

Ocenění firmy JUREK S+R s.r.o. vybranými výnosovými metodami

Bc. Václav Mutina

Diplomová práce
2019



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Václav Mutina**
Osobní číslo: **M16367**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**
Forma studia: **prezenční**

Téma práce: **Ocenění firmy JUREK S+R s.r.o. vybranými výnosovými metodami**

Zásady pro vypracování:

Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

I. Teoretická část

- Zpracujte teoretické poznatky z literárních pramenů týkajících se oceňování podniku.

II. Praktická část

- Analyzujte vnější a vnitřní podmínky pro hospodaření firmy JUREK S+R s.r.o.
- Na základě předchozí analýzy a prognózy vypracujte finanční plán podniku.
- Stanovte hodnotu podniku pomocí vybraných výnosových metod a uveďte přínosy pro firmu.

Závěr

Rozsah diplomové práce: cca 70 stran
Rozsah příloh:
Forma zpracování diplomové práce: tištěná/elektronická

Seznam odborné literatury:

BREALEY, Richard A., Stewart C. MYERS a Franklin ALLEN. Principles of corporate finance. 12th ed. New York: McGraw-Hill, 2017, 896 s. ISBN 978-1-259-25333-1.
DAMODARAN, Aswath. The little book of valuation: how to value a company, pick a stock, and profit. Hoboken: John Wiley and Sons, c2011, 230 s. ISBN 978-1-118-00477-7.
MAŘÍK, Miloš a kol. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. 4. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2018. 551 s. ISBN 978-80-87865-38-5.
PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 3. vyd. Praha: Linde, 2012, 333 s. ISBN 978-80-7201-872-7.

Vedoucí diplomové práce: Ing. Přemysl Pálka, Ph.D.
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: 14. prosince 2018
Termín odevzdání diplomové práce: 16. dubna 2019

Ve Zlíně dne 14. prosince 2018

L.S.

doc. Ing. David Tuček, Ph.D.
děkan

prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
ředitelka ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

Prohlašuji, že

- beru na vědomí, že odevzdáním diplomové/bakalářské práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby;
- beru na vědomí, že diplomová/bakalářská práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k prezenčnímu nahlédnutí, že jeden výtisk diplomové/bakalářské práce bude uložen na elektronickém nosiči v příruční knihovně Fakulty managementu a ekonomiky Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně;
- byl/a jsem seznámen/a s tím, že na moji diplomovou/bakalářskou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 2 a 3 autorského zákona mohu užít své dílo – diplomovou/bakalářskou práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen připouští-li tak licenční smlouva uzavřená mezi mnou a Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně s tím, že vyrovnání případného přiměřeného příspěvku na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše) bude rovněž předmětem této licenční smlouvy;
- beru na vědomí, že pokud bylo k vypracování diplomové/bakalářské práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tedy pouze k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové/bakalářské práce využít ke komerčním účelům;
- beru na vědomí, že pokud je výstupem diplomové/bakalářské práce jakýkoliv softwarový produkt, považují se za součást práce rovněž i zdrojové kódy, popř. soubory, ze kterých se projekt skládá. Neodevzdání této součásti může být důvodem k neobhájení práce.

Prohlašuji,

1. že jsem na diplomové/bakalářské práci pracoval samostatně a použitou literaturu jsem citoval. V případě publikace výsledků budu uveden jako spoluautor.
2. že odevzdaná verze diplomové/bakalářské práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně

Jméno a příjmení:

.....

podpis diplomanta

ABSTRAKT

Diplomová práce si pokládá za cíl stanovení hodnoty firmy JUREK S+R s.r.o. využitím výnosových metod oceňování. První část je zaměřena na zpracování teoretických poznatků týkajících se oceňování podniku. Tyto poznatky jsou následně aplikovány v praktické části, která se skládá z analytické a projektové části. Analytická část obsahuje strategickou a finanční analýzu, které jsou zpravidla nezbytnou součástí ocenění. Cílem projektové části je sestavení finančního plánu na základě využití generátorů hodnot a dále zmíněná výnosová ocenění metodami DCF entity, ekonomickou přidanou hodnotou a čistými kapitalizovanými výnosy. Závěr projektové části ještě obsahuje citlivostní analýzu a určení přínosů pro firmu.

Klíčová slova: oceňování, hodnota podniku, strategická analýza, finanční analýza, generátory hodnot, finanční plán, výnosové metody oceňování, citlivostní analýza

ABSTRACT

The aim of this master's thesis is to determine a value of a company JUREK S+R Ltd. using selected income methods. The first part is focused on theoretical knowledge about business valuation. These findings are then applied in the practical part, which consists of analytical and project part. The analytical part contains strategic and financial analysis, which are usually an essential part of the valuation. The aim of the project part is to compile a financial plan based on the use of valuation drivers and the aforementioned income valuations by DCF entity, economic value added and net capitalized income. The conclusion of the project part also includes sensitivity analysis and determination of benefits for the company.

Keywords: valuation, value of the company, strategic analysis, financial analysis, valuation drivers, financial plan, income valuation methods, sensitivity analysis

V první řadě chci poděkovat vedoucímu práce, panu doktoru Pálkovi, za odborné rady při tvorbě i zadání diplomové práce. Velký dík také patří majitelům firmy JUREK S+R, kteří mi již podruhé umožnili spolupráci a ochotně zodpověděli veškeré nutné otázky týkající se obou závěrečných prací. Dále chci poděkovat své rodině, přátelům a všem, kteří mi byli jakkoli nápomocni při tvorbě této práce a také při celém studiu na Univerzitě Tomáše Bati.

OBSAH

ÚVOD	7
CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE	9
I TEORETICKÁ ČÁST	10
1 OBECNÉ ZÁSADY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	11
1.1 PODNIK JAKO PŘEDMĚT OCENĚNÍ	11
1.2 HODNOTA PODNIKU.....	11
1.3 KATEGORIE HODNOTY	12
1.3.1 Tržní hodnota	12
1.3.2 Subjektivní (investiční) hodnota	13
1.3.3 Objektivizovaná hodnota	13
1.3.4 Kolínská škola.....	14
1.4 DŮVODY PRO OCENĚNÍ PODNIKU	14
1.5 PLATNÁ LEGISLATIVA	15
1.6 FAKTOR ČASU A RIZIKA	16
1.6.1 Faktor času	16
1.6.2 Faktor rizika	16
1.6.3 Diskontní míra.....	17
2 POSTUP PŘI OCENĚNÍ PODNIKU	18
2.1 SBĚR VSTUPNÍCH DAT.....	18
2.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA	19
2.3 FINANČNÍ ANALÝZA	20
2.3.1 Metody finanční analýzy.....	21
2.3.2 Přehled metod finanční analýzy	21
2.4 ROZDĚLENÍ NA AKTIVA PROVOZNĚ NUTNÁ A NENUTNÁ.....	22
2.5 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY	23
2.6 TVORBA FINANČNÍHO PLÁNU.....	23
3 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	24
3.1 METODA DISKONTOVANÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ	25
3.1.1 Investovaný kapitál	26
3.1.2 Peněžní toky metodou DCF entity	26
3.1.3 Technika propočtu hodnoty podniku	27
3.2 METODA EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY.....	29
3.3 METODA KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ	30
3.4 SOUHRNNÉ OCENĚNÍ A CITLIVOSTNÍ ANALÝZA.....	31
II PRAKTICKÁ ČÁST	33
4 PŘEDSTAVENÍ OCEŇOVANÉ FIRMY	34

4.1	IDENTIFIKAČNÍ ÚDAJE O FIRMĚ DLE VÝPISU Z OBCHODNÍHO REJSTRÁKU	34
4.2	PŘEDMĚT PODNIKÁNÍ	34
4.3	STATUTÁRNÍ ORGÁN	34
4.4	PŘÍBĚH FIRMY	35
4.5	VIZE	35
4.6	REFERENCE, OCENĚNÍ.....	36
4.6.1	iDNES.cz/Ekonomika	36
4.6.2	Heureka.cz.....	36
4.7	E-SHOP	37
5	STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	38
5.1	ANALÝZA VNĚJŠÍCH PODMÍNEK.....	38
5.1.1	Politické a legislativní prostředí.....	38
5.1.2	Ekonomické prostředí	39
5.1.3	Sociální prostředí	40
5.1.4	Technologické prostředí.....	40
5.2	ANALÝZA VNITŘNÍCH PODMÍNEK	41
5.2.1	Dodavatelé.....	41
5.2.2	Zákazníci	41
5.2.3	Noví konkurenti	41
5.2.4	Substituty.....	42
5.2.5	Rivalita firem	42
5.3	SWOT ANALÝZA	42
5.3.1	Silné stránky.....	43
5.3.2	Slabé stránky	43
5.3.3	Příležitosti	44
5.3.4	Ohrožení.....	44
5.3.5	Shrnutí SWOT analýzy	44
5.4	ANALÝZA ODVĚTVÍ	45
5.5	PROGNÓZA TRŽEB	45
6	FINANČNÍ ANALÝZA	51
6.1	ANALÝZA ABSOLUTNÍCH UKAZATELŮ	51
6.1.1	Horizontální a vertikální analýza aktiv	51
6.1.2	Horizontální a vertikální analýza pasiv	52
6.1.3	Horizontální a vertikální analýza výsledovky.....	53
6.2	ANALÝZA ROZDÍLOVÝCH UKAZATELŮ	54
6.3	ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ	55
6.3.1	Likvidita, rentabilita, aktivita.....	55
6.3.2	Analýza zadluženosti	58
6.4	ANALÝZA SOUHRNNÝCH UKAZATELŮ	59
6.4.1	Z-skóre (Altmanův model).....	59
6.4.2	Spider analýza	60
7	ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A NENUTNÁ.....	61

7.1	PROVOZNĚ NUTNÝ INVESTOVANÝ KAPITÁL.....	62
7.2	KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ PŘED DANÍ.....	63
8	GENERÁTORY HODNOTY.....	64
8.1	TRŽBY.....	64
8.2	PROVOZNÍ ZISKOVÁ MARŽE.....	64
8.3	PRACOVNÍ KAPITÁL.....	65
8.4	INVESTICE DO DLOUHODOBÉHO MAJETKU.....	66
9	FINANČNÍ PLÁN.....	67
9.1	PLÁN VÝKAZU ZISKU A ZTRÁT.....	67
9.2	PLÁN ROZVAHY.....	68
9.3	FINANČNÍ ANALÝZA PLÁNU.....	69
10	OCENĚNÍ FIRMY VYBRANÝMI VÝNOSOVÝMI METODAMI.....	70
10.1	STANOVENÍ NÁKLADŮ NA KAPITÁL.....	70
10.1.1	Náklady na vlastní kapitál.....	70
10.1.1.1	Metoda CAPM.....	70
10.1.1.2	Stavebnicová metoda INFA.....	72
10.1.1.3	Stavebnicová metoda dle MPO.....	73
10.1.1.4	Stanovení N_{vk} dle rentability v odvětví.....	73
10.1.2	Vážené průměrné náklady na (vlastní) kapitál.....	74
10.2	VYMEZENÍ PROVOZNĚ NUTNÉHO INVESTOVANÉHO KAPITÁLU.....	74
10.3	METODA DCF ENTITY.....	75
10.4	METODA EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY.....	77
10.5	METODA ČISTÝCH KAPITALIZOVANÝCH VÝNOSŮ.....	79
10.6	DOPLŇKOVÉ STANOVENÍ HODNOTY FIRMY.....	81
10.7	SHRnutí VÝSLEDKŮ POUŽITÝCH VÝNOSOVÝCH METOD OCENĚNÍ.....	81
10.8	CITLIVOSTNÍ ANALÝZA ZMĚNY PARAMETRŮ NA HODNOTU VLASTNÍHO KAPITÁLU.....	82
10.9	ZHODNOCENÍ PŘÍNOSŮ PRO FIRMU.....	82
	ZÁVĚR.....	84
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	86
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....	90
	SEZNAM TABULEK.....	92
	SEZNAM GRAFŮ.....	94
	SEZNAM PŘÍLOH.....	95

ÚVOD

Ať už na akademické půdě, tak také v praxi se oceňování společností mnohými pokládá za vrchol vědní disciplíny finance. Stanovením hodnoty podniků si často lámou hlavy odborníci, kteří například působí jako soudní znalci. Na Univerzitě Tomáše Bati je pozornost věnována tomuto tématu při navazujícím studiu velmi nízká, ale vzhledem k množství nutných studijních předmětů to není překvapující. Je tedy otázkou, zdali by nebyl pro studenty efektivnější nižší počet nutných předmětů, a díky tomu možnost hlubšího pohledu do směrů, kterými se studenti rozhodnou jít, aby případně mohli v budoucnu dělat takovou práci, která je bude bavit, a budou v ní špičkou mezi ostatními. Tato otázka už se však nebude týkat mne, ale těch, kteří přijdou po mě. Důkazem toho, že to jde, jsou jiné univerzity, kde mají studenti přímo možnost studovat obor nazývaný se oceňování podniku či jiné, blíže specifické zaměření.

Diplomová práce na takové téma, tedy podle názvu, ocenění firmy vybranými výnosovými metodami, je pro mě do jisté míry výzvou, a to z důvodu, jestli jsem schopen takto komplexní a náročný projekt či posudek vytvořit a následně obhájit. Nejsem totiž žádným znalcem ani odborníkem na toto téma, taktéž žádnou praxi v oceňování nemám, přistupuji tedy k této práci s respektem a v následujícím textu je zejména v praktické části přístupováno s mým nejlepším vědomím i svědomím.

Cílem diplomové práce je tedy stanovení tržní hodnoty firmy JUREK S+R s.r.o. s využitím výnosových metod oceňování ke dni 1. 1. 2018. Zmíněná firma zaměstnává 12 pracovníků a hlavním předmětem podnikání je výroba a šití stanů. Firma je mnohými považována za něco jako fenomén a to zejména kvůli přístupu a vizi, kterým majitelé od začátku jdou. Stanislav a Radim (S+R) jsou totiž důkazem toho, že se to dá dělat i jinak, než je obecně zvykem, konkrétně v hospodářském smýšlení.

Práce je rozdělena na dvě hlavní části, teoretickou a praktickou. V teoretické části jsou teoretické poznatky neboli rešerše zpracovány z dostupných tuzemských i zahraničních zdrojů. Teorie je následně převedena do praktické části, na kterou jsem snažil klást důraz. Dle mého názoru cílem kvalifikačních prací není dokonalá či kritická rešerše beroucí v potaz veškeré myšlenky ohledně řečených témat. Na světě je spousta skvělých myslitelů a spisovatelů jako například profesor Mařík či profesor Damodaran, kteří se tímto tématem zabývají celý život. Důležitější je podle mě přínos, kterou práce má, jestli student vytvoří něco, za co se v bu-

doucnu nebude muset stydět. Podle mě něco jako je diplomová práce by měla odrážet samotného studenta, kdy se člověk snaží prokázat, že za dobu svého studia se něco opravdu naučil, a nedělal to pouze kvůli titulu, či kvůli oddálení práce a tak podobně. Říkat si, že člověk bude pracovat do 70, není zrovna pozitivní, člověk by se měl spíš říkat, jak to udělat, aby už mnohem dříve pracovat nemusel, nebo pracovat tak, aby to byl spíš koníček, či zábava, prostě něco co nás baví. Prostě se stát úspěšným člověkem, který se nepoléhá na to, že jednou se o něj stát postará. Postarat se musíme sami o sebe, to nikdo jiný neudělá.

Praktická část začíná nejprve představením oceňované firmy, následně je provedena strategická a finanční analýza. Tyto analýzy si dávají za cíl potvrzení tzv. going concern a dále stanovení budoucích tržeb, jež jsou základem výnosových ocenění. Po této analytické části bude majetek firmy rozdělen na provozně nutný a nenutný, kvůli větší přesnosti a věrohodnosti výnosových ocenění. Dále budou v již projektové části stanoveny generátory hodnoty a na jejich bázi sestaven finanční plán pro budoucí čtyři roky. Finanční plán poslouží jako základ k výnosovým oceněním a po stanovení vážených aritmetických nákladů na kapitál dojde samotným oceněním, konkrétně metodou DCF entity, metodou ekonomické přidané hodnoty a metodou čistých kapitalizovaných výnosů a také souhrnné ocenění, včetně citlivostní analýzy. Posledním bodem před závěrem práce bude ještě stanovení přínosů této diplomové práce pro firmu JUREK S+R.

CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE

Hlavním cílem této diplomové práce je stanovení tržního ocenění firmy JUREK S+R s.r.o. kde dni 1. 1. 2018 pomocí vybraných výnosových metod. Vedlejším cílem je například určení přínosů této práce pro majitele oceňované firmy. Aby mohl být splněn hlavní cíl, je zapotřebí definování a predikce poměrně velkého množství podkladů nutných pro výnosová ocenění. První nutnou veličinou, kterou je nutno předpovědět, je vývoj budoucích tržeb. Metoda, díky které je tato predikce možná, se nazývá strategická analýza. Součástí strategické analýzy bude také regresní analýza, zkoumající vlivy na vývoj tržeb oceňované firmy, relevantních odvětví a makroekonomických veličin. Strategická analýza bude dále obsahovat konkrétně PEST analýzu, Porterův pětifaktorový model a SWOT analýzu. Pomocí těchto zmíněných metod budou mimo jiné také zhodnoceny vnější a vnitřní podmínky pro hospodaření. Vědomosti o firmě jsou z velké části mé vlastní (bakalářská práce na téma Finanční analýzy, diplomová praxe) a také byly využity standardizované rozhovory s vedením firmy. Předpoklad využití výnosových metod oceňování je potvrzení tzv. going concern, tedy ujištění, že firmě nehrozí zásadní rizika, jež by mohla v blízké budoucnosti ohrozit její existenci. Tento vedlejší cíl se zčásti určuje podle zmíněné strategické analýzy, avšak také pomocí finanční analýzy, která souhrnně hodnotí finanční zdraví analyzované společnosti. Mezi metody využívané finanční analýzou se řadí například benchmarking firmy s odvětvím, různé absolutní, rozdílové, poměrové či souhrnné ukazatele. Finanční analýza bude provedena od roku 2008 z důvodu zahrnutí finanční krize na změny v podnikání a případné hrozící další krize.

