 - 2018		Změna 2018 - 2019		Změna 2019 - 2020		Změna 2020 - 2021		Změna 2021 - 2022		Změna 2022 - 2023		Změna 2023 - 2024		Změna 2024 - 2025		Změna 2025 - 2026	
	dek	abs.	index	abs.	index	abs.	index	abs.	index	abs.	index	abs.	index	abs.	index	abs.	index	abs.	index
b	c																		
AKTIVA CELKEM	1	4 895	155%	10 493	130%	3 109	17%	21 180	98%	4 190	10%	28 419	60%	29 845	40%	43 916	42%	67 615	45%
Pohledávky za upsaný základní kapitál	**2**																		
Stálá aktiva	**3**	**1 215**	**248%**	**1 772**	**104%**	**-713**	**-21%**	**5 839**	**211%**	**6 199**	**72%**	**461**	**3%**	**929**	**6%**	**1 059**	**7%**	**2 106**	**12%**
Dlouhodobý nehmotný majetek	4	1 459	2432%	1 872	123%	-703	-21%	5 877	219%	-1 327	-15%	-273	-4%	-125	-2%	-55	-1%	1 407	21%
Nehmotné výsledky vývoje	5	473		2 609	552%	-525	-17%	1 148	45%	-574	-15%	-118	-4%	-54	-2%	-24	-1%	609	21%
Ocenitelná práva	6	836	1393%	-586	-65%	-178	-57%	4 728	3582%	-809	-17%	-153	-4%	-70	-2%	-31	-1%	788	21%
Software	7	-40	-67%	-20	-100%			4 794		-743	-15%	-153	-4%	-70	-2%	-31	-1%	788	21%
Ostatní ocenitelná práva	8	876		-566	-65%	-178	-57%	-66	-50%	-66	-100%								
Poskytnuté zálohy na DNM a nedokončený DNM	11	150		-150	-100%														
Dlouhodobý hmotný majetek	14	-247	-57%	-100	-55%	-20	-24%	-37	-59%	7 525	28942%	734	10%	1 053	13%	1 113	12%	699	7%
Hmotné movité věci a jejich soubory	18	-247	-57%	-100	-55%	-20	-24%	-37	-59%	7 525	28942%	734	10%	1 053	13%	1 113	12%	699	7%
Dlouhodobý finanční majetek	27	3				10	333%												
Podíly - ovládaná nebo ovládající osoba	28	3				10	333%												
Oběžná aktiva	**37**	**3 620**	**138%**	**6 343**	**102%**	**4 814**	**38%**	**16 349**	**94%**	**-2 008**	**-6%**	**27 959**	**88%**	**28 917**	**48%**	**42 857**	**48%**	**65 509**	**50%**
Zásoby	38	1 054	49%	528	16%	4 738	127%	4 912	58%	4 081	31%	14 093	81%	19 991	63%	29 253	57%	38 307	47%
Materiál	39	565	51%	-197	-12%	2 047	139%	5 425	154%	3 934	44%	11 747	91%	16 345	66%	22 816	56%	30 242	47%
Nedokončená výroba a polotovary	40					979		-979	-100%										
Výrobky a zboží	41	489	47%	725	47%	1 712	76%	466	12%	147	3%	2 347	51%	3 647	53%	6 437	61%	8 065	47%
Výrobky	42	489	47%	725	47%	1 712	76%	466	12%	147	3%	2 347	51%	3 647	53%	6 437	61%	8 065	47%
Pohledávky	46	1 159	822%	3 967	305%	3 238	61%	8 621	101%	-10 371	-61%	5 943	88%	6 466	51%	7 414	39%	9 467	36%
Dlouhodobé pohledávky	47																		
Krátkodobé pohledávky	57	1 159	822%	3 967	305%	3 238	61%	8 621	101%	-10 371	-61%	5 943	88%	6 466	51%	7 414	39%	9 467	36%
Pohledávky z obchodních vztahů	58	1 001	1451%	3 037	284%	-2 081	-51%	5 138	254%	-580	-8%	5 730	87%	6 190	50%	7 012	38%	8 962	35%
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	59					6 297		3 408	54%	-9 705	-100%								
Pohledávky - podstatný vliv	60																		
Pohledávky - ostatní	61	158	219%	929	404%	-978	-84%	76	42%	-85	-33%	213	124%	276	72%	402	61%	504	47%
Stát - daňové pohledávky	64	-44	-96%	178	8900%	-132	-73%	117	244%	-51	-31%	116	102%	166	72%	241	61%	302	47%
Krátkodobé poskytnuté zálohy	65	174	669%	394	197%	-461	-78%	-40	-30%	-36	-38%	97	169%	110	72%	161	61%	202	47%
Jiné pohledávky	67	28		358	1279%	-386	-100%												
Krátkodobý finanční majetek	68																		
Peněžní prostředky	71	1 407	429%	1 848	107%	-3 162	-88%	2 815	669%	4 282	132%	7 922	105%	2 459	16%	6 190	35%	17 736	74%
Peněžní prostředky v pokladně	72	3	33%	2	17%	12	86%	-16	-62%	-10	-100%								
Peněžní prostředky na účtech	73	1 404	440%	1 845	107%	-3 173	-89%	2 831	717%	4 292	133%	7 922	105%	2 459	16%	6 190	35%	17 736	74%
Časové rozlišení aktiv	**74**	**60**	**143%**	**2 377**	**2330%**	**-991**	**-40%**	**-1 008**	**-68%**										

Horizontální analýza rozvahy	řá-	Změna 2017 - 2018		Změna 2018 - 2019		Změna 2019 - 2020		Změna 2020 - 2021		Změna 2021 - 2022		Změna 2022 - 2023		Změna 2023 - 2024		Změna 2024 - 2025		Změna 2025 - 2026	
	dek	abs.	index	abs.	index	abs.	index	abs.	index	abs.	index	abs.	index	abs.	index	abs.	index	abs.	index
b	c																		
PASIVA CELKEM	78	4 895	155%	10 493	130%	3 109	17%	21 180	98%	4 190	10%	28 419	60%	29 845	40%	43 916	42%	67 615	45%
Vlastní kapitál	**79**	**64**	**5%**	**108**	**9%**	**7 589**	**554%**	**2 976**	**33%**	**16 349**	**137%**	**2 304**	**8%**	**7 009**	**23%**	**15 537**	**41%**	**33 437**	**63%**
Základní kapitál	80									1 479	15%								
Základní kapitál	81									1 479	15%								
Ážio a kapitálové fondy	84					3 082				14 051	456%								
Ážio	85									14 051									
Kapitálové fondy	86					3 082													
Ostatní kapitálové fondy	87					3 082													
Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	95	-4 143	-89%	64	1%	-383	-4%	4 964	54%	3 535	85%	294	47%	2 304	703%	7 009	355%	15 537	173%
Nerozdělený zisk nebo neuhrazená ztráta z minu	96	-4 143	-89%	64	1%	108	1%	4 998	58%	3 010	83%	294	47%	2 304	703%	7 009	355%	15 537	173%
Jiný výsledek hospodaření minulých let (+/-)	98					-491		-34	-7%	525	100%								
Výsledek hospodaření běžného účetního obdob	99	4 207	102%	44	69%	4 890	4528%	-1 988	-40%	-2 716	-90%	2 010	683%	4 704	204%	8 529	122%	17 899	115%
Cizí zdroje	**101**	**4 828**	**247%**	**10 388**	**153%**	**-4 491**	**-26%**	**18 175**	**143%**	**-12 159**	**-39%**	**26 115**	**140%**	**22 837**	**51%**	**28 379**	**42%**	**34 178**	**36%**
Rezervy	102																		
Závazky	107	4 828	247%	10 388	153%	-4 491	-26%	18 175	143%	-12 159	-39%	26 115	140%	22 837	51%	28 379	42%	34 178	36%
Dlouhodobé závazky	108	-1 009	-63%	10 225	1730%			-1 307	-12%	-349	-4%	3 154	34%	-1 740	-14%	-4 195	-40%	-5 125	-80%
Vydané dluhopisy	109			10 816				-10 816	-100%										
Vyměnitelné dluhopisy	110			10 816				-10 816	-100%										
Závazky k úvěrovým institucím	112							9 509		-349	-4%	3 154	34%	-1 740	-14%	-4 195	-40%	-5 125	-80%
Závazky - ostatní	119	-1 009	-63%	-591	-100%														
Závazky ke společníkům	120	-1 009	-63%	-591	-100%														
Krátkodobé závazky	123	5 837	1663%	163	3%	-4 491	-71%	19 481	1047%	-11 809	-55%	22 961	241%	24 577	76%	32 573	57%	39 303	44%
Vydané dluhopisy	124							10 816		-10 816	-100%								
Vyměnitelné dluhopisy	125							10 816		-10 816	-100%								
Závazky k úvěrovým institucím	127			4		247	6175%	2 468	983%	-715	-26%	13 389	668%	15 006	97%	20 632	68%	24 194	47%
Krátkodobé přijaté zálohy	128	92	101%	-183	-100%	120		-120	-100%										
Závazky z obchodních vztahů	129	277	351%	-314	-88%	1 015	2417%	5 348	506%	-966	-15%	6 106	112%	5 638	49%	6 207	36%	7 954	34%
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	131	3								-3	-100%								
Závazky ostatní	133	5 465	3019%	656	12%	-5 873	-93%	969	226%	692	49%	3 467	166%	3 933	71%	5 734	60%	7 155	47%
Krátkodobé finanční výpomoci	135									1 775		2 997	169%	3 423	72%	4 988	61%	6 250	47%
Závazky k zaměstnancům	136	49	51%	183	125%	-29	-9%	-87	-29%	16	8%	371	162%	404	67%	569	57%	683	43%
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotní	137	11	21%	6	9%	-7	-10%	-40	-63%	6	24%	33	115%	18	29%	48	61%	60	47%
Stát - daňové závazky a dotace	138	101	1010%	-91	-82%	1	5%	-13	-62%	15	186%	8	34%	22	72%	32	61%	40	47%
Dohadné účty pasivní	139			-16	-80%	41	1025%	-7	-16%	-4	-10%	58	169%	66	72%	97	61%	121	47%
Jiné závazky	140	5 304	#######	574	11%	-5 879	-100%	1 116		-1 116	-100%								
Časové rozlišení pasiv	**141**	**3**		**-3**	**-100%**	**12**		**28**	**233%**										

Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty	č. řádku	Změna 2017 - 2018		Změna 2018 - 2019		Změna 2019 - 2020		Změna 2020 - 2021		Změna 2021 - 2022		Změna 2022 - 2023		Změna 2023 - 2024		Změna 2024 - 2025		Změna 2025 - 2026	
		abs.	index	abs.	index	abs.	index	abs.	index	abs.	index	abs.	index	abs.	index	abs.	index	abs.	index
b	c																		
Tržby z prodeje výrobků a služeb	1	7 070	651%	8 329	102%	3 458	21%	-2 319	-12%	3 272	19%	35 286	169%	40 301	72%	58 735	61%	73 589	47%
Tržby za prodej zboží	2	-804	-100%			28		-28	-100%										
Výkonová spotřeba	3	2 602	62%	8 563	126%	-1 959	-13%	157	1%	1 890	14%	20 477	133%	22 321	62%	41 970	72%	47 794	48%
Náklady vynaložené na prodané zboží	4	-501	-100%	78		-46	-59%	-32	-100%										
Spotřeba materiálu a energie	5	1 055	61%	1 587	57%	1 271	29%	383	7%	4 523	75%	17 259	164%	18 603	67%	28 357	61%	33 644	45%
Služby	6	2 048	104%	6 898	172%	-3 184	-29%	-194	-3%	-2 633	-35%	3 218	66%	3 718	46%	13 613	115%	14 150	56%
Změna stavu zásob vlastní činnosti (+/-)	7	243	38%	-324	-81%	-2 141	-295%	3 029	106%	-163	-100%								
Aktivace (-)	8	-1 499		-773	-52%	1 281	56%	-1 819	-184%	2 810	100%								
Osobní náklady	9	252	11%	1 346	55%	-1 084	-28%	-31	-1%	2 766	103%	6 253	115%	7 535	64%	3 786	20%	2 425	11%
Mzdové náklady	10	202	12%	1 148	62%	-812	-27%	7	0%	1 399	63%	4 127	115%	4 973	64%	2 499	20%	1 600	11%
Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojiště	11	50	9%	198	33%	-271	-34%	-39	-7%	1 367	280%	2 126	115%	2 562	64%	1 287	20%	825	11%
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojiš	12	51	9%	198	33%	-271	-34%	-39	-7%	1 367	280%	2 126	115%	2 562	64%	1 287	20%	825	11%
Ostatní náklady	13	-1	-100%																
Úpravy hodnot v provozní oblasti	14	12	7%	422	227%	1 126	185%	527	30%	1 449	64%	2 062	56%	1 446	25%	1 635	23%	341	4%
Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmot	15	12	7%	422	227%	1 060	174%	573	34%	1 469	66%	2 062	56%	1 446	25%	1 635	23%	341	4%
Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmot	16	12	7%	422	227%	1 060	174%	573	34%	1 469	66%	2 062	56%	1 446	25%	1 635	23%	341	4%
Úpravy hodnot zásob	18					24		32	133%	-56	-100%								
Úpravy hodnot pohledávek	19					42		-78	-186%	36	100%								
Ostatní provozní výnosy	20	224	2240%	1 800	769%	-1 670	-82%	2 197	604%	2 439	95%	-2 500	-50%	-2 500	-100%				
Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	21	95		-95	-100%	301		-301	-100%										
Tržby z prodaného materiálu	22	42	1050%	12	26%	-17	-29%	438	1068%	-479	-100%								
Jiné provozní výnosy	23	87	1450%	1 883	2025%	-1 954	-99%	2 060	9364%	2 918	140%	-2 500	-50%	-2 500	-100%				
Ostatní provozní náklady	24	248	413%	-97	-31%	108	51%	-253	-79%	-66	-100%								
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetk	25	101		-101	-100%	246		-246	-100%										
Prodaný materiál	26	118	3933%	-76	-63%	-45	-100%												
Daně a poplatky	27	32	178%	-36	-72%	-7	-50%			-7	-100%								
Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady př	28																		
Jiné provozní náklady	29	-3	-8%	116	322%	-86	-57%	-7	-11%	-59	-100%								
Provozní výsledek hospodaření (+/-)	**30**	**4 632**	**113%**	**992**	**185%**	**4 486**	**293%**	**-1 761**	**-29%**	**-2 975**	**-70%**	**3 994**	**312%**	**6 499**	**123%**	**11 344**	**96%**	**23 029**	**100%**
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíl	31																		
Náklady vynaložené na prodané podíly	34																		
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního maje	35																		
Náklady související s ostatním dlouhodobým finan	38																		
Výnosové úroky a podobné výnosy	39					6				-6	-100%								
Úpravy hodnot a rezervy ve finanční oblasti	42																		
Nákladové úroky a podobné náklady	43	304		831	273%	-7	-1%	-3	0%	-293	-26%	1 316	158%	393	18%	307	12%	187	7%
Nákladové úroky a podobné náklady - ovládaná ne	44																		
Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	45	304		831	273%	-7	-1%	-3	0%	-293	-26%	1 316	158%	393	18%	307	12%	187	7%
Ostatní finanční výnosy	46	67	957%	-30	-41%	547	1243%	-514	-87%	48	63%	156	124%	105	37%	80	21%	-8	-2%
Ostatní finanční náklady	47	188	342%	87	36%	156	47%	-284	-58%	7	3%	353	169%	403	72%	587	61%	736	47%
Finanční výsledek hospodaření (+/-)	**48**	**-425**	**-885%**	**-948**	**-200%**	**404**	**28%**	**-226**	**-22%**	**328**	**26%**	**-1 513**	**-165%**	**-691**	**-28%**	**-815**	**-26%**	**-931**	**-24%**
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	**49**	**4 207**	**102%**	**44**	**69%**	**4 890**	**4528%**	**-1 988**	**-40%**	**-2 647**	**-88%**	**2 481**	**683%**	**5 808**	**204%**	**10 529**	**122%**	**22 098**	**115%**
Daň z příjmů	50									69		471	683%	1 104	204%	2 001	122%	4 199	115%
Daň z příjmů splatná	51									69		471	683%	1 104	204%	2 001	122%	4 199	115%
Daň z příjmů odložená (+/-)	52																		
Výsledek hospodaření po zdanění (+/-)	**53**	**4 207**	**102%**	**44**	**69%**	**4 890**	**4528%**	**-1 988**	**-40%**	**-2 716**	**-90%**	**2 010**	**683%**	**4 704**	**204%**	**8 529**	**122%**	**17 899**	**115%**
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	**55**	**4 207**	**102%**	**44**	**69%**	**4 890**	**4528%**	**-1 988**	**-40%**	**-2 716**	**-90%**	**2 010**	**683%**	**4 704**	**204%**	**8 529**	**122%**	**17 899**	**115%**
Čistý obrat za účetní období	**56**	**6 557**	**344%**	**10 099**	**119%**	**2 369**	**13%**	**-664**	**-3%**	**5 753**	**28%**	**32 942**	**127%**	**37 906**	**64%**	**58 815**	**61%**	**73 581**	**47%**