Projektová část se skládá z finančního plánu na budoucí 4 roky a vychází z generátorů hodnot. Pro odhad nákladů na vlastní kapitál budou využity metody CAPM, stavebnicová metoda INFA a také odvození od relevantních odvětví. Výnosové metody, které budou konkrétně využity, jsou DCF entity, metoda ekonomické přidané hodnoty a metoda čistých kapitalizovaných výnosů. V závěru práce bude také provedena citlivostní analýza definující změny výsledného ocenění s rozdílnými vstupními daty.

Veškeré zmíněné kroky budou následovat literární rešerši týkající se oceňování podniků, avšak největší podíl čerpaných informací v praktické části je z nového a aktuálního vydání publikace od pana Maříka a kolektivu z roku 2018, kterou je dle mého názoru možno považovat za ideální zdroj využívaný odborníky v české oceňovací praxi.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 OBECNÉ ZÁSADY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

1.1 Podnik jako předmět ocenění

Nový občanský zákoník mění označení z podniku na obchodní závod. Konkrétní definice zní následovně:

„Obchodní závod je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu“. (Zákon č. 89/2012 Sb., § 502)

Dle Maříka je podnik účelová kombinace materiálních a nemateriálních hodnot, jejímž smyslem je nahospodařit zisk. Tato definice je výstižnější také s ohledem na cíl podnikání, kterým je dosažení zisku. (2018, s. 17)

Kislingerová uvádí, že podnik je entitou, která je nadána schopností přinášet určitý užitek, generovat určitý výnos v současnosti i budoucnosti. (2001, s. 10)

1.2 Hodnota podniku

Koller, Goedhart a Wessels píšou ve své publikaci, že klíčový princip tvorby hodnoty je velmi jednoduchý. Společnosti, které rostou a mají návratnost kapitálu, který je větší než náklady na kapitál, vytvářejí hodnotu. (2015, s. 3)

Kislingerová uvádí, že hodnota podniku není totožná s cenou, což u jiného zboží tvrdit většinou nelze. Cena, za kterou je podnik prodán, je výsledkem řady mnoha dalších faktorů jako např. časová tíseň, vztahy mezi kupujícím a prodávajícím nebo také obratovost při cenovém jednání. Pojem objektivní hodnota ve své podstatě neexistuje. (2001, s. 11)

Dle Maříka je hodnota podniku dána očekávanými budoucími příjmy diskontovanými na jejich současnou hodnotu.

Dále také tvrdí, že podnik lze oceňovat na různých hladinách:

- Hodnota brutto – jedná se o hodnotu podniku jako celku. Zahrnuje hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele.
- Hodnota netto – jde o hodnotu ocenění na úrovni vlastníků podniku, je tedy oceňován vlastní kapitál. (2018, s. 19)

Podle profesora Damorana existují dva přístupy ke stanovení hodnoty – vnitřní a relativní. Vnitřní hodnota je určena výší peněžních toků, které se očekávají, že aktivum bude generovat po dobu své životnosti a zejména jejich stabilitou. Aktiva s vysokými a stabilními peněžními toky by měla mít vyšší hodnotu oproti aktivům, u nichž je cash flow nestabilní a volatilní. Většina aktiv je však oceňována na relativním základě, kdy se aktiva hodnotí na základě zjištění ceny podobných aktiv na trhu. Příkladem může být prodej domu. Vnitřní hodnota tedy poskytuje ucelenější obraz o tom, co skutečně řídí a přináší podniku hodnotu. Relativní hodnota představuje naopak pouze realističtější odhad hodnoty. (2011, s. 4, 5)

1.3 Kategorie hodnoty

Existence různých kategorií hodnoty dokládá, že hodnota je vždy vázána účelem ocenění a subjekty dané transakce (Krabec, 2009, s. 111)

Na věc se můžeme dívat také tak, že tyto kategorie hodnoty v podstatě plynou z následujících praktických otázek:

- Kolik je ochoten za podnik zaplatit běžný zájemce, kolik bychom mohli dostat na trhu? Jaké je tedy **tržní ocenění**?
- Jakou má podnik hodnotu z hlediska **konkrétního kupujícího nebo vlastníka**?
- Jaká hodnota je **spravedlivá pro konkrétní dvojici kupujícího a prodávajícího**?
- Jakou hodnotu lze považovat za **relativně nejméně spornou**?

Z těchto hledisek se pro oceňování podniku postupně vyvinuly tyto základní kategorie (báze) hodnoty: (Mařík, 2018, s. 25)

1.3.1 Tržní hodnota

Podle mezinárodních oceňovacích standardů (IVSC) zní definice následovně:

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“ (IVSC Glossary, © 2019)

Východiskem stanovení tržní hodnoty je modelování budoucí situace neboli vize o okolnostech obchodu. Tržní ocenění podniku se používá především při uvádění podniku na burzu, při prodeji podniku nebo pokud není znám konkrétní kupující (Kramná, 2011, s. 12, 13).

1.3.2 Subjektivní (investiční) hodnota

Dle IVS je investiční hodnotou „*Hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva.*“ (IVSC Glossary, © 2019)

Každý podnik představuje jedinečné aktivum, které nelze zaměnit s jiným. U aktiv, která jsou oceňována tímto přístupem, je jejich hodnota dána individuálními potřebami konkrétního kupujícího a předpokládanými užitky, které mu z jeho koupě plynou, a současně konkrétním prodávajícím, který očekává jistý výnos z prodeje tohoto aktiva. V tomto případě se tedy vychází z dat poskytnutých podnikem či investorem, nikoliv obecně trhem. (Vochozka, Mulač, 2012, s. 119)

Investiční hodnota odráží do značné míry znalosti a schopnosti investora. Dále výnosový potenciál, očekávané riziko, postoj k riziku vůbec, a také obchodní strategii či silné a slabé stránky podniku. Velmi často bývá tato hodnota označována jako hodnota pro vlastníka (Hitchner, 2017, s. 5, 35, 36).

1.3.3 Objektivizovaná hodnota

Podle německých oceňovacích standardů (IDW S 1) je objektivizovaná hodnota definována takto: „*Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.*“ (Mařík, 2018 s. 35)

Hodnota by měla být postavena na všeobecně uznávaných datech a při jejím stanovení by měly být dodržovány určité zásady a požadavky. Mezi tyto zásady patří: udržení substance (z podniku může být vybráno jen tolik peněžních prostředků, aby nedošlo k narušení majetkové substance), volný zisk (ocenění založené na volném zisku, který je možné vyčerpat, aniž by byla ohrožena substance podniku), nepotřebný majetek (u výnosového ocenění je zahrnut pouze provozně nutný majetek), možnosti změn v podniku (berou se v úvahu pouze změny známé k datu ocenění), metoda (měla by být jasná a jednoznačná), management

(předpoklad jeho setrvání do budoucna) a zdanění (zohlednění daně i na úrovni vlastníka). (Kramná, 2011, s. 14–15)

1.3.4 Kolínská škola

Kolínská škola je založena na předchozích přístupech kategorie hodnoty, ze kterých čerpá nejdůležitější poznatky. Funkcionální hodnota, jak může být jinak nazývána Kolínská škola, dává přednost subjektivní hodnotě před tržní. Je to kvůli výraznému omezení na trzích s podniky a nižší transparentnosti trhu. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 121)

Dle Janíčka a Marka je ocenění u tohoto přístupu modifikováno na obecných funkcích, nikoli dílčích podnětech a hledanou hodnotu lze nalézt mezi hraničními hodnotami vymezeného relevantního intervalu. (2013, s. 377)

Dle Maříka rozeznává Kolínská škola několik základních funkcí oceňování a spolu s tím i funkcí oceňovatele:

- Funkci poradenskou.
- Funkci rozhodčí.
- Funkci argumentační.
- Funkci komunikační.
- Funkci daňovou.“ (Mařík 2018, s. 38)

Tomáš Krabec ještě dodává funkci podpůrnou při tvorbě společenských smluv, která se vyznačuje preventivním charakterem, aby se předešlo možným sporům. První tři funkce autor Krabec označuje za funkce hlavní, zbytek za funkce vedlejší. Funkci rozhodčí autor Krabec označuje za funkci zprostředkující či arbitrární, funkci poradenskou označuje za funkci pro rozhodnutí, či hraniční hodnotu. (2009, s. 134)

1.4 Důvody pro ocenění podniku

Ocenění má své využití u každé firmy, v každé části jejího životního cyklu. Je důležité jak u malých podniků, které přemýšlejí o expanzi, tak i u větších, které se například rozhodnou jít na burzu. (Damodaran, 2011, s. 6) Důvody k ocenění podniku mohou tedy být různé a mezi nejčastější patří situace jako prodej podniku, vstup cizího kapitálu do podniku, likvidace, fúze, vstup na burzu, dědické řízení atd. (Synek a Kislingerová, 2015, s. 156)

Důvody pro ocenění lze rozdělit do dvou kategorií. První skupina zahrnuje ocenění, které souvisí s vlastnickými změnami. Jako příklad lze uvést koupi nebo prodej podniku prostřednictvím smlouvy o jeho prodeji, ocenění, které souvisí s fúzí nebo rozdělením společnosti apod. V druhém případě se naopak oceňují případy, kdy k vlastnickým změnám v podniku nedochází. Patří sem stanovení hodnoty podniku, u kterého se mění právní forma, oceňování spojené se sanací podniku nebo s žádostí o poskytnutí úvěru. (Váchal, Vochozka, 2013, s. 137)

1.5 Platná legislativa

Mařík ve své publikaci uvádí, že v České republice v současné době neexistuje žádný zákon nebo předpis, který by byl při oceňování podniku obecně závazný. Oceňovatelé se z tohoto důvodu v Česku opírají především o ekonomickou teorii. Přesto existují určité předpisy, které bývají uplatňovány alespoň dílčím způsobem a o kterých by měl oceňovatel vědět. Přehled těch nejdůležitějších:

1. České předpisy

- Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. A na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR
- Metodický pokyn České národní banky (dříve Komise pro cenné papíry)

2. Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy

- Mezinárodní oceňovací standardy (IVS)
- Evropské oceňovací standardy (EVS)

3. Národní standardy některých zemí

- Americké oceňovací standardy US PAP
- Německý standard IDW S1

Na závěr kapitoly pan Mařík zmiňuje, že zcela jiná situace se odehrává pro oceňovatele ve **Slovenské republice**. Na Slovensku, na rozdíl od nás, se znalci při každém oceňování podniku musí povinně řídit závaznou vyhláškou o „všeobecnej hodnote majetku“, kterou vydává Ministerstvo spravodlnosti Slovenskej republiky. Tato vyhláška přitom určuje oceňovací postupy poměrně podrobně. (2018, s. 22, 23)

1.6 Faktor času a rizika

Mezi základní hranice, které vymezují prostor finančního managementu, patří riziko a časový faktor ovlivňující hodnotu peněz. Působení jednotlivých faktorů v čase ovlivňuje hodnotu peněz a může vést k jejich zhodnocení nebo případně znehodnocení. Riziko je chápáno individuálně, jelikož každý investor má jiný přístup k podnikání. Riziko je možné akceptovat nebo k němu mít averzi. Míru rizika však lze objektivizovat a vytvořit předpoklady k rozhodování, s cílem jeho minimalizace a diverzifikace. Znalost a respektování působení času a rizika je významným aspektem pro finanční řízení. (Nývtlová a Marinič, 2010, s. 43).

1.6.1 Faktor času

Dle názoru Gallaghera a Andrewa jsou pro správné pochopení faktoru času důležité úrokové míry. Peněžní prostředky získané dnes, mají pro každého držitele mnohem větší hodnotu než stejný objem těchto prostředků získaný v budoucnu. Aktuální obnos totiž může být nabídnut jinému subjektu, který za něj bude ochotný platit úrok, čímž původnímu držiteli vznikne výnos. Tento princip se nazývá časová hodnota peněz. (2003, s. 190-191)

V důsledku této skutečnosti nemůžeme při zjišťování hodnoty aktiva nebo podniku očekávanou řadu budoucích příjmů přímo sečíst. Musíme nejprve všechny budoucí příjmy přepočítat k datu ocenění, tj. zjistit jejich současnou hodnotu. Teprve tyto současné hodnoty budoucích příjmů, které platí ke stejnému datu, můžeme sečíst. (Mařík, 2018, s. 57)

1.6.2 Faktor rizika

Riziko je nebezpečí, že skutečná situace se bude odlišovat od té předpokládané. Lze jej kvantifikovat pomocí toho, jak velká je pravděpodobnost, že očekávaná situace skutečně nastane. Nejistota pak pramení z proměnlivosti prostředí, ve kterém podnik působí, a také ze samotného fungování podniku. Tato míra se promítá do výše diskontní sazby. (Pavelková, Knápková, 2012, s. 16; Kislíngrová, 2001, s. 104)

Nejrozšířenější definicí rizika v souvislosti s oceňováním je, jak uvádějí Pratt a Grabowski, že rizikem se rozumí stupeň nejistoty dosažení budoucích očekávání v předpokládané době a výši. Diskontní míra se v tomto případě většinou skládá z bezrizikové úrokové míry, která investorovi kompenzuje odložení spotřeby. K té se poté přičte riziková přírážka, která vyjadřuje riziko na trhu a očekávání investora. Čím vyšší je požadovaná míra návratnosti na trhu, tím nižší bude současná hodnota investice. Naopak čím nižší je tržní požadovaná míra návratnosti, tím vyšší bude současná hodnota investice. (Pratt a Grabowski, 2010, s. 46, 47)

Obchodní riziko (angl. business risk) je dáno proměnlivostí čistých výnosů, která je způsobena především proměnlivostí prodeje a vyplývá z možnosti, že očekávaný zisk nebude dosažen nebo překročen v důsledku vývoje situace na trhu. A dále je způsobena úrovní fixních provozních nákladů na celkových provozních nákladech.

Finanční riziko podobně jako provozní riziko je závislé do značné míry na podílu fixních provozních nákladů, které jsou tvořeny především nákladovými úroky, leasingovými splátkami, dividendami z prioritních akcií apod. V praxi bývá finanční riziko ztotožněno s touto částí volatility celkových výsledků hospodaření, která je způsobena placením fixních nákladových úroků. (Mařík, 2018, s. 60-62)

Systematické riziko (tržní riziko) je vyvoláno faktory ovlivňujícími celý kapitálový trh, nelze jej vyloučit ani dobře diverzifikovaným portfoliem. Toto riziko vzniká působením ekonomických faktorů např. změna cenové hladiny. Naopak **nesystematické riziko** (specifické riziko) může být eliminováno diverzifikací. (Brealey, Myers a Allen, 2017, s. 176)

1.6.3 Diskontní míra

Jedná se o nástroj, pomocí kterého se do hodnoty podniku promítá faktor času a faktor rizika. Diskontní míra je určena na základě výnosnosti, kterou investor očekává, a také s přihlédnutím k riziku, které hrozí. (Koller, Goedhart a Wessels, 2010, s. 42, 43)

Postup kalkulace by měl záviset na bázi hodnoty, kterou chceme zjišťovat. V případě oceňování tržní hodnotou a při objektivizovaném ocenění je potřeba kalkulaci opřít o tržní data. Při investiční hodnotě je východiskem konkrétní situace daného investora a možnosti alternativního využití kapitálu. (Mařík, 2018, s. 68, 69)

2 POSTUP PŘI OCENĚNÍ PODNIKU

Postup ocenění je samozřejmě třeba modifikovat podle konkrétních podmínek, tj. především podle konkrétního podnětu k ocenění, báze zjišťované hodnoty, zvolených metod, dostupných dat atd. V obecné rovině však Mařík doporučuje následující postup:

1. **Sběr vstupních dat**
2. **Analýza dat**
 - a. Strategická analýza
 - b. Finanční analýza pro zjištění finančního zdraví podniku
 - c. Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná
 - d. Analýza a prognóza generátorů hodnoty
 - e. Orientační ocenění na základě generátorů hodnoty, nebo alespoň otestování schopnosti podniku tvořit v budoucnosti hodnotu
3. **Sestavení finančního plánu**
4. **Ocenění**
 - a. Volba metody
 - b. Ocenění podle zvolených metod
 - c. Souhrnné ocenění

Je možno říci, že u malých firem lze některé fáze prací zjednodušit oproti doporučeným postupům. Vždy by ale mělo platit, že čím větší a složitější oceňovaný podnik je, tím podrobněji by jednotlivé kroky měly být zpracovány. (Mařík, 2018, s. 71, 72)

2.1 Sběr vstupních dat

Ocenění je především otázkou přiměřených vstupních dat. Východiskem je vždy účel ocenění a hledané báze hodnoty. Další potřebné informace můžeme rozdělit do následujících skupin

1. **Základní data o podniku** – data identifikující podnik, název, právní forma, IČ, předmět podnikání (CZ-NACE), struktura hlavních vlastníků podniku, informace o historii podniku
2. **Ekonomická data** – účetní výkazy za posledních alespoň 3 až 5 let, výroční zprávy, zprávy auditorů, podnikové plány

3. **Relevantní trh** – vymezení trhu, na kterém se oceňovaný podnik pohybuje, velikost a vývoj tohoto trhu, segmentace trhu, faktory atraktivity relevantního trhu, faktory vývoje trhu
4. **Konkurenční struktura relevantního trhu** – hlavní přímí konkurenti a data o nich, možné substituty výrobků, bariéry vstupu do odvětví
5. **Odbyt a marketing** – data o struktuře odbytu, hlavní produkty, ceny, odbytové cesty, reklama, výzkum a vývoj
6. **Výroba a dodavatelé** – řízení kvality, charakter výroby, úroveň technologie, kapacity a jejich využití, stav dlouhodobého majetku, dodavatelé
7. **Pracovníci** – struktura pracovníků, situace na trhu práce, atmosféra pracovišť, fluktuace pracovníků, produktivita práce, personální náklady (Mařík, 2018, s. 72, 73)

2.2 Strategická analýza

Ačkoliv strategické analýze v praxi není věnována dostatečná pozornost, patří bezesporu mezi klíčové fáze při oceňování podniku. Její hlavní funkcí je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Výnosový potenciál je závislý na vnějším a vnitřním potenciálu, kterým podnik disponuje. Vnější potenciál zahrnuje šance a rizika v podnikatelském prostředí, ve kterém se oceňovaný podnik nachází a vnitřní potenciál se zabývá silnými a slabými stránkami podniku a jeho konkurence.