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetní závěrky (2017–2021) a interního finančního plánu (2022)

Příloha 8 Vertikální analýza

Vertikální analýza rozvahy	řá-dek	index	index	index	index	index	index	index	index	index	index
b	c	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
AKTIVA CELKEM	1	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Stálá aktiva	**3**	**15,6%**	**21,2%**	**18,8%**	**12,8%**	**20,1%**	**31,5%**	**20,2%**	**15,4%**	**11,6%**	**8,9%**
Dlouhodobý nehmotný majetek	4	1,9%	18,9%	18,3%	12,4%	20,0%	15,4%	9,2%	6,5%	4,5%	3,8%
Nehmotné výsledky vývoje	5		5,9%	16,6%	11,8%	8,7%	6,7%	4,0%	2,8%	2,0%	1,6%
Ocenitelná práva	6	1,9%	11,1%	1,7%	0,6%	11,3%	8,6%	5,2%	3,6%	2,5%	2,1%
Software	7	1,9%	0,2%			11,2%	8,6%	5,2%	3,6%	2,5%	2,1%
Ostatní ocenitelná práva	8		10,9%	1,7%	0,6%	0,2%					
Poskytnuté zálohy na DNM a nedokončený DNM	11		1,9%								
Dlouhodobý hmotný majetek	14	13,7%	2,3%	0,4%	0,3%	0,1%	16,1%	11,0%	8,9%	7,0%	5,1%
Hmotné movité věci a jejich soubory	18	13,7%	2,3%	0,4%	0,3%	0,1%	16,1%	11,0%	8,9%	7,0%	5,1%
Dlouhodobý finanční majetek	27		0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Podíly - ovládaná nebo ovládající osoba	28		0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Oběžná aktiva	**37**	**83,1%**	**77,5%**	**67,9%**	**80,4%**	**78,8%**	**67,5%**	**79,1%**	**84,2%**	**88,1%**	**90,9%**
Zásoby	38	68,2%	39,8%	20,1%	39,1%	31,2%	37,1%	41,8%	49,0%	54,2%	54,9%
Materiál	39	35,2%	20,8%	8,0%	16,3%	20,9%	27,4%	32,6%	38,9%	42,8%	43,4%
Nedokončená výroba a polotovary	40				4,5%						
Výrobky a zboží	41	33,1%	19,0%	12,2%	18,3%	10,4%	9,7%	9,2%	10,0%	11,4%	11,6%
Výrobky	42	33,1%	19,0%	12,2%	18,3%	10,4%	9,7%	9,2%	10,0%	11,4%	11,6%
Pohledávky	46	4,5%	16,2%	28,4%	39,3%	40,0%	14,4%	16,8%	18,2%	17,8%	16,6%
Krátkodobé pohledávky	57	4,5%	16,2%	28,4%	39,3%	40,0%	14,4%	16,8%	18,2%	17,8%	16,6%
Pohledávky z obchodních vztahů	58	2,2%	13,3%	22,2%	9,4%	16,7%	14,0%	16,3%	17,6%	17,1%	15,9%
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	59				29,1%	22,7%					
Pohledávky - ostatní	61	2,3%	2,9%	6,3%	0,8%	0,6%	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%	0,7%
Stát - daňové pohledávky	64	1,5%	0,0%	1,0%	0,2%	0,4%	0,2%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%
Krátkodobé poskytnuté zálohy	65	0,8%	2,5%	3,2%	0,6%	0,2%	0,1%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%
Jiné pohledávky	67		0,3%	2,1%							
Peněžní prostředky	71	10,4%	21,6%	19,3%	1,9%	7,6%	16,0%	20,5%	17,0%	16,1%	19,3%
Časové rozlišení aktiv	**74**	**1,3%**	**1,3%**	**13,4%**	**6,9%**	**1,1%**	**1,0%**	**0,6%**	**0,5%**	**0,3%**	**0,2%**

Vertikální analýza rozvahy	řá-dek	index	index	index	index	index	index	index	index	index	index
b	c	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
PASIVA CELKEM	78	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Vlastní kapitál	**79**	**38,0%**	**15,7%**	**7,4%**	**41,4%**	**27,9%**	**60,2%**	**40,5%**	**35,7%**	**35,6%**	**39,9%**
Základní kapitál	80	317,6%	124,3%	53,9%	46,2%	23,4%	24,4%	15,2%	10,9%	7,7%	5,3%
Základní kapitál	81	317,6%	124,3%	53,9%	46,2%	23,4%	24,4%	15,2%	10,9%	7,7%	5,3%
Ážio a kapitálové fondy	84				14,2%	7,2%	36,4%	22,7%	16,3%	11,5%	7,9%
Ážio	85						29,9%	18,6%	13,3%	9,4%	6,5%
Kapitálové fondy	86				14,2%	7,2%	6,6%	4,1%	2,9%	2,1%	1,4%
Ostatní kapitálové fondy	87				14,2%	7,2%	6,6%	4,1%	2,9%	2,1%	1,4%
Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	95	-148,0%	-109,4%	-47,1%	-42,1%	-9,7%	-1,3%	-0,4%	1,9%	6,0%	11,3%
Nerozdělený zisk nebo neuhrazená ztráta z minulých let (+/-)	96	-148,0%	-109,4%	-47,1%	-39,9%	-8,5%	-1,3%	-0,4%	1,9%	6,0%	11,3%
Jiný výsledek hospodaření minulých let (+/-)	98				-2,3%	-1,2%					
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	99	-131,6%	0,8%	0,6%	23,1%	7,0%	0,6%	3,1%	6,7%	10,4%	15,4%
Cizí zdroje	**101**	**62,0%**	**84,3%**	**92,6%**	**58,6%**	**72,0%**	**39,8%**	**59,4%**	**64,3%**	**64,4%**	**60,1%**
Závazky	107	62,0%	84,3%	92,6%	58,6%	72,0%	39,8%	59,4%	64,3%	64,4%	60,1%
Dlouhodobé závazky	108	50,8%	7,3%	58,3%	50,0%	22,2%	19,5%	16,3%	10,0%	4,3%	0,6%
Vydané dluhopisy	109			58,3%	50,0%						
Vyměnitelné dluhopisy	110			58,3%	50,0%						
Závazky k úvěrovým institucím	112					22,2%	19,5%	16,3%	10,0%	4,3%	0,6%
Závazky - ostatní	119	50,8%	7,3%								
Závazky ke společníkům	120	50,8%	7,3%								
Krátkodobé závazky	123	11,1%	76,9%	34,3%	8,6%	49,8%	20,3%	43,1%	54,2%	60,1%	59,5%
Vydané dluhopisy	124					25,3%					
Vyměnitelné dluhopisy	125					25,3%					
Závazky k úvěrovým institucím	127			0,0%	1,2%	6,3%	4,3%	20,4%	28,9%	34,2%	34,7%
Krátkodobé přijaté zálohy	128	2,9%	2,3%		0,6%						
Závazky z obchodních vztahů	129	2,5%	4,4%	0,2%	4,9%	15,0%	11,6%	15,3%	16,3%	15,7%	14,5%
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	131		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
Závazky ostatní	133	5,7%	70,2%	34,0%	2,0%	3,3%	4,4%	7,4%	9,0%	10,2%	10,3%
Závazky ke společníkům	134										
Krátkodobé finanční výpomoci	135						3,8%	6,3%	7,8%	8,8%	9,0%
Závazky k zaměstnancům	136	3,1%	1,8%	1,8%	1,4%	0,5%	0,5%	0,8%	1,0%	1,1%	1,0%
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	137	1,7%	0,8%	0,4%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Stát - daňové závazky a dotace	138	0,3%	1,4%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%
Dohadné účty pasivní	139	0,6%	0,2%	0,0%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%
Jiné závazky	140	0,0%	65,9%	31,7%		2,6%					
Časové rozlišení pasiv	**141**		**0,0%**		**0,1%**	**0,1%**	**0,1%**	**0,1%**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**

Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty	č. řádku	index 2017	index 2018	index 2019	index 2020	index 2021	index 2022	index 2023	index 2024	index 2025	index 2026
b	c										
Tržby z prodeje výrobků a služeb	1	56,9%	96,4%	88,8%	95,3%	87,0%	80,3%	95,3%	99,6%	99,7%	99,8%
Tržby za prodej zboží	2	42,2%			0,1%						
Výkonová spotřeba	3	220,0%	80,3%	82,7%	64,0%	66,9%	59,4%	60,9%	60,1%	64,4%	64,6%
Náklady vynaložené na prodané zboží	4	26,3%		0,4%	0,2%						
Spotřeba materiálu a energie	5	90,6%	32,9%	23,5%	26,9%	29,7%	40,5%	47,2%	47,9%	48,0%	47,3%
Služby	6	103,1%	47,4%	58,8%	36,9%	37,2%	18,8%	13,8%	12,2%	16,3%	17,3%
Změna stavu zásob vlastní činnosti (+/-)	7	-33,8%	-4,7%	-3,9%	-13,7%	0,8%					
Aktivace (-)	8		-17,7%	-12,2%	-4,7%	-13,9%					
Osobní náklady	9	115,9%	29,1%	20,5%	13,0%	13,3%	21,0%	19,9%	19,9%	14,8%	11,1%
Mzdové náklady	10	87,0%	22,0%	16,2%	10,5%	10,9%	13,8%	13,1%	13,1%	9,8%	7,3%
Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady	11	28,9%	7,1%	4,3%	2,5%	2,4%	7,1%	6,8%	6,8%	5,0%	3,8%
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	12	28,8%	7,1%	4,3%	2,5%	2,4%	7,1%	6,8%	6,8%	5,0%	3,8%
Úpravy hodnot v provozní oblasti	14	9,1%	2,2%	3,3%	8,3%	11,2%	14,3%	9,8%	7,5%	5,7%	4,0%
Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	15	9,1%	2,2%	3,3%	8,0%	11,1%	14,3%	9,8%	7,5%	5,7%	4,0%
Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - trvalé	16	9,1%	2,2%	3,3%	8,0%	11,1%	14,3%	9,8%	7,5%	5,7%	4,0%
Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - dočasné	17										
Úpravy hodnot zásob	18				0,1%	0,3%					
Úpravy hodnot pohledávek	19				0,2%	-0,2%					
Ostatní provozní výnosy	20	0,5%	2,8%	11,0%	1,7%	12,6%	19,2%	4,2%			
Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	21		1,1%		1,4%						
Tržby z prodaného materiálu	22	0,2%	0,5%	0,3%	0,2%	2,4%					
Jiné provozní výnosy	23	0,3%	1,1%	10,6%	0,1%	10,3%	19,2%	4,2%			
Ostatní provozní náklady	24	3,1%	3,6%	1,1%	1,5%	0,3%					
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	25		1,2%		1,2%						
Prodaný materiál	26	0,2%	1,4%	0,2%							
Daně a poplatky	27	0,9%	0,6%	0,1%	0,0%	0,0%					
Jiné provozní náklady	29	2,0%	0,4%	0,8%	0,3%	0,3%					
Provozní výsledek hospodaření (+/-)	**30**	**-214,7%**	**6,3%**	**8,2%**	**28,7%**	**21,0%**	**4,9%**	**8,9%**	**12,2%**	**14,8%**	**20,1%**
Nákladové úroky a podobné náklady	43		3,6%	6,1%	5,4%	5,6%	3,2%	3,6%	2,6%	1,8%	1,3%
Ostatní finanční výnosy	46	0,4%	0,9%	0,2%	2,8%	0,4%	0,5%	0,5%	0,4%	0,3%	0,2%
Ostatní finanční náklady	47	2,9%	2,9%	1,8%	2,3%	1,0%	0,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Finanční výsledek hospodaření (+/-)	**48**	**-2,5%**	**-5,6%**	**-7,7%**	**-4,9%**	**-6,1%**	**-3,5%**	**-4,1%**	**-3,2%**	**-2,5%**	**-2,1%**
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	**49**	**-217,3%**	**0,8%**	**0,6%**	**23,9%**	**14,9%**	**1,4%**	**4,8%**	**8,9%**	**12,3%**	**18,0%**
Daň z příjmů	50						0,3%	0,9%	1,7%	2,3%	3,4%
Výsledek hospodaření po zdanění (+/-)	**53**	**-217,3%**	**0,8%**	**0,6%**	**23,9%**	**14,9%**	**1,1%**	**3,9%**	**7,2%**	**10,0%**	**14,6%**
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	**55**	**-217,3%**	**0,8%**	**0,6%**	**23,9%**	**14,9%**	**1,1%**	**3,9%**	**7,2%**	**10,0%**	**14,6%**
Čistý obrat za účetní období	**56**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetní závěrky (2017–2021) a interního finančního plánu (2022)