Strategická analýza je důležitým předpokladem věrohodnosti výsledného ocenění a měla by přinést konkrétní výsledky, proto je dobré zodpovědět tyto tři otázky:

- Jaké jsou dlouhodobé perspektivy podniku?
- Jaký lze očekávat vývoj trhu, konkurence a podnikových tržeb v souvislosti s dlouhodobými perspektivami podniku?
- Jaké rizika jsou spojena s podnikem? (Sabolovič, 2008, s. 45-46)

Odpověď na první otázku je dle Maříka žádoucí určitým způsobem standardizovat. První možnost, jedná se o zdravý podnik, kde je na místě předpoklad going concern. Druhá možnost jde o slabší podnik, který může přežít, ale rizika jsou značná. Za třetí, nemocný podnik, jehož rizika jsou velmi vysoká a životnost bude omezená na přibližně 3 až 10 let. Nebo poslední varianta, akutně ohrožený podnik, který bude asi nejvhodnější ocenit likvidační hodnotou. Mařík dále dělí postup strategické analýzy do tří kroků. Prvním je relevantní trh,

jeho analýza a prognóza (vnější potenciál). Druhým je analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku a třetím krokem je prognóza tržeb podniku. (2018, s. 75, 76)

Sedláčková a Buchta vymezují dva základní okruhy orientace strategické analýzy, a to na analýzu orientovanou na vnější okolí podniku (makrookolí a mikrookolí) a analýzu vnitřních zdrojů a schopností podniku. Je třeba zdůraznit, že obě tyto roviny jsou vzájemně propojené. „Analýza makrookolí se zabývá identifikací a rozbořem faktorů okolí podniku, které ovlivňují jeho strategickou pozici a vytvářejí potenciální příležitosti a hrozby pro jeho činnost.“ K tomuto účelu se používá PEST analýza. „Analýza mikrookolí zahrnuje analýzu odvětví s důrazem na konkurenční prostředí. Cílem této analýzy je identifikovat síly a faktory, které činí odvětví více či méně atraktivním.“ Mezi vnitřní zdroje a schopnosti podniku patří specifické přednosti, silné a slabé stránky a vyváženost portfolia. Nakonec je nutné provést syntézu analýzy okolí a vnitřních zdrojů podniku s cílem určit konkurenční výhodu podniku, sestavuje se tedy SWOT analýza, která identifikuje hlavní silné a slabé stránky podniku a porovnává je s hlavními vlivy z okolí podniku. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 10 – 11)

2.3 Finanční analýza

Finanční analýza, jako složka finančního řízení podniku, často charakterizována jako metodický nástroj, který dovoluje posoudit tzv. **finanční zdraví** analyzovaného podniku.

Tato logika směřuje k upřednostňování likvidity a rentability jako dvou komponent finančního zdraví podniku, což vede k paradoxu – jako by další ukazatelové systémy používané finanční analýzou do ní ani nepatřily. Tento přístup v pramenech vidáme poměrně často.

Za **obecný cíl finanční analýzy** bývá nejčastěji považováno:

1. posouzení **finančního zdraví podniku** v podobě logického průniku rentability

$$\text{finanční zdraví} = \text{rentabilita} + \text{likvidita}$$

Toto vymezení cíle finanční analýzy je do jisté míry systémově neudržitelné, proto bývá doplňováno stanovením dalších, **alternativních či doplňujících cílů** v podobě množiny:

2. identifikace silných a slabých stránek podniku,
3. rozbor finanční situace podniku, případně i odvětví respektive státu
4. identifikace finanční tísně podniku, což je moment, kdy má podnik zásadní problémy s likviditou, které mohou být vyřešeny pouze výraznými změnami v činnostech podniku nebo ve způsobu financování podniku.

Potom **úlohou finanční analýzy** je:

1. obnovit, případně i zvýšit výkonnost podniku
2. maximalizovat výtěžnost dostupných datových zdrojů, včetně generování dat jinak těžce dostupných
3. fungovat jako diagnostická komponenta finančního řízení. (Kalouda, 2015, s. 51, 52)

2.3.1 Metody finanční analýzy

Termín *metoda* pochází z řeckého slova *methodos* a v přesném překladu znamená „cesta za něčím“, „postup“. V širším vymezení je charakterizována také jako záměrný postup (cesta), pomocí které je možno dosáhnout určitého cíle (nějaká věc bude zjištěna nebo vyřešena, dosažena). Metodu pak lze chápat jako celý komplex různorodých problémů. Při využití metod předpokládáme znalost, v jakých podmínkách lze metodu použít, aby nás dovedla k vytyčenému cíli.

Pojem bývá využíván v různé šíři. Nejčastěji se však jako metoda popisují speciální postupy určitého oboru či vědecké disciplíny. Můžeme se také setkat s užíváním v širokém smyslu, například metoda teoretické analýzy – bývá pak výrazem pro označení jistého, obecně známého postupu, způsobu zkoumání, zahrnující i elementární logické postupy. (syntézu, abstrakci, zobecnění).

Charakteristickým znakem metody řešení problému v teoretické oblasti i v oblasti praktického vykonávání činností je systematickosti a organizovanosti. Z toho vyplývá, že řešení problému nespočívá v nahodilém, bezprostředním nebo jednorázovém reagování na skutečnosti, data či jevy, jak tomu může být u laického řešení. Postup nalezení řešení je organizovaný podle daných pravidel, vyplývajících z charakteru řešeného problému, bývá předem rozvržen do posloupnosti konkrétních úkonů, které vycházejí z poznání dané oblasti a porozumění problému, i cíle, kterého chceme dosáhnout. Aplikování popsanych pravidel zamezuje kritickým chybám v přípravě, realizaci a zhodnocování výsledků, jež by se mohly stát důsledkem toho, že cílů by nebylo dosaženo a dosažené cíle by nebyly věcně správné. (Kubíčková, 2015, s. 60)

2.3.2 Přehled metod finanční analýzy

Přehled metod finanční analýzy má jako cíl poskytnutí co nejlepší orientace v dnes sice již relativně uzavřené soustavě metod, přičemž v množině nezanedbatelného rozsahu a zajímavě strukturované.

1. Průřezové metody

- a. Finanční analýza technická a fundamentální
- b. Horizontální a vertikální analýza

2. Elementární metody

- a. Poměrová analýza
- b. Soustavy ukazatelů

3. Vyšší metody

- a. Bankrotní modely
- b. Bonitní modely
- c. Matematicko-statistické a nestatistické metody

4. Rizikovost podnikového portfolia

5. Rating a Scoring (Kalouda, 2015, s. 54)

2.4 Rozdělení na aktiva provozně nutná a nenutná

Provozně nutná aktiva se vztahují k hlavní činnosti podniku a umožňují vytváření hodnoty. To se při stanovování hodnoty podniku odráží v podobě vygenerovaných peněžních příjmů. Charakteristickým znakem těchto aktiv je v případě jejich vyřazení právě pokles příjmů podniku (Vochozka a Mulač, 2012, s. 137-138).

Naopak aktiva provozně nenutná se na tvorbě volného peněžního toku nepodílejí a jejich hodnota tedy nemůže být ve výnosovém ocenění zahrnuta. Do této kategorie se nejčastěji řadí volné pozemky a budovy, krátkodobý finanční majetek, dlouhodobý finanční majetek a aktiva nad rámec výrobní kapacity (Vochozka a Mulač, 2012, s. 138).

Vochozka a Mulač se tomuto rozdělení aktiv ve své publikaci věnují podrobněji a jako hlavní důvod vyčlenění neprovozního majetku uvádí skutečnost, že neprovozní výnosy mohou mít jiný rizikový profil než ty z hlavní činnosti. Je tedy nezbytné jim přiřadit jinou diskontní sazbu. Jako další důvod toho rozčlenění uvádí možnost existence nevyužité výrobní kapacity, která se nepodílí na tvorbě peněžního toku a jejímž prodejem by podnik získal peněžní příjem, aniž by došlo k poklesu volného peněžního toku. Tato úvaha funguje i z opačné strany, kdy by mohla být tato kapacita v případě budoucí expanze využita ke zvýšení obrátu bez nutnosti investic, a to by znamenalo úsporu peněžních výdajů. (2012, s. 138)

2.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Principem této analýzy a prognózy generátorů hodnoty je zaměření na veličiny, které hodnotu podniku rozhodujícím způsobem ovlivňují a mohou v budoucnosti vytvářet volné peněžní prostředky a tím vytvářet hodnotu podniku. Pomocí generátorů hodnoty získáme především zasvěcenější pohled na minulost podniku, protože z této analýzy je patrné, zda podnik tvoří hodnotu či nikoliv a jaké faktory mají na zjištěnou skutečnost vliv. Prognóza generátorů hodnoty by měla tvořit základní část finančního plánu, který by pak měl být pouze rozvedením projekce generátorů hodnoty. (Mařík, 2018, s. 150)

Za generátory hodnoty lze považovat tržby a jejich růst, marži provozního zisku, investice do pracovního kapitálu a do dlouhodobého provozně nutného majetku, diskontní míru, způsob financování, existence podniku. (Sabolovič, 2008, s. 56)

2.6 Tvorba finančního plánu

Koller, Goedhart a Wessels shledávají důležitým stanovit si počet roků, na které bude plán sestaven a jak detailně. Plánované období by mělo být dostatečně dlouhé, aby společnost dosahovala stabilního stavu, který bude určen konstantním tempem růstu. (2015, s. 185)

Podle Maříka by měl být finanční plán rozvedením hlavních položek provozu podniku, které nazývá jako tzv. generátory hodnoty, v souladu se strategií a vizí firmy. Je rovněž výchozím krokem pro výnosová ocenění podniku. Finanční plán obsahuje rozvahu, výkaz zisku a ztrát a výkaz cashflow doplněním generátorů hodnoty o: (2018, s. 176, 177)

- **plán financování** – tento plán zpětně hodnotí reálnost dosavadních prognóz a přispívá rovněž k určení diskontní míry skrze nákladů na kapitál (přijímání nových úvěrů, splátky současných úvěrů, navyšování vlastního kapitálu)
- **méně významné položky** – slouží pro zpřesnění, zajišťují návaznost minulých výkazů na budoucí (pravidelně opakující se menší závazky, či pohledávky)
- **položky nesouvisející s hlavním provozem podniku** (plán odprodeje nepotřebného majetku, investice do cenných papírů)
- **výplaty dividend nebo podílů na zisku**
- **formální dopočty** – všech potřebných položek finančních výkazů (celkové peněžní toky, nerozdělený zisk, ziskové fondy apod.)

3 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Finanční ocenění podniku si klade za cíl vyčíslit jeho hodnotu určitou peněžní částkou. Potenciál podniku je oceněn peněžním ekvivalentem. Výsledná hodnota, kterou oceňovatel hledá, se často opírá o využití více oceňovacích metod. Tyto metody se obvykle seskupují do tři velkých skupin, tzv. **oceňovacích přístupů**, které platí obecně pro oceňování všech aktiv:

- Výnosový přístup (income approach)
- Tržně-porovnávací přístup (market approach)
- Nákladový přístup (cost approach)

Toto obecně uznávané členění oceňovacích přístupů je ve své podstatě založeno na druhu vstupních dat, ze kterých je hodnota aktiva odvozena. U oceňování podniku jakožto specifického aktiva se však z čistě praktických důvodů nabízí jako vhodné ještě mírné odlišení členění oceňovacích metod, a to do následujících **tří okruhů oceňovacích metod**: (Mařík, 2018, s. 44)

1. Ocenění na základě analýzy výnosů (*výnosové metody*)

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

2. Ocenění na základě analýzy trhu (*tržní metody*)

- Ocenění na základě tržní kapitalizace
- Ocenění na základě srovnatelných podniků
- Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu
- Ocenění na základě srovnatelných transakcí
- Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů

3. Ocenění na základě analýzy majetku (*majetkové metody*)

- Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen
- Substanční hodnota na principu nákladů znovupořízení
- Substanční hodnota na principu úspory nákladů
- Majetkové ocenění na principu tržních hodnot.
- Likvidační hodnota

Na rozdíl od pana Maříka, Kislingerová rozděluje metody na čtyři skupiny: (2001, s. 23)

1. Metody pracující na majetkovém principu

- Metoda účetní hodnoty
- Metoda substanční hodnoty

2. Metody pracující na výnosovém principu

- Metoda kapitalizovaných výnosů
- Dividendový diskontní model

3. Metody kombinované

- Schmalenbachova metoda střední hodnoty
- Švýcarská metoda
- Model diferenciální renty

4. Metoda na tržním principu

- Tržní multiplikátory
- Metoda srovnatelných transakcí

Jako autor této diplomové práce nepovažuji za podstatné rozepisovat metody, které následně v praktické části aplikovány nebudou, ponechám zde tedy pouze výčet těchto základních metod a dále se budu zabývat pouze výnosovými metodami, pomocí kterých bude firma JUREK S+R oceněna.

Nejčastěji využívané metody při oceňování podniku jsou metody výnosové. Předpokladem těchto metod je stanovení hodnoty na základě určení budoucího užítku pro investora. Princip spočívá ve stanovení současné hodnoty výnosů, které podnik očekává v budoucnosti a které jsou tvořeny aktivy, která podnik vlastní. Výnosem mohou být buď diskontované peněžní toky, dividendový výnos, nebo kapitalizovaný zisk. (Nývtová, Marinič, 2010, s. 183)

3.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

Podstatou oceňování pomocí modelů diskontovaných peněžních toků je, že hodnota aktiv je odvozována od současné hodnoty budoucích peněžních toků. Využívání těchto modelů je založeno na těchto předpokladech: kapitálové trhy jsou efektivní, kapitálová struktura podniku je tvořena vlastním kapitálem a dluhem, existuje pouze daň z příjmů, podnik musí trvale investovat do výše odpisů. (Kislingerová, 2001, s. 157)

Existují tři základní techniky pro výpočet výnosové hodnoty metodou diskontovaných peněžních toků:

- metoda „entity“ – volné CF pro vlastníky i věřitele, výsledkem je celkový kapitál,
- metoda „equity“ – volné CF pro vlastníky, výsledkem je pouze vlastní kapitál,
- metoda „APV“ – výsledkem je celkový kapitál a vypočítá se jako součet hodnoty podniku při nulovém zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. (Mařík, 2018, s. 192, 193)

3.1.1 Investovaný kapitál

Výchozím bodem pro výpočet investovaného kapitálu je rozvaha, kterou je nutné upravit ve dvou směrech. První úprava plyne z potřeby určení nákladů na tento investovaný kapitál a druhá úprava bilanční sumy spočívá v rozčlenění aktiv na provozně nutná a nepotřebná. (Mařík, 2018, s. 194)

Bere se v úvahu jen kapitál, který nese náklady, tzn. vlastní kapitál a úročený cizí kapitál. Z pohledu majetku to je dlouhodobý majetek a upravený ČPK. Rezervy mohou mít charakter buď vlastního kapitálu, nebo neúročených závazků. V dalším kroku se rozdělí aktiva na provozně nutná a nenutná. Provozně nutný investovaný kapitál se skládá z provozně nutných dlouhodobých aktiv a provozně nutného upraveného pracovního kapitálu (Pavelková, Knápková, 2012, s. 152)

3.1.2 Peněžní toky metodou DCF entity

Pro potřeby oceňování je třeba určit, kolik peněz je možno vzít z podniku, aniž bude narušen jeho předpokládaný vývoj. Východiskem je produkce peněz v podniku, tedy provozní peněžní tok. Dále se odečtou investice a výsledkem je tzv. **volné cash flow**, v případě DCF entity peněžní tok do firmy (FCF = free cash flow). (Mařík, 2018, s. 198)

Tabulka 1 Výpočet FCF (Mařík, 2018, s. 199)

+ Korigovaný provozní VH před daněmi (KPVH _D)
- Upravená daň z příjmů (KPVH _D * daňová sazba)
= Korigovaný provozní VH po daních (KPVH)
+ Odpisy
+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
= Předběžný peněžní tok z provozu
- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
= Volný peněžní tok (FCF)

U metody DCF je východiskem vždy volný peněžní tok. V případě DCF entity se volným peněžním tokem rozumí tvorba peněžních prostředků, které jsou k dispozici vlastníkům a věřitelům. Proto u metody DCF entity bývá využíváno označení peněžní toky do firmy (FCFF = free cash flow to firm), nebo označení peněžní toky pro vlastníky a věřitele.

FCFF se počítá nepřímou metodou, kde východiskem je korigovaný provozní výsledek hospodaření. Pro korigovaný výsledek hospodaření by měly platit tyto obecné zásady:

1. Neměly by být odpočítány náklady na cizí kapitál
2. Neměl by obsahovat žádné mimořádné položky a jednorázové položky
3. Neměl by obsahovat žádné výnosy a náklady, které souvisí s majetkem provozně nenutným. (Mařík, 2018, s. 199, 200)

3.1.3 Technika propočtu hodnoty podniku

Propočet metodou entity probíhá obvykle ve dvou krocích:

1. Určení celkové hodnoty podniku, tj. výnosovou hodnotu investovaného kapitálu. Tato celková hodnota je získána diskontováním peněžních toků, které plynou z hlavního provozu podniku, tzn. peněžních toků, které neberou v úvahu investice do majetku, který není provozně nutný, ani výnosy a náklady, které s takovým majetkem souvisí.
2. Výpočet výnosové hodnoty vlastního kapitálu – celková hodnota provozu podniku se sníží o hodnotu úročených dluhů k datu ocenění, pak se připočítá hodnota neprovozních aktiv také k datu ocenění. (Mařík, 2018, s. 205, 206)

V případě, že podnik bude existovat nekonečně dlouho, tak se hodnota podniku určí pomocí obecného výrazu:

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

kde:

(1)

$FCFF_t$ = volné cash flow do firmy v roce t

i_k = kalkulovaná úroková míra (tj. diskontní míra)

n = počet let předpokládané existence podniku

Pro tak dlouhé období je však nemožné naplánovat peněžní toky pro jednotlivá léta, proto existují dva návrhy na řešení:

- a) standardní dvoufázová metoda,
- b) metody založené na odhadu průměrných temp růstu. (Mařík, 2018, s. 206, 207)

V praxi se používá obvykle metoda dvoufázová, z tohoto důvodu je zde popsána pouze tato verze metody DCF entity, která bude následně využita v praktické části.

Dvoufázová metoda vychází z představy, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. Pokračující hodnotou se rozumí současná hodnota očekávaných peněžních toků od konce první fáze až do nekonečna, přičemž tato současná hodnota je připočtena k datu ukončení první fáze. (Mařík, 2018, s. 207)

Hodnota podniku se podle dvoufázové metody vypočítá takto:

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

kde: (2)

T = délka první fáze v letech

PH = pokračující hodnota

i_k = kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu

(Mařík, 2018, s. 207)

Možnosti výpočtu pokračující hodnoty:

- a) Gordonův vzorec

$$T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g}$$

kde: (3)

T = poslední rok prognózovatelného období

i_k = průměrné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra

g = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze

FCFF = volný peněžní tok do firmy (Mařík, 2018, s. 212)

- b) Parametrický vzorec (vzorec založený na faktorech tvorby hodnoty)

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

kde: (4)

$KPVH_{T+1}$ = korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy (Mařík, 2018, s. 2016)

3.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty

V posledních letech se pojem EVA – ekonomická přidaná hodnota (economic value added) stále více prosazuje a používá ve vyspělých ekonomikách. Využívá se ve finanční analýze jako jeden z jejich nástrojů, ale i při řízení a oceňování podniků. Klasické ukazatele výnosnosti, mezi které patří například rentabilita, mají určité nedostatky. Nezhledňují časovou hodnotu peněz a riziko a velikost zisku je možné ovlivnit. V případě ukazatele EVA se dá tímto nedostatkům vyhnout. (Mařík, 2018, s. 320)

EVA je měřítkem výkonnosti firmy. Metoda EVA se dá charakterizovat jako operační zisk snížený o náklady na celkový kapitál, který byl použitý na dosažení tohoto zisku. (Dluhošová, 2008, s. 17)

Výpočet ukazatele EVA:

$$EVA = NOPAT - WACC * C$$

kde: (5)

NOPAT = zisk z operační činnosti po zdanění

WACC = průměrné vážené náklady na kapitál

C = investovaný kapitál (Kislingerová, 2001, s. 224)

Pokud vychází EVA kladná, podnik vytváří hodnotu pro své vlastníky, protože zhodnocuje kapitál víc, než činí jeho náklady na kapitál. (Fotr, 2012, s. 127)

Mařík uvádí, že podobně jako v případě metody DCF je možné i u metody EVA použít oceňování pomocí EVA entity, EVA equity a EVA APV a opět je nejpoužívanější metoda EVA entity. (2018, s. 333)

Při výpočtu se nejdříve zjišťuje tržní hodnota operačních aktiv, která je součtem čistých operačních aktiv NOA a tržní přidané hodnoty MVA. Následně se k tržní hodnotě operačních aktiv přičte tržní hodnota neoperativních aktiv a odečte se tržní hodnota úročených závazků. Tímto výpočtem se dosáhne tržní hodnota vlastního kapitálu. (Mařík, 2018, s. 334)

3.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Podle Kislingerové je tato metoda nejjednodušším a základním způsobem, pomocí kterého lze přímo určit hodnota podniku. Tato metoda je založena na výkonnosti podniku v minulosti, tedy na historické úrovni zisku. Základní úvahou této metody je odvodit hodnotu podniku z hodnoty tzv. trvale udržitelné úrovně zisku podniku. Mezi základní předpoklady použití tohoto modelu patří předpoklad nekonečně dlouhé existence podniku a znalost minulých výsledků firmy (minimálně za období 3 - 5 let). Hodnota podniku netto je počítána jako podíl trvale dosažitelného zisku odvozeného z minulých let a míry kapitalizace. (2001, s. 153)

Petrík řadí tuto metodu mezi metody tzv. reziduálního zisku (zisku, který zůstane v podniku po odečtení ceny kapitálu). Podle autora je tato metoda konzervativní, vycházející z oficiálních a dostupných, auditovsky ověřených účetních výsledků hospodaření. (2009, s. 365)

Jak Kislingerová dále dodává, trvale udržitelný zisk získaný z analýzy výkazu zisku a ztráty je nejprve nutné opět upravit o určité položky, jako je například vyloučení mimořádných výnosů anebo vyloučení výnosů, které nesouvisí s hlavním předmětem podnikání podniku. (2001, s. 154)

Mařík poznamenává, že tato metoda je metodou „netto“, výnosovou hodnotu tedy počítáme z výnosů pouze pro vlastníky vlastního kapitálu. Dále dodává, že v závislosti na tom, jak jsou chápány čisté výnosy, rozlišují se dvě základní varianty této metody kapitalizovaných čistých výnosů. První variantu je možné ztotožnit s metodou DCF equity. Pracuje se totiž s čistými výnosy, které jsou určeny na základě peněžních toků (tedy rozdílu mezi příjmy a výdaji). Druhá varianta vychází z toho, že čisté výnosy jsou odvozeny z upravených výsledků hospodaření (tedy z rozdílu mezi účetně chápanými a zároveň upravenými výnosy a náklady). (2018, s. 294, 295)

U této metody je možné využít těchto dvou postupů:

- **Analytická metoda** – Princip této metody je podobný principu metody DCF, vychází však z peněžních toků, ale vychází z upravených budoucích výsledků hospodaření. Pro výpočet platí vztah:

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

kde: (6)

H_n = hodnota podniku netto, tj. hodnota vlastního kapitálu

$\check{C}V_t$ = odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy

T = délka období, pro které jsme schopni v jednotlivých letech odhadnout čistý výnos

$T\check{C}V$ = trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi uvažovaného horiz.

i_k = kalkulovaná úroková míra na úrovni nákladů na vlastní kapitál

g = dlouhodobé očekávané tempo růstu

- **Paušální metoda** – Princip této metody vychází ze dvou hlavních předpokladů a to těch, že podnik bude i nadále dosahovat obdobných výnosů jako dosud a nebude tedy vykazovat výrazně vyšší růstové tendence. Při stanovování úrokové míry je navíc nutné její očištění o inflaci, neboť se při této metodě kalkuluje se stálými cenami. Netto hodnota podniku (H_n) je dána vztahem:

$$H_n = \frac{T\check{C}V}{i_k}$$

kde: (7)

$T\check{C}V$ = trvale odnímatelný čistý výnos

i_k = kalkulovaná úroková míra (Mařík, 2018, s. 306-309)

3.4 Souhrnné ocenění a citlivostní analýza

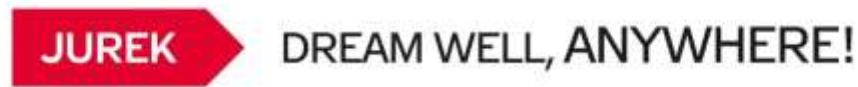
Mařík ve své publikaci apeluje na dodržování zásady, kdy je při ocenění podniku nutné použít minimálně dvě oceňovací metody. Výsledky jednotlivých metod se často liší, ale rozhodně není možné při stanovování výsledku použít mechanicky spočítaný průměr jednotlivých metod. Průměr je možné použít pouze v případě, kdy se výsledky použitých metod příliš neliší (rozdíl mezi nimi do zhruba 5 %). Výsledná hodnota podniku by měla být stanovena na úrovni některé konkrétní metody dle situace a volby oceňovatele. Výsledky

ostatních použitých metod by pak měly určitým způsobem posloužit k orámování zvolené hodnoty. (2018, s. 469, 470)

Velmi užitečné je také ocenění doplnit o analýzu citlivosti. Tato analýza zjišťuje citlivost určitého klíčového ekonomického ukazatele na různých rizikových faktorech, jež jej ovlivňují. V případě ocenění nejčastěji představuje základní kritérium výsledná hodnota podniku. Rizikové faktory potom nejčastěji představují WACC či tempo růstu. Určitá změna rizikových faktorů vyvolává změnu základního kritéria. Velikost této změny potom určuje důležitost jednotlivých rizikových faktorů pro posuzování změn základního kritéria pomocí stanovení citlivosti ve spojitosti s analyzovanými faktory (Petřík, 2009, s. 186).

II. PRAKTICKÁ ČÁST

4 PŘEDSTAVENÍ OCEŇOVANÉ FIRMY



4.1 Identifikační údaje o firmě dle výpisu z obchodního rejstříku

Datum vzniku a zápisu:	4. května 2000
Spisová značka:	C 22353 vedená u Krajského soudu v Ostravě
Obchodní firma:	JUREK S+R s.r.o.
Sídlo:	č.p. 766, 739 13 Kunčice pod Ondřejníkem
Identifikační číslo:	25855972
Právní forma:	Společnost s ručením omezeným

4.2 Předmět podnikání

- výroba sportovních a turistických potřeb
- koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej
- zprostředkovatelská činnost
- hostinská činnost

4.3 Statutární orgán

jednatel:	Ing. STANISLAV JUREK, dat. nar. 3. listopadu 1957 Kunčice pod Ondřejníkem 642, PSČ 73913 Den vzniku funkce: 4. května 2000
jednatel:	Ing. RADIM JUREK, dat. nar. 2. května 1966 Kunčice pod Ondřejníkem 289, PSČ 73913 Den vzniku funkce: 4. května 2000

(www.justice.cz)

4.4 Příběh firmy

Příběh firmy JUREK začíná u našeho otce Stanislava st. - čalounického mistra, který dokázal vyrobit téměř cokoliv, od matrace, přes stan, batoh, spacák, až po historický nábytek.

Byli jsme tři kluci a otec nás v každé volné chvíli bral do přírody, do hor, dělal nám potřebné vybavení, a později na nás dohlížel, když jsme si ho sami vyráběli.

Na počátku 90. let založili otec se synem Stanislavem ml. čalounickou dílnu. V té době byly kvalitní kopulovité stany velmi nedostatkovým zbožím. My však již měli s jejich šitím a používáním mnohé zkušenosti, a tak se zrodila myšlenka jejich výroby.

Dnes je rok 2019 a stany děláme už víc než 28 let. Naši zákazníci s nimi procestovali všechny kontinenty a prošli všemi klimatickými podmínkami. Odevšad nám pak přiváželi cenné rady, kde něco přidat nebo naopak ubrat, co funguje a měli bychom dále rozvíjet, nebo co je naopak navíc a dále bychom rozvíjet neměli. Všechny tyto zkušenosti se promítly do vývoje našich výrobků a vy z nich nyní můžete čerpat.

Kromě stanů dnes v katalogu naleznete také spací pytle, karimatky a další vybavení potřebné k bezproblémovému pobytu v přírodě.

Čalounické služby už neprovozujeme, ale pokračujeme v odkazu našeho otce, vyrábět kvalitní, spolehlivé a trvanlivé vybavení, a poskytovat k němu celoživotní servis.

4.5 Vize

Být spolehlivým a věrným partnerem všech dobrodruhů, romantiků a cestovatelů při jejich toukách krajinou kdekoliv na světě, který je na blízku v každé situaci a za všech okolností.

To je vize, se kterou firma vstupuje do třetího desetiletí své existence.

(JUREK S+R, O nás, www.jurek.biz)

4.6 Reference, ocenění

4.6.1 iDNES.cz/Ekonomika

V TESTu Mladé fronty DNES byl stan MIDI MP (dnes se jedná o 3 modely Tramp 2.5 / Midi 2.5 / Top 2.5) označen za téměř ideální stan.

„Nejlepším testovaným stanem je tuzemský model Beskyd Midi MP od firmy Jurek S+R za 4560 korun. Zároveň je pro zákazníky i výhodným nákupem, protože dosáhl v testech nejlepšího poměru mezi cenou a kvalitou. Beskyd se hodí především na pěší turistiku po celý rok, ale i do zasněžených hor. Není přítěží ani na cyklistické túře.“

(www.idnes.cz/Ekonomika)

4.6.2 Heureka.cz



(Heureka.cz, Internetové obchody, JUREK e-shop)

4.7 E-shop

JUREK [O nás](#) [Obchodní podmínky](#) [Jak nakoupit](#) [FAQ](#) [Kontakt](#) [Přihlásit](#) [Nové registrace](#)

JUREK DREAM WELL, ANYWHERE!

Děkujeme za Váš zájem a přízeň v minulém roce.
 Hodně štěstí, pevné zdraví, mnoho dosažených vrcholů a správný směr
 v novém roce 2019 přeje JUREK tým.

E-shop

- Výhodná koupě
- Stany
- Spací pytle
- Karimatky
- Přátelský a obaly
- Oblečení
- Outdoor vybavení
- Ostatní výrobci

top produkt

<p>Domácí vodní filtr Rainfrosh FC200</p> <p>nábo cena: 1 370,00 Kč (133,33 EUR)</p> <p><input checked="" type="checkbox"/> skladem <input type="button" value="Koupit"/></p>	<p>Jurek ALP 2.0 bílá</p> <p>nábo cena: 5 778,00 Kč (225,76 EUR)</p> <p><input checked="" type="checkbox"/> skladem <input type="button" value="Koupit"/></p>	<p>Jurek ALP 2.5</p> <p>nábo cena: 5 445,00 Kč (212,74 EUR)</p> <p><input checked="" type="checkbox"/> skladem <input type="button" value="Koupit"/></p>
<p>Jurek ATAK 2.5</p> <p>nábo cena: 4 580,00 Kč (179,23 EUR)</p> <p><input checked="" type="checkbox"/> skladem <input type="button" value="Koupit"/></p>	<p>Jurek Čepice ARCTIK P200</p> <p>nábo cena: 252,00 Kč (20,25 EUR)</p> <p><input checked="" type="checkbox"/> skladem <input type="button" value="Koupit"/></p>	<p>Jurek DEKA DV XL</p> <p>nábo cena: 873,00 Kč (34,11 EUR)</p> <p><input checked="" type="checkbox"/> skladem <input type="button" value="Koupit"/></p>
<p>Jurek DOME 3</p> <p>nábo cena: 9 288,00 Kč (362,88 EUR)</p> <p><input checked="" type="checkbox"/> skladem <input type="button" value="Koupit"/></p>	<p>Jurek ELIYE L38</p> <p>nábo cena: 1 548,00 Kč (120,66 EUR)</p> <p><input checked="" type="checkbox"/> skladem <input type="button" value="Koupit"/></p>	<p>Jurek ELIYE M31</p> <p>nábo cena: 1 386,00 Kč (54,79 EUR)</p> <p><input checked="" type="checkbox"/> skladem <input type="button" value="Koupit"/></p>

Platba sábkou u evidenci zboží je prováděna poštovním převodem bezpečnou cestou.
 Zároveň je možné zaplatit přijatou třídu a správcu daně online, v případě technického vyzvání pak sepnutím do 60 hodin.
 Tělo platí jen pro hotové platby ve formě penězů JUREK.

(JUREK S+R, www.jurek.biz)

5 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Pátá kapitola této diplomové práce bude obsahovat strategickou analýzu, jejímž hlavním úkolem bude stanovení výnosového potenciálu oceňované firmy, tedy i předpoklad budoucí existence této firmy, což je podmínkou k využití výnosových metod. Tohoto úkolu bude dosaženo za základě analýzy vnějších a vnitřních podmínek pro podnikání.

5.1 Analýza vnějších podmínek

Analýza vnějších podmínek neboli analýza makroprostředí bude provedena pomocí PEST analýzy, která se zaměřuje na 4 prostředí – politické, ekonomické, sociální a technologické prostředí. Tato analýza nám má pomoci odpovědět na tři otázky:

- Které faktory mají vliv na podnik?
- Které jsou možné účinky těchto faktorů?
- Které z nich jsou v blízké budoucnosti pro podnik nejdůležitější?

PEST analýza je základem pro SWOT analýzu, která bude provedena později.