Příloha 9 Výpočet WACC

WACC		2021	2022	2023	2024	2025	2026
Průměrná úroková míra v podniku		8,07%	9,61%	7,75%	6,50%	5,50%	5,00%
Daň		19%	19%	19%	19%	19%	19%
Náklady cizího kapitálu		**6,54%**	**7,78%**	**6,28%**	**5,27%**	**4,46%**	**4,05%**
Náklady vlastního kapitálu		**16,26%**	**18,71%**	**18,38%**	**18,00%**	**17,47%**	**16,94%**
Celkový úročený dluh		23 048	11 164	27 706	40 972	57 409	76 478
Celkový vlastní kapitál		11 935	28 284	30 589	37 597	53 135	86 571
Celkový kapitál		**34 983**	**39 448**	**58 295**	**78 570**	**110 544**	**163 049**
Úročené cizí zdroje (% celkového kapitálu)		65,9%	28,3%	47,5%	52,1%	51,9%	46,9%
Vlastní kapitál (% celkového kapitálu)		34,1%	71,7%	52,5%	47,9%	48,1%	53,1%
WACC =		**9,85%**	**15,62%**	**12,63%**	**11,36%**	**10,71%**	**10,89%**

CAPM		2021	2022	2023	2024	2025	2026
Beta nezadlužená – Damodaran industry sector Electronics General)		0,97	1,14				
Poměr hodnot cizího a vlastního kapitálu při ocenění podniku	10,4%						
Daňová sazba	19%						
Beta - Zadlužená		**1,052**	**1,236**	**1,177**	**1,118**	**1,059**	**1,000**
Bezriziková výnosová míra		**2,83%**	**5,01%**	**5,01%**	**5,01%**	**5,01%**	**5,01%**
Riziková přirážka České republiky		**0,60%**	**1,03%**	**1,03%**	**1,03%**	**1,03%**	**1,03%**
Riziková prémie kapitálového trhu		**4,57%**	**6,36%**	**6,36%**	**6,36%**	**6,36%**	**6,36%**
Specifická rizika podniku		**11,00%**	**11,00%**	**10,75%**	**10,45%**	**10,00%**	**9,55%**
Riziková prirážka za menší společnost		3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Riziková přirážka za menší obchodovatelnost vlastnických podílů		3,00%	3,00%	2,85%	2,75%	2,50%	2,25%
Riziková přirážka za nejasnou budoucnost		3,00%	3,00%	2,95%	2,85%	2,75%	2,65%
Přirážka specifického rizika dané společnosti		2,00%	2,00%	1,95%	1,85%	1,75%	1,65%
Celkové náklady vlastního kapitálu		**16,26%**	**18,71%**	**18,38%**	**18,00%**	**17,47%**	**16,94%**

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetní závěrky (2021), interního finančního plánu (2022), Unijního prospektu HARDWARIO a.s. (2022, s. 68), webových stránek Fundlift (2023), Damodarana (2023) ČNB (2023c) a ČNB (2023b).