5.1.1 Politické a legislativní prostředí

Sem patří všechny instituce, které se přímo nebo nepřímo podílejí na řízení státu. Tyto instituce určují podmínky pro podnikání na území České republiky, které jsou stanoveny v zákonech, vyhláškách, nařízeních vlády a dalších právních předpisech. Mezi základní legislativní předpisy, působící na firmy, můžeme zařadit zákon o obchodních korporacích, občanský zákoník, zákon o dani z přidané hodnoty, zákon o spotřebních daních, zákon o daních z příjmů, zákoník práce, zákon o účetnictví spolu s českými účetními standardy, či vyhláškami. Změny v těchto předpisech, které bezesporu mají vliv na podnikání oceňovaného podniku, je potřeba důkladně monitorovat, a proto je ve firmě zaměstnána účetní, která si udržuje přehled, aby se firma nedostala do nevyžádané situace. V nedávné historii bylo potřeba přizpůsobit své podnikání podmínkám EET, či GDPR, kdy se prokázalo, že firma nemá problém přizpůsobit se změnám, které si naši zákonodárci odhlasují. Co určitě nelze opomenout při analýze tohoto prostředí, je politická stabilita. K tomuto problému nebudu psát můj názor na aktuální dění, ale i kdyby čistě hypoteticky vznikla další vládní krize, dle mého názoru něco takového nebude mít přímý podstatný vliv na oceňovanou firmu. Druhá věc tohoto problému však může mít vliv nepřímý, a to konkrétně zhoršení jména či postavení České republiky ve světě. To může mít za důsledek, že potenciální investor, který by například měl

zájem sem vstoupit a případně koupit oceňovanou firmu, se kvůli vnímání Česka rozhodne pro nějaký stát se stabilnější politickou situací.

5.1.2 Ekonomické prostředí

Cílem šetření makroekonomických prognóz (tzv. Kolokvia), které provádí MF ČR, je zjistit názor relevantních institucí na budoucí vývoj české ekonomiky a vyhodnotit základní tendence, s nimiž zúčastněné instituce ve svých předpovědích počítají. Výsledky 46. Kolokvia, které se konalo v listopadu 2018, vycházejí z předpovědí 16 institucí.

Hlavní tendence makroekonomického vývoje v letech 2018 a 2019 lze shrnout takto:

- Respondenti šetření v průměru počítají s růstem HDP o 3,0 % v roce 2018 a s jeho nepatrným snížením na 2,9 % v roce 2019. Ekonomika by měla být tažena výhradně domácí poptávkou, což zároveň podpoří růst dovozu. Čisté vývozy by tak i přes pokračující růst v eurozóně měly hospodářskou dynamiku mírně snižovat. Spotřebu domácností bude pozitivně ovlivňovat situace na trhu práce, která podporuje růst mezd a platů. Výdaje domácností na konečnou spotřebu by tak v letech 2018 a 2019 mohly vzrůst o 3,7 %, resp. 3,4 %. Růst spotřeby sektoru vládních institucí by se měl z očekávaných 2,7 % v roce 2018 zpomalit na 2,0 % v roce 2019. Tvorba hrubého fixního kapitálu by se mohla v roce 2018 zvýšit o 7,3 %, v roce 2019 by se pak růst investic měl zpomalit na 3,9 %.
- Podle průměru prognóz zúčastněných institucí by se míra inflace měla pohybovat mírně nad 2 % – v roce 2018 by mohla dosáhnout 2,3 %, v roce 2019 pak 2,4 %. Posilující měnový kurz bude působit protiinflačně, domácí poptávkové tlaky však budou inflaci zvyšovat.
- Situace na trhu práce by měla zůstat napjatá. Instituce v průměru považují prostor pro další pokles míry nezaměstnanosti za vyčerpaný, a ta by tak v tomto i příštím roce mohla dosáhnout 2,4 %. Zaměstnanost by se v roce 2018 mohla zvýšit o 1,3 %, v roce 2019 by však vlivem demografických faktorů a nízké nezaměstnanosti mělo dojít ke zpomalení jejího růstu na 0,3 %.
- Instituce v průměru očekávají, že se objem mezd a platů letos zvýší o 9,2 %, v roce 2019 by pak mohlo dojít ke zpomalení na 7,6 %. Kromě přetrvávajícího nedostatku pracovní síly bude na dynamiku mezd a platů příznivě působit zvyšování minimální a zaručené mzdy a také růst platů v sektoru vládních institucí.

- Pro rok 2018 respondenti v průměru počítají s přebytkem běžného účtu platební bilance ve výši 0,7 % HDP, v roce 2019 by se kladné saldo mohlo nepatrně snížit na 0,5 % HDP.

5.1.3 Sociální prostředí

Počet obyvatel ČR se z dlouhodobého pohledu stabilně mírně zvyšuje. Na konci června 2018 žilo v ČR celkem 10,625 mil. lidí. Meziročně se počet obyvatel zvýšil o 35,9 tis. osob, t j. o 0,3 %, v průběhu 1. pololetí pak o 15,4 tis. lidí. O tento přírůstek populace se postaralo kladné saldo migrace ve výši 17,7 tis. osob s meziročním přírůstkem 5,2 tis. Zatímco do ČR se ze zahraničí přistěhovalo 29,2 tis. osob (meziročně o 7,8 tis. více), 11,5 tis. se z ČR naopak vystěhovalo. Nejvyšší kladné saldo stěhování bylo zaznamenáno s občany Ukrajiny (5,6 tis.) a Slovenska (2,7 tis.). Naopak rozdíl mezi počtem narozených a zemřelých obdobně jako v roce 2017 vyústil v úbytek ve výši 2,4 tis. osob. Rovněž tak počet živě narozených (55,7 tis.) i počet zemřelých (58,1 tis.) zhruba odpovídal stejnému období předchozího roku. Stárnutí populace se (podle dat z VŠPS) projevilo meziročním nárůstem obyvatelstva v seniorské kategorii 65 let a více o 53 tis. lidí. Vysoký počet žen narozených koncem 70. a v 80. letech a postupně narůstající porodnost vedly ke zvýšení počtu dětí do 14 let o 23 tisíc. Na druhé straně se výrazně snížil počet obyvatel ve věku 15–64 let, a to o 38 tisíc. Vzhledem k rozkolísané porodnosti v minulosti však není vývoj v této kategorii ani zdaleka homogenní. Pokles se koncentroval do věkové skupiny 20–39 let, kde ubylo 71 tis. lidí. Naproti tomu byl zaznamenán citelný nárůst počtu obyvatel mezi 40 a 49 lety o 48 tisíc. Lidé v tomto věku vykazují nejvyšší míry zaměstnanosti a participace, což přispívá k eliminaci dopadů stárnutí obyvatelstva na nabídkovou stranu ekonomiky.

(Ministerstvo financí ČR, 2018, Makroekonomická predikce České republiky)

5.1.4 Technologické prostředí

Předchozí ekonomické a sociální prostředí nemají dle mého názoru na oceňovanou firmu zásadní vliv, který by mohl ohrozit její existenci, firma si udržuje své věrné zákazníky, a to převážně díky své vizi, ale také díky své technologické vybavenosti v umění vytvořit produkt, který je unikátní. Firma zde uplatňuje svou konkurenční výhodu, a to konkrétně v kvalitě a různých možnostech nabízeného produktu – převážně se jedná tedy o stany. Znalost technologie či know-how, za pomoci kterého je možné takto kvalitní výrobek z nejvhodnějšího materiálu vyrobit, je pro firmu zásadní a je zde riziko, že se rozšíří i ke konkurenčním

firmám. Nicméně strategie konkurence se značně liší, nyní není zcela běžné, že produkt vydrží déle než 2 roky nebo dokonce 10 let, jak je tomu u oceňované firmy, to je vlastně jeden z důvodů, proč je nyní firma JUREK S+R považována mnohými za fenomén.

5.2 Analýza vnitřních podmínek

Analýza vnitřních podmínek nebo jinak analýza mikroprostředí bude provedena využitím Porterova pětifaktorového modelu. Jedná se o analýzu oborového okolí, ve kterém se analyzuje pět faktorů – dodavatelé, zákazníci, noví konkurenti, substituty a rivalita firem. Tyto faktory nějakým způsobem působí na každou firmu a doporučuje se, aby byla známa situace ohledně těchto faktorů.

5.2.1 Dodavatelé

Dodavatelé mohou mít velký vliv v případě, když jsou velcí, poté hrozí riziko, že při ztrátě takového dodavatele se může firma ocitnout v problémech nebo pokud má firma pouze jednoho dodavatele, který je schopen nabídnout konkrétní materiál, který je nezbytně potřeba pro výrobu. Dle mých informací taková situace za současných podmínek nehrozí. Nejedná se totiž o příliš velkou firmu, která poptává obrovské množství materiálu k nepřetržitému provozu.

5.2.2 Zákazníci

Podobně jako u dodavatelů, taktéž velcí odběratelé mohou mít zásadní vliv, pokud si takový odběratel své postavení uvědomí, může nastat situace, že si začne diktovat podmínky. Takový scénář ovšem v tomto případě nastat nemůže, nejedná se přece v žádném případě o firmu, která by svým zákazníkům dodávala zboží pravidelně, jak již bylo zmíněno, zákazník si onen specifický stan (či jiné zboží) objedná a má zaručeno, že takový výrobek má dlouhou životnost a v případě jakéhokoliv problému uplatní možnost precizního servisu, který dokazuje, že se to dá dělat i jinak, než je v dnešní době známo. Více pravděpodobným rizikem je skutečnost, že někteří by rádi brali, ale s placením to je věc druhá. V dnešní době, kdy je možnost vyhlášení bankrotu a podobných scénářů, nastávají situace, které vedou ke vzniku nedobytných pohledávek, vůči firmě JUREK S+R v tomto ohledu to není výjimkou.

5.2.3 Noví konkurenti

Noví konkurenti mohou být omezeni tím, když jsou vysoké fixní náklady na vstup do odvětví. Tyto náklady do odvětví, které bude blíže specifikováno v další kapitole, až tak vysoké

pravděpodobně nebudou, jelikož je velké množství firem, které již stany prodávají. Na rozdíl od toho počet firem, které tyto stany dokáží i samy vyrobit je nižší a bez nutného know-how tuto činnost nemůže vykonávat každý nový konkurent. Domnívám se tedy, že oceňovaná firma, vzhledem ke své vizi a strategii, se zrovna nových konkurentů obávat nemusí. Dalším důvodem, proč si to myslím, je, že firma už v tomto odvětví podniká docela dlouho, konkrétně jako firma JUREK S+R od roku 2000 a také několik let předtím jako sdružení dodavatelů. Z toho důvodu si dovoluji tvrdit, že vůči novým konkurentům mají nákladové výhody, jak co vyrábět, kde ušetřit a podobně.

5.2.4 Substituty

Substituty jsou statky, které se dají nahrazovat. V současné době mi osobně není známá firma, která by nabízela substitut této firmy, a kdyby tomu tak v budoucnosti bylo, pravděpodobně by konkurence musela vynaložit vyšší náklady. Problém by však mohl nastat při vzniku nových technologií, jak již bylo zmíněno v předchozí kapitole.

5.2.5 Rivalita firem

Rivalita firem je zpravidla vysoká, pokud se jedná o málo rostoucí trh nebo také v případě nového odvětví, které je atraktivní pro nové zájemce nebo například obecně odvětví, ve kterém se nachází velký počet konkurentů. Jak již však bylo zmíněno, oceňovaný podnik se svou strategií značně odlišuje od konkurentů, takže rivalitu v žádném případě nepocítuje. Dalším důvodem jsou například způsoby a vystupování firmy vůči všem stakeholderům. Slušnost, vstřícnost, prozákaznické vystupování, to jsou slova, která se nedočteme na webu, to jsou slova, která říkají o dané firmě spokojení zákazníci svým známým a posilují tak dobré jméno firmy JUREK S+R.

5.3 SWOT analýza

Jak již bylo avizováno, většina zjištění z PEST analýzy a Porterova modelu bude využita a shrnuta ve SWOT analýze. Konkrétní vypracování této analýzy bude sestaveno podle vzdělávacích videí dostupných a portále ekospace.cz, které vytvořil autor David Šetek. Princip je v tom, že jednotlivým bodům je nejprve přiřazeno číslo od jedné do pěti, které znázorňuje, například u silných stránek, který bod má nejvyšší výkonnost (5 nejvyšší), dále jsou přiřazeny váhy, které v součtu dávají 100% a znázorňují důležitost daného bodu pro firmu. Následně jsou tato dvě čísla vynásobena a součet výsledků všech těchto silných stránek slouží pro porovnání se slabými stránkami, příležitostmi a ohroženími.

Tabulka 2 SWOT analýza (vlastní zpracování)

SWOT analýza			1-5	Důle- žitost	Sou- čin	Cel- kem	
Interní	S - silné stránky	Produkt, který je unikátní	4	30%	1,2	3,55	
		Vysoká produktivita	5	20%	1		
		Dlouhodobé vztahy se zákazníky	3	15%	0,45		
		Finanční síla a zdraví podniku	4	10%	0,4		
		Ekologičnost výrobků	2	25%	0,5		
	W - slabé stránky	Nedostatek marketingových zkušeností	3	20%	0,6	3,7	
		Špatná dopravní dostupnost firmy	5	20%	1		
		Personální zajištění	4	30%	1,2		
	Ex- terní	O - příleži- tosti	Nové trhy – expanze do zahraničí	5	50%	2,5	3,65
			Zavedení nových marketingových postupů	3	25%	0,75	
Spolupráce s novými dodavateli			2	15%	0,3		
Dotační programy na technologie			1	10%	0,1		
T - ohrožení		Složitá a měnící se právní předpisy v ČR	2	25%	0,5	2,1	
		Ztráta zákazníka	1	10%	0,1		
		Ztráta dodavatele	1	10%	0,1		
		Posílení konkurence	2	15%	0,3		
		Fluktuace zaměstnanců	2	10%	0,2		
		Nové technologie	3	30%	0,9		

5.3.1 Silné stránky

Jako silnou stránku s největším vlivem na výkonnost byla vybrána vysoká produktivita, ta je způsobena strategií firmy ohledně vnímání toho, že zdroje je potřeba šetřit a soustředit se na jejich maximální využití a pracovat vždy s tzv. péčí řádného hospodáře. Druhou velmi silnou stránkou firmy jsou unikátní a kvalitní produkty a dále finanční zdraví podniku, to konkrétně v této práci zatím dokázáno nebylo, nicméně vycházím ze svých znalostí dané firmy, a to díky své bakalářské práci, kde jsem vytvořil finanční analýzu od doby založení firmy. Výsledky vypovídaly o značném finančním polštáři. Finanční analýza bude součástí i této diplomové práce v následující kapitole. Na rozdíl od těchto faktů má nejvyšší důležitost pro firmu právě onen unikátní produkt a jeho ekologičnost.

5.3.2 Slabé stránky

Slabá stránka, která je dle mého názoru, považována za největší, je špatná dopravní dostupnost firmy. V kapitole Představení firmy bylo řečeno, že sídlo společnosti se nachází v Kunčicích pod Ondřejníkem, to není zrovna ideální místo vzhledem k rozloze České republiky, nicméně firma poskytuje také webové stránky, kde je možnost objednání čehokoliv, proto

důležitost byla stanovena na 20%. Jako slabou stránku s vyšší důležitostí lze považovat provedení oné webové stránky, web nepůsobí profesionálně a minimálně z hlediska grafické stránky jsou zde vidět značné nedostatky. Největším problémem je však personální zajištění, kdy majitelé firmy nemají nástupce, a tento problém bude muset být do budoucna vyřešen. Každopádně za důvod pro ukončení činnosti se tato slabost rozhodně považovat nedá, firma slibuje svým zákazníkům minimálně 20 let servisu a v žádném případě tato skutečnost neohroží budoucí existenci fenoménu jménem JUREK S+R.

5.3.3 Příležitosti

Za příležitost s největší přitažlivostí a pravděpodobností její realizace je považována expanze do nových trhů v zahraničí. Tento fakt už je v plné realizaci, kdy jednatel společnosti byl například kontaktován americkou firmou Amazon a již nyní se tyto kvalitní české produkty vyvážejí a je jen otázkou času, než se začnou vyvážet takřka do celého světa. Další příležitostí jsou investice do marketingu, které by mohly ještě více rozšířit jméno JUREK nejen po České republice. Jako reálná varianta se nabízí využívání dnes již velmi rozsáhlé sociální sítě Instagram.

5.3.4 Ohrožení

Jako na každou firmu, tak i na oceňovanou, působí velká řada externích vlivů. V PEST analýze a Porterově modelu bylo rozebráno, které tyto vlivy mohou na společnost působit zásadním způsobem, nepodařilo se však prokázat, že by mohly ohrozit existenci firmy. Proto jednotlivým hrozbám byly přiřazeny nízké hodnoty, nejvyšší, které dle mého názoru mohou představovat hrozbu, jsou nové technologie.

5.3.5 Shrnutí SWOT analýzy

Výsledkem SWOT analýzy byly vymezeny jednotlivé součty pro silné stránky 3,55, slabé stránky 3,7, příležitosti 3,65 a ohrožení 2,1. Z toho vyplývá, že první 3 kategorie jsou přibližně na stejné úrovni, rozdíl je velmi minimální a poslední čtvrtá kategorie vyšla podstatně níž, čímž bylo prokázáno, že firma poměrně kvalitně odolává externím negativním vlivům. Na druhou stranu slabé stránky prokázaly, že nejsou zanedbatelné a nabízí se tedy příležitost je koncepčně řešit, aby jednou mohly být započítány do první kategorie a tím posílit výkonnost firmy.

5.4 Analýza odvětví

Dříve, než bude přistoupeno k hlavnímu cíli strategické analýzy – prognóze tržeb, je potřeba analyzovat odvětví, do kterého spadá oceňovaná firma, aby bylo co nejpřesněji možné za pomoci regresní analýzy tento cíl naplnit. Hlavním předmětem podnikání dané firmy, jak se můžeme například dočíst v rozvaze, je: výroba plachet, stanů a podobných výrobků. Tomuto předmětu dokonale sedí dělení podle OKEČ (174040 – Výroba plachet, stanů a podobných výrobků), problém však je v tom, že takové dělení již v současnosti není v platnosti a nejde tudíž jako relevantní trh tuto kategorii využít. Český statistický úřad 1. 1. 2008 v souladu s nařízením Evropského parlamentu a Rady zavedl Klasifikaci ekonomických činností (CZ-NACE). Podle klasifikace CZ-NACE položku výše zmíněnou už nenalezneme, nyní je součástí C – Zpracovatelský průmysl, 139 – Výroba ostatních textilií, 1392 – Výroba konfekčních textilních výrobků, kromě oděvů. Tam je zahrnuta výroba plachet, plachetek, stanů, kempinkových výrobků, markýz, krycích plachet pro automobily a stroje, ochranných potahů na nábytek a mnoho, mnoho dalšího. Data, která jsou veřejně k dispozici na stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu jsou pro celou skupinu 139, jedná se tedy o obrovské množství různé výroby, ze které jen maličký zlomek představuje výroba stanů. Z tohoto důvodu se domnívám, že stanovovat toto odvětví jako relevantní trh je velice nepřesné. Firma JUREK S+R ve výpisu z obchodního rejstříku mimo jiné uvádí jako činnost výrobu sportovních a turistických potřeb, což je neméně důležitou činností této firmy. Výroba sportovních potřeb podle CZ-NACE je zařazena do skupiny 32 – Ostatní zpracovatelský průmysl, 323 – Výroba sportovních potřeb. Ve srovnání s předchozí kategorií je 323 přibližně 10x menší. Ovšem i v této skupině nalezneme mnoho jiných činností a je tedy velkou otázkou, která skupina je pro srovnání ideální. Dle mého názoru ani jedna, a to také z důvodu, jak již bylo řečeno v předchozí části práce: firma je unikátní a těžko srovnatelná.

5.5 Prognóza tržeb

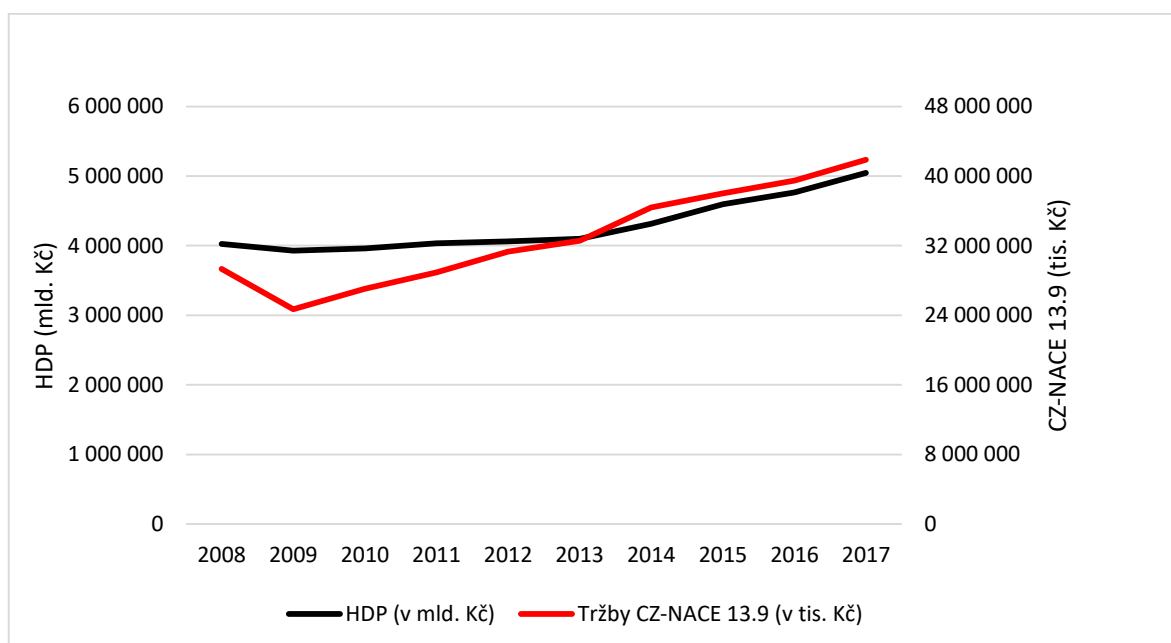
Hlavním cílem strategické analýzy byla předpověď tržeb na tři až čtyři roky (2018, 2019, 2020, 2021). Toho bude docíleno regresní analýzou, ale dříve, než bude možné určit tržby přímo firmy, je nutné provést predikci proměnných, které budou v regresní analýze využity. První z nich byl vybrán hrubý domácí produkt, jehož výhodou je, že je předpovězen Ministerstvem financí až do roku 2021.

Tabulka 3 Predikce HDP v běžných cenách (Makroekonomická predikce, mfcf.cz)

Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
HDP (mld. Kč)	4 060	4 098	4 314	4 596	4 768	5 045	5 296	5 568	5 817	6 072
Meziroční růst	0,6%	0,9%	5,3%	6,5%	3,7%	5,8%	5,0%	5,1%	4,5%	4,4%

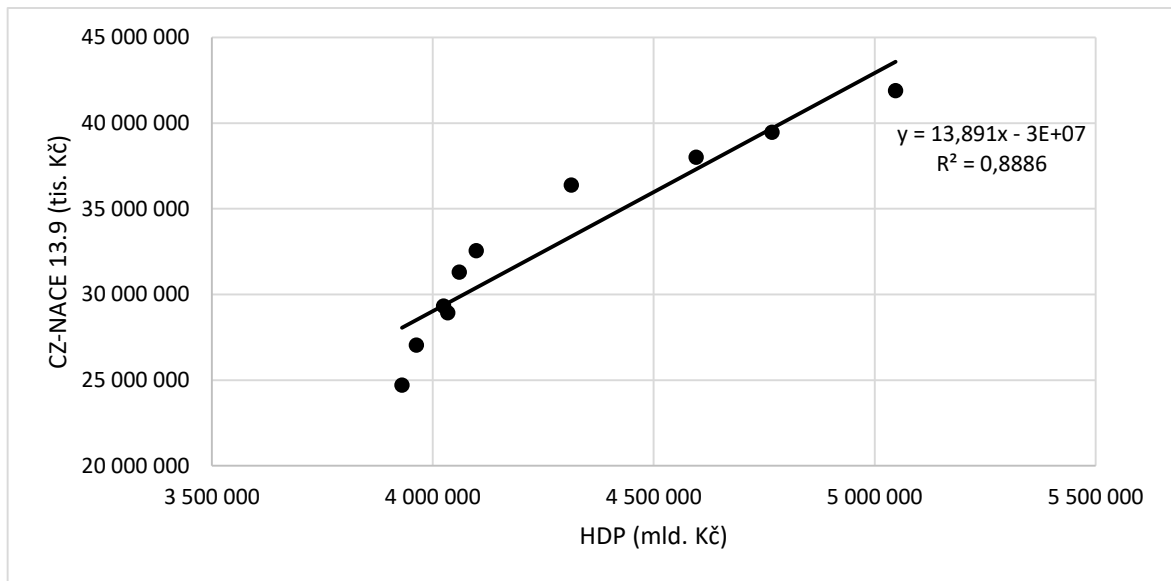
Další proměnou budou vybrány buď tržby odvětví výroba ostatních textilií, nebo výroba sportovních potřeb. Pomocí regresní analýzy však bude nutné nejprve zjistit, jestli zmíněná odvětví mají podobný trend jako HDP (běžných cen), v opačném případě bude muset být určeno jiné kritérium pro predikci. Následující graf srovnává vývoj HDP a odvětví CZ-NACE 13.9.

Graf 1 Vývoj HDP a CZ-NACE 13.9 (mfcf.cz, mpo.cz, vlastní zpracování)



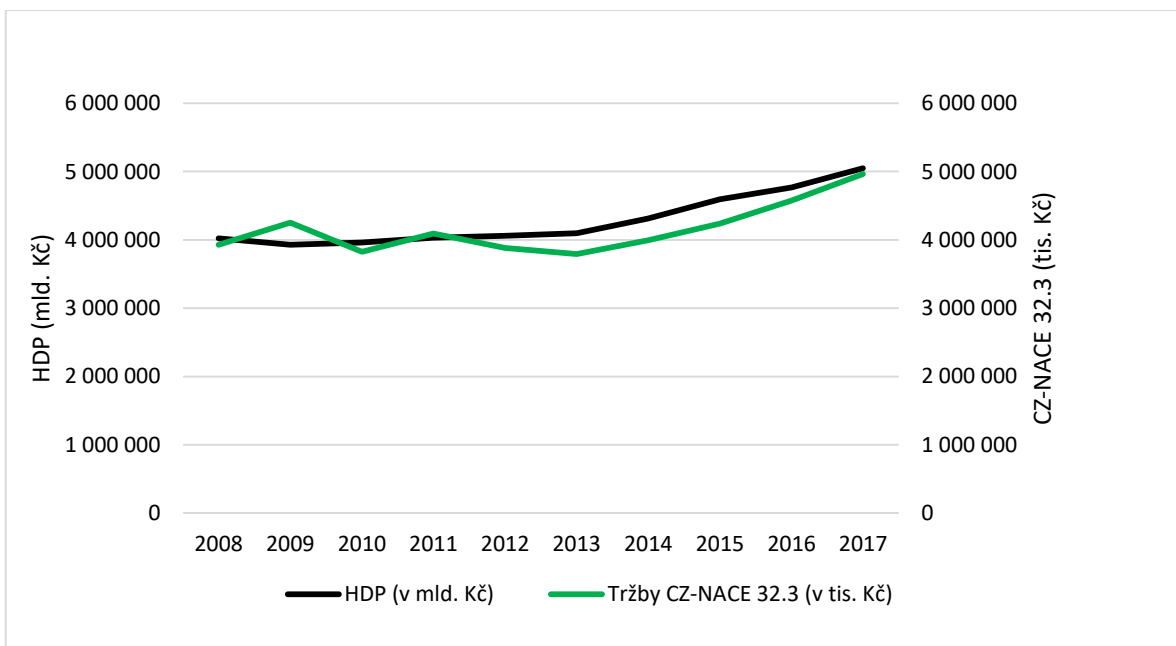
Na první pohled je zřejmé, že minimálně v posledních letech je vývoj téměř totožný. Závislost je tedy díky tomuto tvrzení vysoce pravděpodobná. Bodový graf číslo 2 zobrazuje tvar lineární rovnice a hodnotu spolehlivosti R neboli korelační koeficient ve výši 0,8886. Regresní analýza se všemi hodnotami je dostupná k nahlédnutí na konci této práce jako příloha P1.

Graf 2 Bodový graf HDP a CZ-NACE 13.9 (mfcf.cz, mpo.cz, vlastní zpracování)



Obdobným způsobem dojde také k regresi a případně i predikci odvětví CZ-NACE 32.3.

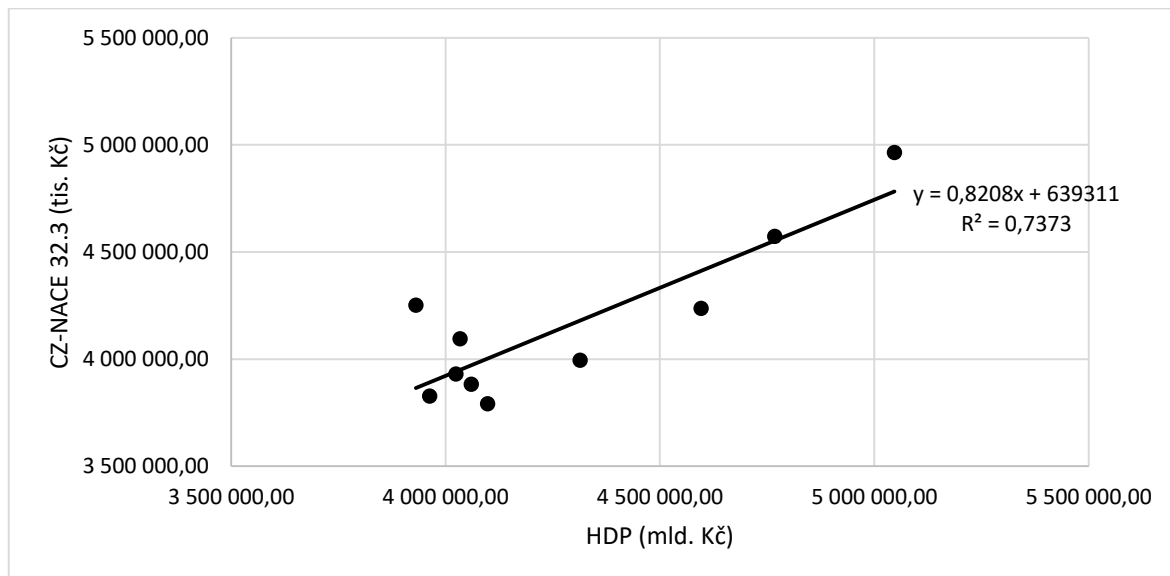
Graf 3 Vývoj HDP a CZ-NACE 32.3 (mfcf.cz, mpo.cz, vlastní zpracování)



Taktéž u druhého srovnání lze pozorovat podobný trend a na první pohled se může zdát, že je ještě možná i více přesný než tomu bylo u předchozího porovnání. Zdání ovšem někdy klame a věci nemusí vždy dopadnout tak, jak si myslíme. Korelační koeficient paradoxně vychází nižší, konkrétně 0,7373. Nabízí se tedy otázka, zdali závislost, vyjádřená lineární rovnicí, je potvrzena? Zajímavostí je, že graf ani nemusel být proveden za použití dvou os, je zde totiž krásně viditelné, že odvětví tvoří téměř přesně jedno promile HDP (v roce 2017:

HDP 5 miliard, kdežto odvětví 5 milionů), ale to není nijak důležité. Regresní analýza je taktéž zahrnuta v příloze P2.

Graf 4 Bodový graf HDP a CZ-NACE 32.3 (mfcf.cz, mpo.cz, vlastní zpracování)



Důvodem sestavení této dvojité regresní analýzy byla předpověď relevantního trhu, konkrétně CZ-NACE 13.9 nebo CZ-NACE 32.3 do roku 2021. Nyní, za potvrzení korelace, je možné tuto predikci uskutečnit a zjistit, jestli výsledné hodnoty budou reálné, či nikoliv. Z tohoto důvodu byla sestavena následující tabulka.

Tabulka 4 Predikce CZ-NACE 13.9 a 32.3 (mfcf.cz, mpo.cz, vlastní zpracování)

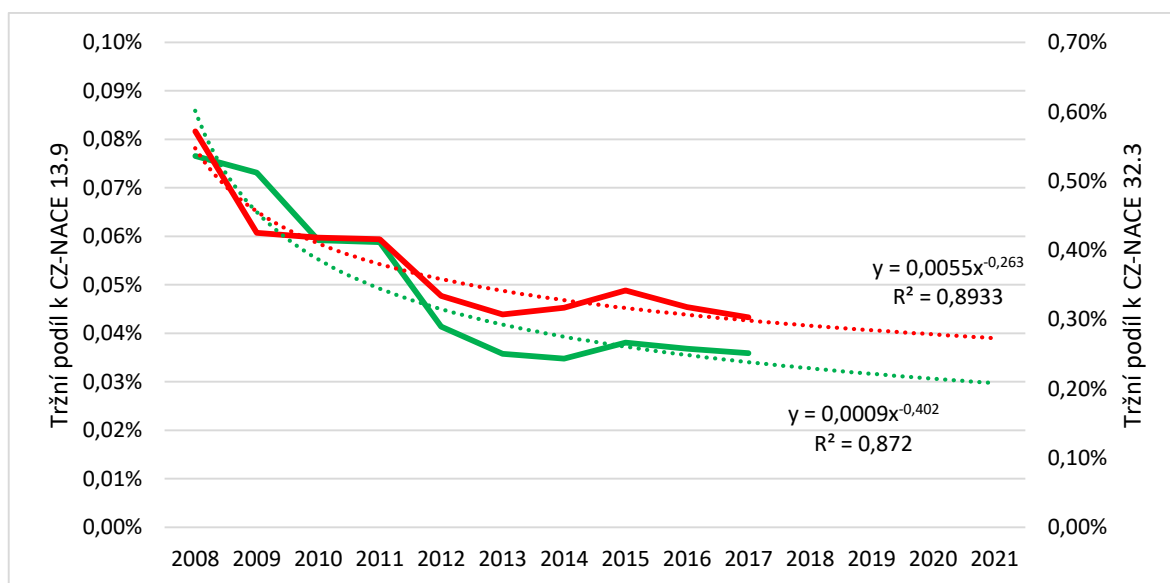
Rok	HDP (v mld. Kč)	% změna	Tržby CZ-NACE 13.9 (v tis. Kč)	% změna	Tržby CZ-NACE 32.3 (v tis. Kč)	% změna
2008	4 024 117,00		29 330 722,27		3 930 405,18	
2009	3 930 409,00	-2,3%	24 710 878,36	-15,8%	4 252 401,90	8,2%
2010	3 962 464,00	0,8%	27 038 503,18	9,4%	3 827 333,12	-10,0%
2011	4 033 755,00	1,8%	28 940 768,41	7,0%	4 094 992,26	7,0%
2012	4 059 912,00	0,6%	31 309 144,77	8,2%	3 883 543,62	-5,2%
2013	4 098 128,00	0,9%	32 561 584,26	4,0%	3 791 131,92	-2,4%
2014	4 313 789,00	5,3%	36 382 719,46	11,7%	3 995 575,60	5,4%
2015	4 595 783,00	6,5%	38 019 174,86	4,5%	4 237 464,29	6,1%
2016	4 767 990,00	3,7%	39 478 099,94	3,8%	4 573 835,52	7,9%
2017	5 047 267,00	5,9%	41 895 462,53	6,1%	4 965 261,27	8,6%
2018	5 296 000,00	4,9%	47 033 629,06	12,3%	4 986 391,91	0,4%
2019	5 568 000,00	5,1%	50 812 077,89	8,0%	5 209 655,87	4,5%
2020	5 817 000,00	4,5%	54 271 025,52	6,8%	5 414 040,90	3,9%
2021	6 072 000,00	4,4%	57 813 321,29	6,5%	5 623 350,86	3,9%

Reálnost této předpovědi je náročná otázka. Procentuální změna neboli tempo růstu není nic jiného, než analýza časové řady používána například ve finanční analýze, tam se nazývá horizontální analýza, ovšem tady je provedena vertikálně. Ta znázorňuje u odvětví CZ-NACE 13.9 v letech 2017/2018 nárůst o 12,3 %, což vzhledem k minulému vývoji nevypadá moc reálně. Taktéž u odvětví CZ-NACE 32.3 se v tomto roce objevila nereálná hodnota, a to zvýšení pouze o 0,4%. Pro další využití této predikce bude nejspíš nutné tyto hodnoty upravit. Dřív, než tak bude učiněno, ještě určíme, jakou metodou stanovit odhad budoucích tržeb firmy JUREK S+R, co je hlavním důvodem celé strategické analýzy. Nabízí se podobný způsob, který byl použit nyní. To bohužel nebude možné, obě odvětví se vyvíjejí podstatně jinak než oceňovaná firma, regresní analýza u odvětví 13.9 prokázala hodnotu spolehlivosti pouze 21,45% a odvětví 32.3 dokonce ještě méně a to 0,1%. Predikce touto cestou v tom případě nemá smysl, výsledné hodnoty by vycházely naprosto nepřesně. I když vývoj těchto porovnávaných časových řad je odlišný, je otázkou, jestli nebude možné pro predikci využít tržní podíl, jenž je zobrazen v následující tabulce.