Příloha 10 Tržní porovnání dle ukazatele EV/Tržby

Rok Enterprise Value / Tržby (EV/Tržby)	2021 Skutečnost	2022	2023	2024 Předpoklad	2025	2026
Itron	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2
PTC	8,6	7,7	6,8	6,1	5,9	5,5
CalAmp	1,5	1,3	1,2	1,3	1,2	1,1
Sierra Wireless	1,4	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3
Digi International	3,4	3,7	3,3	3,0	2,7	2,7
u-Blox Holding	1,2	1,7	1,6	1,6	1,5	1,4
Sensata Technologies	3,3	2,2	2,0	1,8	1,6	1,4
Badger Meter	6,0	5,0	4,8	4,5	4,4	4,1
Hubbell	3,0	2,6	2,5	2,4	2,3	2,2
Landis+Gyr Group	1,5	1,2	1,1	1,1	1,0	2,0
KORE	2,4	2,0	1,9	1,6	1,6	1,4
Tuya	6,7	-0,5	-0,1	0,1	0,1	0,1
Samsara	23,5	5,6	4,5	3,5	2,9	2,4
HARDWARIO	**13,6**	**11,5**	**4,3**	**2,5**	**1,5**	**1,0**
3. Kvartil (bez HARDWARIO)	**6,0**	**3,7**	**3,3**	**3,0**	**2,7**	**2,4**
Medián (bez HARDWARIO)	**3,0**	**2,0**	**1,9**	**1,6**	**1,6**	**1,4**
1. Kvartil (bez HARDWARIO)	**1,5**	**1,5**	**1,4**	**1,3**	**1,2**	**1,3**

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetní závěrky (2021), interního finančního plánu (2022) a Staníka (2022)

Příloha 11 Tržní porovnání dle ukazatele EV/EBITDA

Rok Enterprise Value / EBITDA (EV/EBITDA)	2021 Skutečnost	2022	2023	2024 Předpoklad	2025	2026
Itron	134,6	26,9	14,0	10,5	7,1	6,5
PTC	33,4	22,2	16,8	15,4	14,4	13,4
CalAmp	30,7	43,9	10,4	9,7	9,0	8,5
Sierra Wireless	n.m.	18,1	16,0	14,0	13,0	12,0
Digi International	25,9	21,4	14,5	12,0	10,0	9,0
u-Blox Holding	7,4	10,0	9,7	9,4	8,0	7,6
Sensata Technologies	13,7	9,9	8,7	7,5	6,4	5,1
Badger Meter	27,8	24,0	22,5	21,0	18,6	17,3
Hubbell	17,6	15,6	14,6	13,3	12,4	11,3
Landis+Gyr Group	n.m.	15,2	10,5	8,4	7,5	7,0
KORE	17,5	8,6	8,0	5,9	6,2	5,5
Tuya	n.m.	0,8	0,2	n.m.	n.m.	n.m.
Samsara	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	38,6	n.m.
HARDWARIO	**36,9**	**48,1**	**21,7**	**12,6**	**7,5**	**4,3**
3. Kvartil (bez HARDWARIO)	**30,7**	**22,6**	**14,9**	**13,6**	**13,3**	**11,7**
Medián (bez HARDWARIO)	**25,9**	**16,8**	**12,2**	**10,5**	**9,5**	**8,5**
1. Kvartil (bez HARDWARIO)	**17,5**	**10,0**	**9,4**	**8,9**	**7,4**	**6,8**

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetní závěrky (2021), interního finančního plánu (2022) a Staníka (2022)

Příloha 12 Tržní porovnání dle ukazatele P/E

Rok Price to Earnings Ratio (P/E)	2021 Skutečnost	2022	2023	2024 Předpoklad	2025	2026
Itron	n.m.	n.m.	25,6	15,0	11,7	10,2
PTC	28,9	41,6	33,1	28,2	27,7	25,7
CalAmp	n.m.	n.m.	n.m.	46,4	25,0	15,0
Sierra Wireless	n.m.	n.m.	43,4	25,0	20,0	15,0
Digi International	n.m.	n.m.	34,4	20,0	17,0	15,0
u-Blox Holding	31,9	27,6	24,9	23,7	16,0	14,3
Sensata Technologies	27,1	24,3	13,6	10,6	10,3	8,7
Badger Meter	51,3	43,8	39,9	37,3	32,5	29,1
Hubbell	28,6	24,2	22,2	19,9	18,5	16,6
Landis+Gyr Group	n.m.	15,1	27,4	17,9	15,0	13,0
KORE	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	15,0	12,6
Tuya	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Samsara	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
HARDWARIO	**72,7**	**744,2**	**95,0**	**31,2**	**14,1**	**6,5**
3. Kvartil (bez HARDWARIO)	**31,9**	**38,1**	**34,4**	**27,4**	**22,5**	**15,8**
Medián (bez HARDWARIO)	**28,9**	**26,0**	**27,4**	**21,8**	**17,0**	**15,0**
1. Kvartil (bez HARDWARIO)	**28,6**	**24,3**	**24,9**	**18,4**	**15,0**	**12,8**

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetní závěrky (2021), interního finančního plánu (2022) a Staníka (2022)

VŠEM VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Diplomová práce

Stanovení ceny akcie pro IPO na trhu START Burzy cenných papírů Praha

Vojtěch Štursa, KEMMA04

Řešená problematika

Cíl práce

- Stanovení cenového rozpětí akcie společnosti HARDWARIO a.s., pro IPO na trhu START Burzy cenných papírů Praha.

Metodika

Představení společnosti

HARDWARIO

- Založeno v roce 2016 se sídlem v Liberci.

- Obrat (2021): 20.368 tis. Kč
- Zisk (2021): 3.010 tis. Kč

- Inovativní technologická společnost – vývoj, výroba a prodej zařízení internetu věcí.