Tabulka 5 Tržní podíly firmy k odvětvím (justice.cz, mpo.cz, vlastní zpracování)

(v %)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Tržní podíl k CZ-NACE 13.9	0,077	0,073	0,059	0,059	0,041	0,036	0,035	0,038	0,037	0,036
Tržní podíl k CZ-NACE 32.3	0,571	0,425	0,418	0,416	0,334	0,307	0,317	0,342	0,318	0,303

Graf 5 Tržní podíly a mocinná spojnice trendů (justice.cz, mpo.cz, vl. zpracování)



Zobrazení tržního podílu v grafické podobě zobrazuje bezpochybně prokazatelnou tendenci, a to snižování tržního podílu z obou odvětví. Nemusí to nutně znamenat, že firma je na tom špatně, dle mého názoru to spíš znamená rozrůstající se trhy v České republice, o to víc v době prosperity. Vzhledem k předchozí analýze a také tomu, že krize je, doufejme, ještě v nedohlednu, očekávám podobný trend i do budoucna. Trendová funkce, která je dle koeficientu determinace nejpřesnější, je ona zobrazená v grafu – funkce mocninná. Hodnota R^2 , včetně rovnice je v grafu zobrazena také. Jednoduchým dosazením byl vypočítán tržní podíl i do budoucna. Jelikož je odhadnutý tržní podíl do budoucna vynásobením daným odvětvím, získáváme odhad tržeb firmy JUREK S+R.

Tabulka 6 Predikce tržeb firmy JUREK S+R (justice.cz, mpo.cz, vl. zpracování)

Rok	JUREK podle CZ-NACE 13.9	% změna	tržní podíl	JUREK podle CZ-NACE 32.3	% změna	tržní podíl	JUREK průměr	% změna
2008	22 460,00		0,0766%	22 460,00		0,571%	22 460,00	
2009	18 074,00	-19,5%	0,0731%	18 074,00	-19,5%	0,425%	18 074,00	-19,5%
2010	16 003,00	-11,5%	0,0592%	16 003,00	-11,5%	0,418%	16 003,00	-11,5%
2011	17 025,00	6,4%	0,0588%	17 025,00	6,4%	0,416%	17 025,00	6,4%
2012	12 966,00	-23,8%	0,0414%	12 966,00	-23,8%	0,334%	12 966,00	-23,8%
2013	11 641,00	-10,2%	0,0358%	11 641,00	-10,2%	0,307%	11 641,00	-10,2%
2014	12 658,00	8,7%	0,0348%	12 658,00	8,7%	0,317%	12 658,00	8,7%
2015	14 480,00	14,4%	0,0381%	14 480,00	14,4%	0,342%	14 480,00	14,4%
2016	14 534,00	0,4%	0,0368%	14 534,00	0,4%	0,318%	14 534,00	0,4%
2017	15 044,00	3,5%	0,0359%	15 044,00	3,5%	0,303%	15 044,00	3,5%
2018	16 144,00	7,3%	0,0343%	14 596,97	-3,0%	0,293%	15370,49	2,2%
2019	16 841,42	4,3%	0,0331%	14 905,52	2,1%	0,286%	15873,47	3,3%
2020	17 418,28	3,4%	0,0321%	15 167,61	1,8%	0,280%	16292,95	2,6%
2021	18 010,55	3,4%	0,0312%	15 449,92	1,9%	0,275%	16730,23	2,7%

Predikce tržeb podle CZ-NACE 13.9 se ukázala jako příliš pozitivní, naopak predikce podle CZ-NACE 32.3 se prokázala jako spíš negativní. Pro výsledný odhad budoucích tržeb z tohoto důvodu byl vybrán aritmetický průměr těchto dvou předpovědí a výsledné tržby se tímto více přibližují očekáváním, které firma do budoucna plánuje, a to je růst tržeb přibližně na úrovni 3%. Tento výsledek bude také důležitý pro výnosové oceňování, kde je nutné určení tzv. tempa růstu (g). Volba aritmetického průměru také eliminovala nutnost řešení extrémů v roce 2018, jelikož průměrně tato odvětví rostla srovnatelně. Je to samozřejmě pouze odhad a veškeré strategické plánování je nejisté a jen opravdový odborník, či specialista (ne-li pouze „věštec“) vidí a dokáže odhadnout budoucnost.

6 FINANČNÍ ANALÝZA

Strategická analýza měla jako vedlejší cíl posoudit předpoklad budoucí existenci společnosti, ta se do jisté míry potvrdila, avšak součástí výnosových ocenění bývá velmi často i finanční analýza, která komplexněji hodnotí finanční zdraví podniku a na jejím závěru či v průběhu může analyzátor stanovovat doporučení, která ba mohla mít vliv například na výkonnost podniku a tím pádem na výslednou hodnotu ocenění.

Tématu finanční analýzy jsem se já, jako autor této práce, věnoval koncem svého bakalářského studia, kdy jsem takovou finanční analýzu vytvářel. Po pár letech se projevilo, že moje práce nebyla zbytečná a pro firmu tato analýza byla přínosem, došlo tak například k potvrzení mnohých skutečností.

Finanční analýza, jež bude součástí tohoto ocenění, již nebude tak detailně propracovaná a bude zaměřena převážně na skutečnosti, které mají vliv na ocenění podniku. Analyzováno bude 10 let do minulosti. V případě zájmu čtenáře je bakalářská práce, zabývající se podrobněji tímto tématem, volně dostupná veřejnosti. Co ve zmíněné práci není zcela detailně zpracováno, je srovnání s adekvátním odvětvím, důvody byly zmíněny ve strategické analýze. Srovnání bylo provedeno pouze za pomoci Spider analýzy a stejná metoda bude zvolena i zde, konkrétně 2 dříve definované odvětví.

6.1 Analýza absolutních ukazatelů

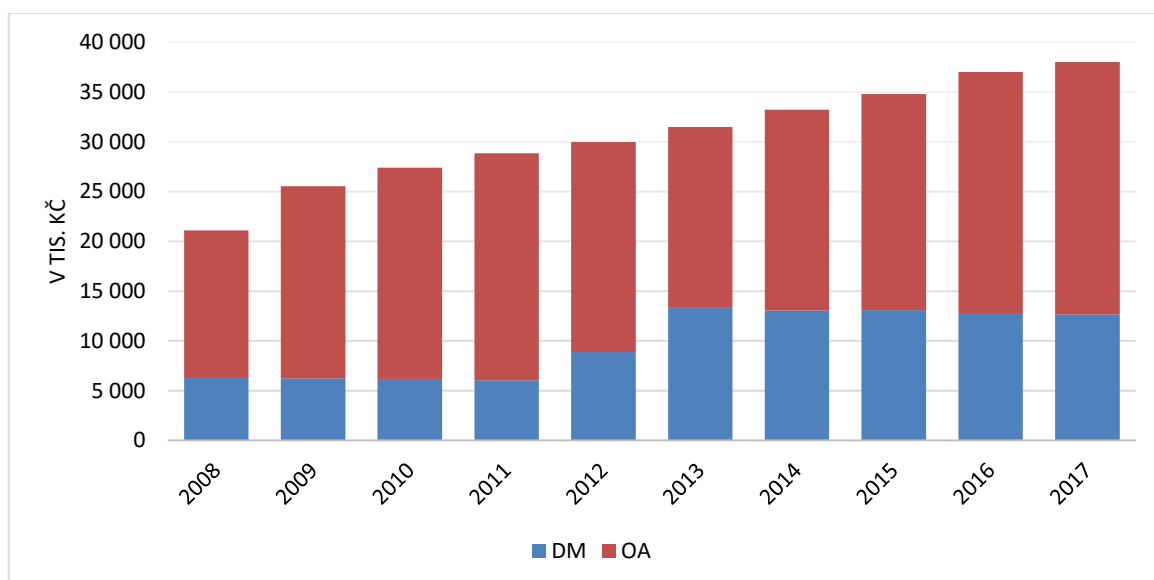
První bod, analýza absolutních ukazatelů, bude zaměřena na rozvahu a výkaz zisku a ztrát, a to konkrétně analýza horizontální (po řádcích) a vertikální (po sloupcích). Dle mého názoru, daleko zajímavější než pouhý komentář či tabulka srovnávající historii analyzované firmy, jsou více vypovídající grafy, z tohoto důvodu je finanční analýza provedena převážně graficky.

6.1.1 Horizontální a vertikální analýza aktiv

První z grafů zobrazuje vývoj struktury aktiv, ze kterého je patrné, že ve všech analyzovaných letech bilanční suma roste, dokonce i po roce 2008 v době krize. Konkrétní procenta a absolutní výše jsou zobrazeny v přílohách. Za posledních 10 let bilanční suma, tedy celková výše aktiv rostla průměrně o 6,5%, zaměříme-li se na delší horizont, tedy 14 let zpátky, průměrné meziroční navyšování aktiv dosahuje až 13%. Důvodem byl největší rozkvět firmy

a taktéž poměrně nestálá finanční situace, jež bude mít vliv na kapitolu pojednávající o provozně nutných a nenutných aktivech v následující kapitole. Z vertikálního pohledu graf zobrazuje složení dlouhodobého majetku a oběžných aktiv, v roce 2008 dlouhodobý majetek činil 30% a oběžná aktiva 70%. Tento poměr se víceméně udržuje doposud, ale v letech 2012 – 2013 firma nakoupila nové stavby, takže v roce 2013 byl poměr DM ve výši 42%. Na rozdíl od oběžného majetku, dlouhodobý majetek je v analyzované firmě tvořen pouze nemovitostmi (a nepatrná částka také pozemkem či dlouhodobým finančním majetkem tvořeným dluhopisy). Oběžná aktiva jsou převážně z poloviny zásobami a z půlky peněžními prostředky.

Graf 6 Vývoj struktury aktiv analyzované firmy (vlastní zpracování)

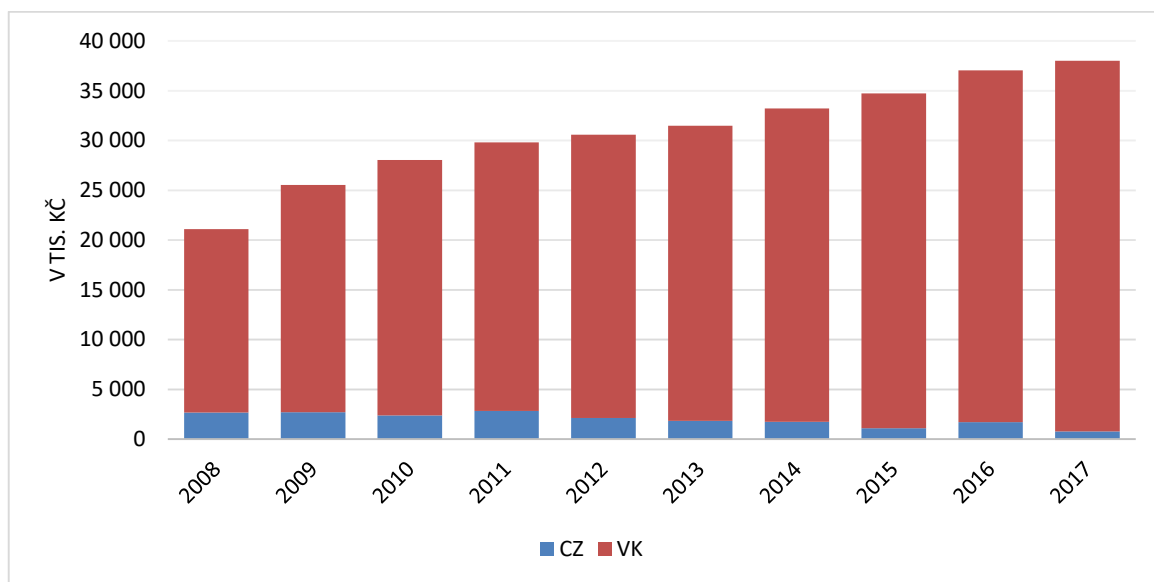


6.1.2 Horizontální a vertikální analýza pasiv

V podobném duchu je sestaven taktéž druhý graf analýzy absolutních ukazatelů, a ten je překvapivě zaměřen na vývoj pasiv. Jelikož účetní zásada bilančního principu spočívá v tom, že aktiva a v českém účetnictví téměř nesmyslný pojem „pasiva“ se vždy rovnají, můžeme si povšimnout, že výše sloupců v obou grafech jsou totožné. Co totožné není, je vertikální analýzou zjištěn stav struktury vlastního kapitálu a cizích zdrojů. Konkrétně rok 2008, 13% cizích zdrojů se postupem času neustále snižuje do nynějších pouhých 2%, kdy lze prohlásit, že firma cizí zdroje nevyužívá a nečerpá tak případných výhod, který tento levnější kapitál nabízí. Při pohledu do vzdálenější minulosti byl poměr takřka opačný, avšak nikdy se nejednalo o cizí kapitál nesoucí náklad, takže výhody definované například finanční pákou či daňovým štítem firma JUREK S+R v minulosti nevyužila nikdy, otázkou je, jestli je to dobře

nebo špatně, ale v České republice většina firem volí strategií spíše konzervativní, nespolehat se na cizí zdroje a pokud již nějaké má, tak poměr vlastního kapitálu k cizím zdrojům zvyšují.

Graf 7 Vývoj struktury pasiv analyzované firmy (vlastní zpracování)

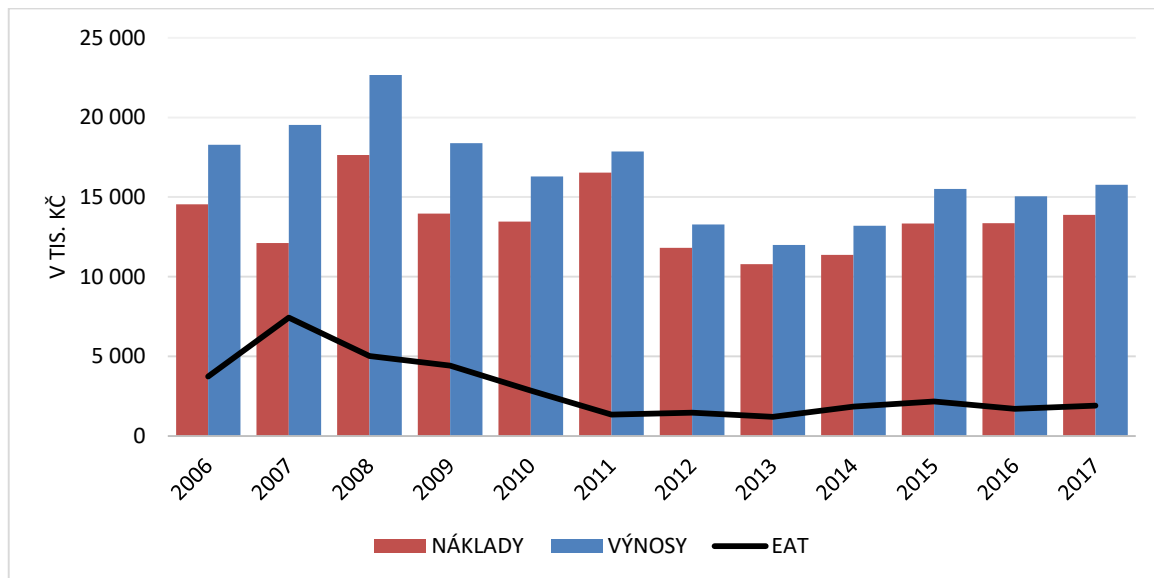


6.1.3 Horizontální a vertikální analýza výsledovky

Třetí graf pro lepší zobrazení a potvrzení informací dříve zmíněných je zpracován již od roku 2005. Příмка s názvem EAT (výsledek hospodaření za účetní období) zachycuje situaci před krizí, kdy firma byla v největším růstu, ale za jakou cenu. Dále lze z grafu konstatovat nynější vyrovnanou situaci, kdy jak výnosy, tak výsledek hospodaření si zachovávají mírnou progresi, ve strategické analýze konkrétně odhadovanou na růst kolem 3%. Výjimkou v poslední době je mírná stagnace tržeb v letech 2015 – 2016, kdy se stanů sice prodalo více, ale celkově výnosy poklesly, zřejmě vliv razantnějšího zvyšování cen, jak uvedl jeden z majitelů firmy. Jelikož firma JUREK S+R je převážně výrobní firmou, 75% - 80% podíly tržeb za vlastní výrobky a služby na výnosech nemůžou nikoho překvapit. Zbylá část, až na pár zbývajících procent, je tvořena tržbami za zboží. Situace v nákladech není nijak zajímavá, náklady se zvyšují téměř přímo úměrně výnosům až na menší výkyvy. Výkonová spotřeba činí v průměru kolem 60% z celkových nákladů, výjimkou je onen zmíněný rok 2016, kdy výkonová spotřeba činila až 76%. Výkonová spotřeba je ze tří čtvrtin naplněna spotřebou materiálu, energie a služeb. Zbylá část pak připadá zejména nákladům souvisejícím s prodaným zbožím. Další větší část nákladů pak zaujímají osobní náklady, firma totiž

zaměstnávala konkrétně v roce 2017 podle průměrného přepočteného stavu zaměstnanců počet 11,5 lidí.