Zdroj obrázků: hardwario.com (2023)

Výsledky – Strategická analýza

Silné stránky

- kvalita a technologická vybavenost výrobků
- zkušený management
- obchodní model
- široká podpora a servisní služby
- image

Slabé stránky

- absence dlouhodobých hmotných aktiv
- omezený marketing
- relativně krátká historie

Příležitosti

- vysoce rostoucí trh internetu věcí
- technologický rozvoj a rozšiřování infrastruktury
- podpora digitalizace ze strany vládních celků
- rezistence oboru na ekonomickou cykličnost

Hrozby

- konkurenční boj
- vysoká investiční a kapitálová náročnost
- vznik nedostatku kvalifikovaných zaměstnanců
- vývoj inflace a úrokových sazeb v národní ekonomice

Výsledky – Finanční analýza

Pozitiva

- dosavadní kladná ziskovost
- markantní budoucí růst a rozvoj
- silné ziskové marže
- konzervativní řízení prac. kapitálu
- plně dostačující likvidita

Negativa

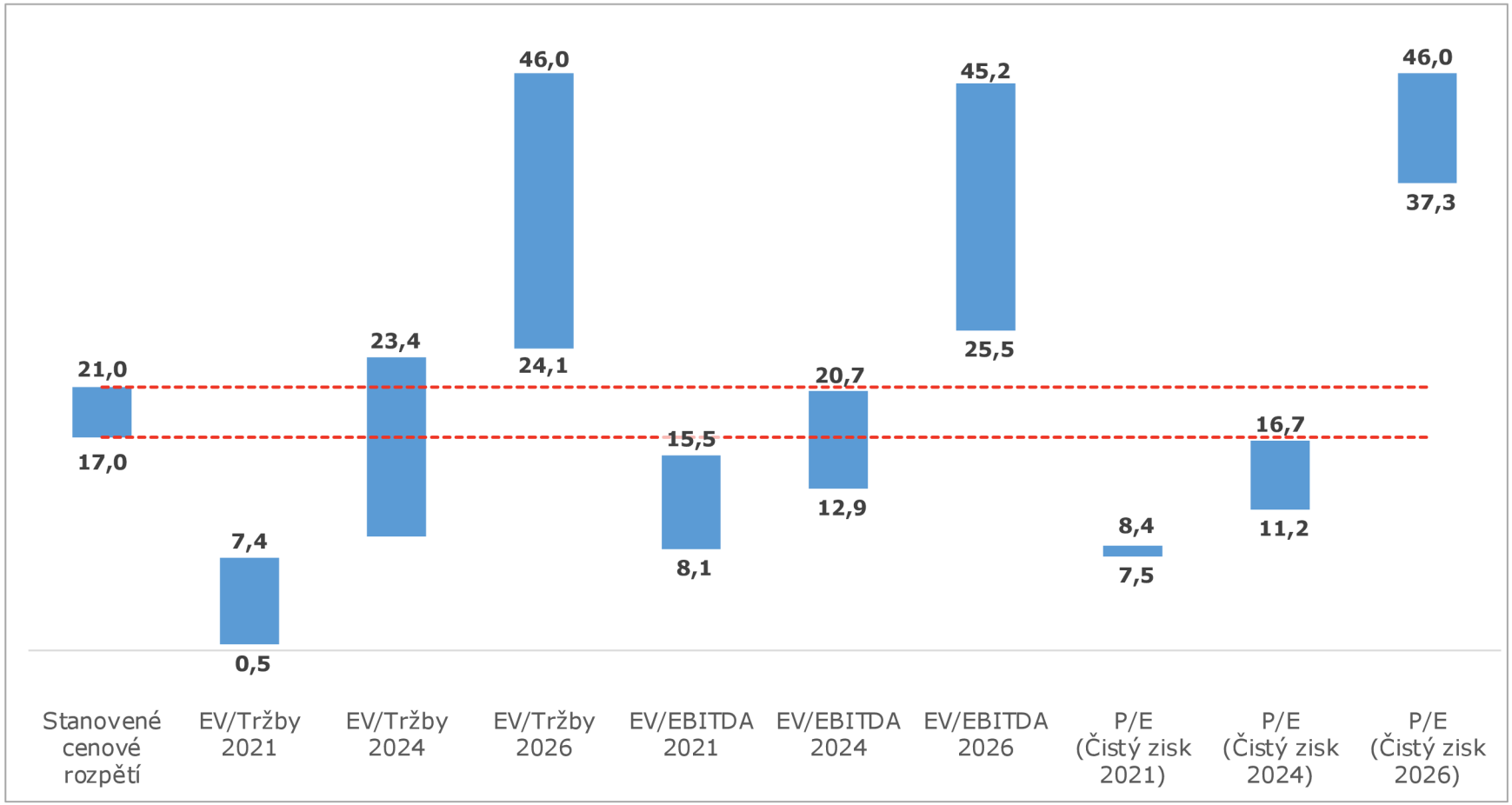
- nestabilní zadluženost
- určitá závislost budoucích výsledků hospodaření na predikci významného růstu obratu

Výsledky – Ocenění podniku

Hodnota první fáze	-24.039 tis. Kč
Hodnota druhé fáze	72.740 tis. Kč
Hodnota třetí fáze	191.062 tis. Kč
Hodnota podniku brutto	**239.764 tis. Kč**
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	23.048 tis. Kč
Provozní hodnota netto	216.716 tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	2.066 tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota netto)	**218.781 tis. Kč**

Zdroj: Vlastní zpracování

Cenové rozpětí akcie pro IPO



Zdroj: Vlastní zpracování

VŠEM
VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU
DĚKUJI ZA POZORNOST