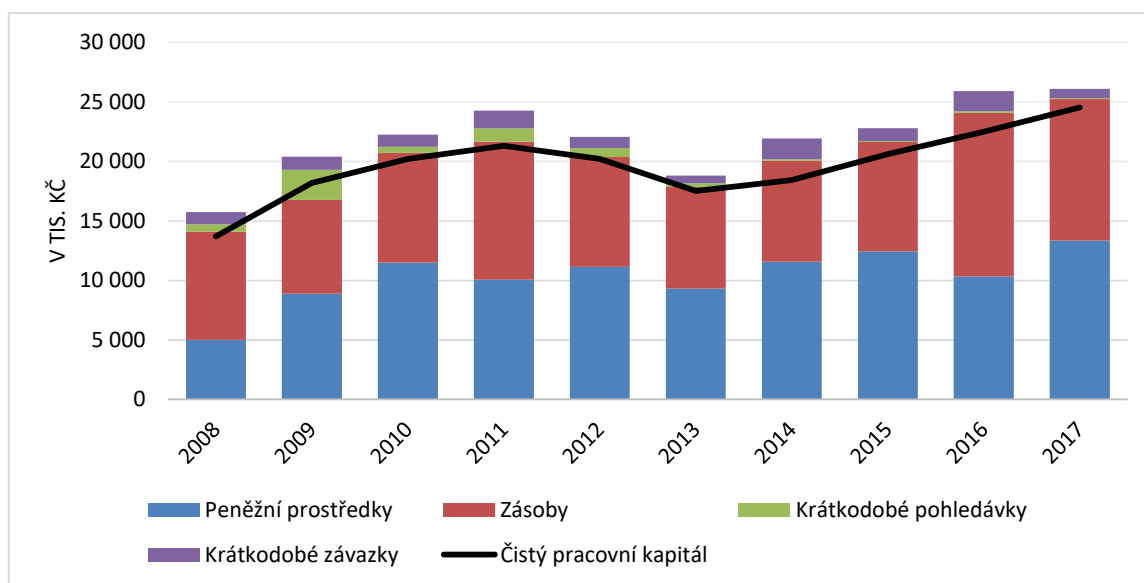
Graf 8 Vývoj nákladů, výnosů a výsledku hospodaření (vlastní zpracování)



6.2 Analýza rozdílových ukazatelů

Pro potřeby ocenění se pravděpodobně bude hodit také analýza čistého pracovního kapitálu, jehož odhad do budoucna je nezbytným předpokladem některých výnosových ocenění. Čistý pracovní kapitál, jakožto rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými závazky, díky téměř nulovému zadlužení kopíruje vývoj oběžných aktiv. Čím je ČPK tvořen je znázorněno opět grafem, ze kterého je patrná velká část peněžních prostředků, neboli dříve krátkodobého finančního majetku. Z tohoto důvodu se dá předpokládat vysoká likvidita a finanční polštář či stabilita. Pro účel ocenění se bude nabízet otázka, zdali je taková výše peněžních prostředků provozně nutná a z pohledu finanční analýzy, jestli zde firma nemá alokováno až příliš velké množství svého kapitálu, který mohl být zhodnocen jinde a nedochází zde k ušlé příležitosti. Do budoucna se každopádně dá předpokládat navyšování celkové výše čistého pracovního kapitálu a konkrétní množství bude predikováno v kapitole generátorů hodnot, pravděpodobně za pomoci ukazatelů obratovosti či aktivity z poměrové analýzy, provedené v další části finanční analýzy.

Graf 9 Vývoj struktury čistého pracovního kapitálu (vlastní zpracování)



6.3 Analýza poměrových ukazatelů

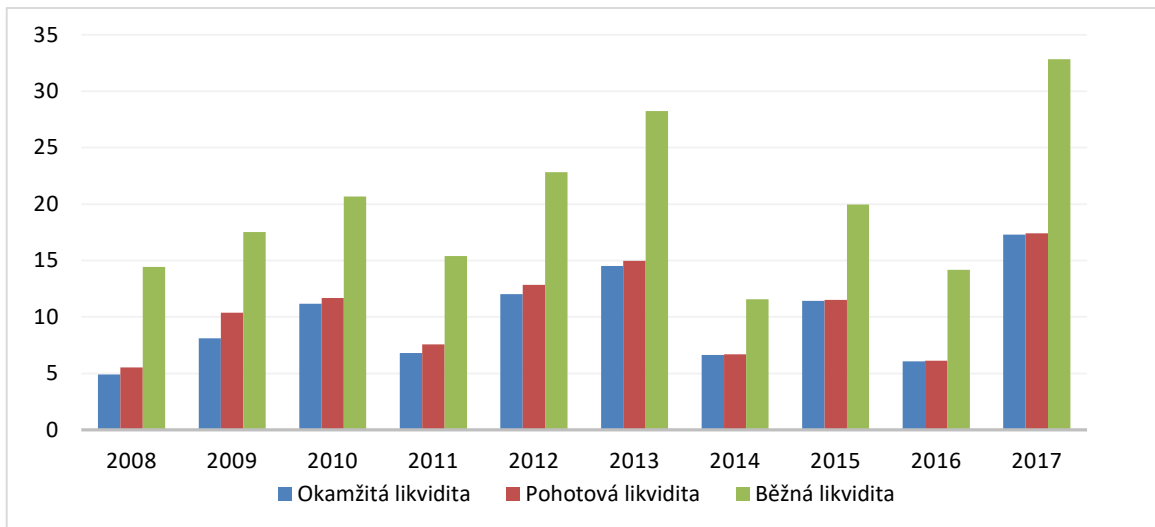
Tato podkapitola je dle mého názoru součástí každé finanční analýzy a její výsledky jsou nejlépe srovnatelné mezi podniky a o analyzované firmě mnohé vypoví. Konkrétně v analýze poměrových ukazatelů se nejčastěji hovoří o analýze likvidity, rentability, zadluženosti a obratovosti (aktivity).

6.3.1 Likvidita, rentabilita, aktivita

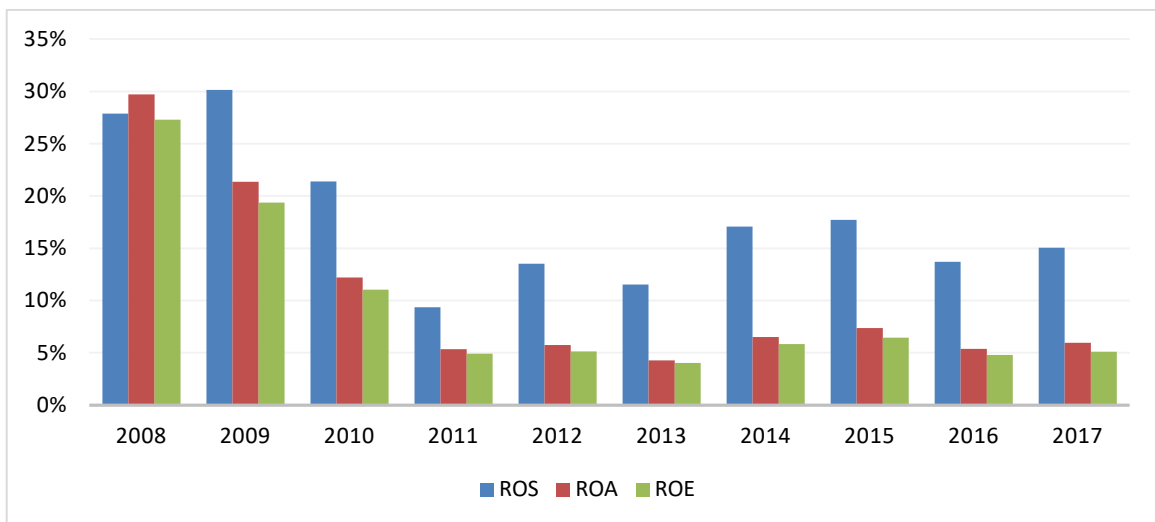
Poměrové ukazatele likvidity, rentability a aktivity jsou zobrazeny na následující straně z jistého důvodu. Při pohledu na tyto grafy lze totiž vidět provázanost, jež je definována mnohými autory, konkrétně například magický trojúhelník zkoumající propojení mezi likviditou, rentabilitou a rizikem. Tyto tři ukazatele často hodnotí efektivnost investice, ale není to jediné využití, propojenost mezi likviditou a rentabilitou je z následujících grafů zřejmá. Propojenost ohledně rizika bude analyzována při stanovení nákladů na vlastní kapitál v jedné z následujících kapitol. Lze tedy obecně i pro analyzovanou společnost říci, že s rostoucí likviditou klesá rentabilita i obrat aktiv či zásob.

Již z předchozí analýzy ČPK vyplynulo vysoké množství peněžních prostředků, což se potvrzuje i zde, kde ukazatele likvidit jsou vysoce nad doporučenými hodnotami. Rentabilita aktiv a vlastního kapitálu se pohybuje kolem 5%, to samostatně nelze vyhodnotit jako pozitivní či negativní bez dalších podkladů, jako plánovaná výše těchto ukazatelů nebo srovnání s konkurencí, či adekvátním odvětvím, pro tento účet poslouží Spider analýza.

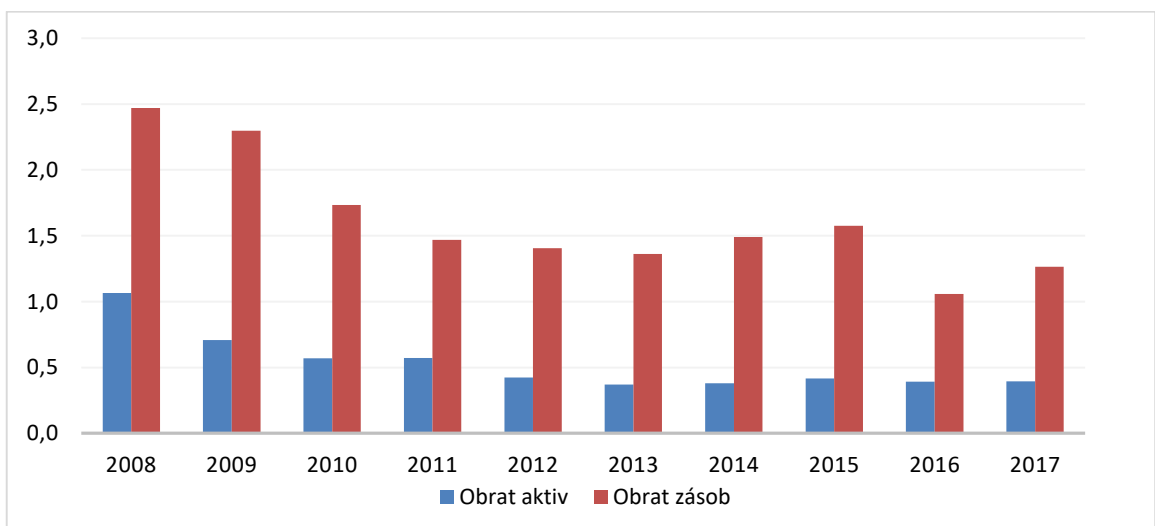
Graf 10 Vývoj okamžité, pohotové a běžné likvidity (vlastní zpracování)



Graf 11 Vývoj rentability tržeb, aktiv a vlastního kapitálu (vlastní zpracování)



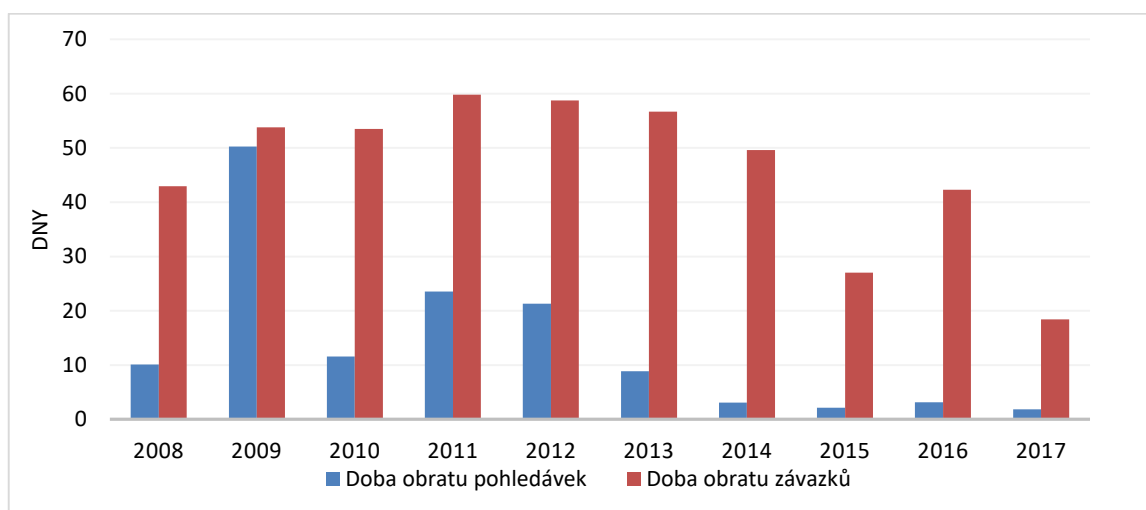
Graf 12 Vývoj obratu aktiv a zásob (vlastní zpracování)



Rentabilita tržeb neboli zisková marže se pohybuje konstantně nad hranicí 10%. Tento fakt i bez provedení jakéhokoliv srovnání lze hodnotit pozitivně, neboť to dokazuje, že každá koruna tržeb se podílí z více než 10% na tvorbě zisku.

Vývoj aktivity, zobrazen ve třetím grafu, zachycuje podobný trend jako analyzované ziskovosti a poslouží zejména na predikci budoucích hodnot při stanovování odhadu pracovního kapitálu do budoucnosti za účelem následného využití při ocenění společnosti. Jelikož pro odhad pracovního kapitálu je nezbytná znalost také pohledávek a závazků, vývoj těchto položek je zobrazen pomocí doby obratu následujícím grafem.

Graf 13 Doba obratu pohledávek a závazků (vlastní zpracování)

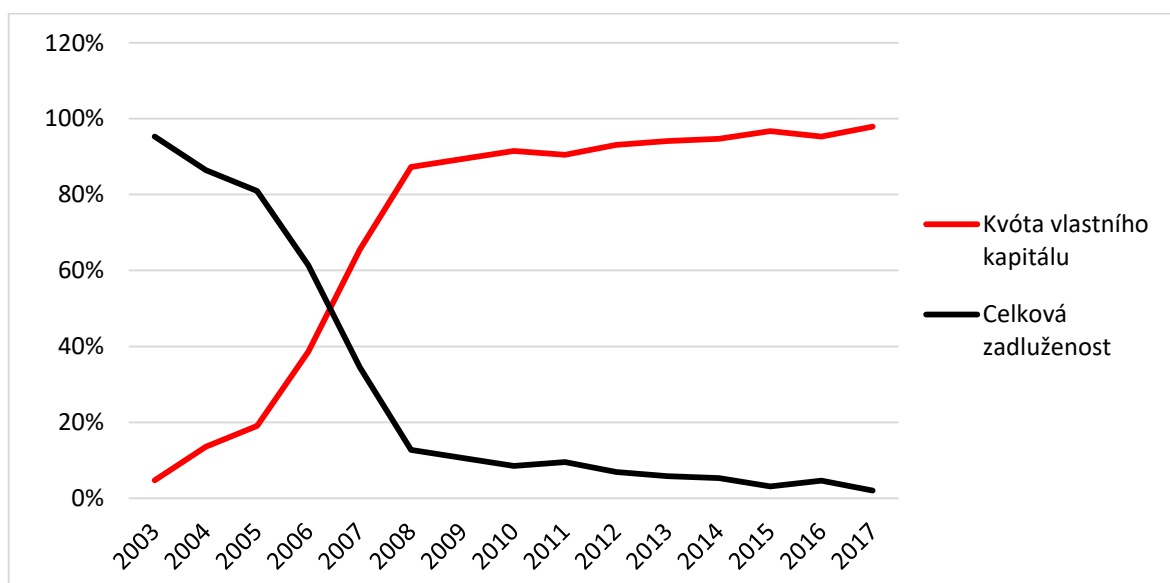


Doba obratu pohledávek vypovídá o tom, za jak dlouho byly obdrženy peníze od odběratelů a doba obratu závazků a v jaké lhůtě firma Jurek S+R splácela své závazky dodavatelům. První ukazatel je v posledních letech na minimu a svědčí o tom, jací zákazníci poptávají výrobky či zboží firmy JUREK S+R. Dále je to pravděpodobně způsobeno tím, že majitelé nejedou pouze bezhlavě za ziskem a své odběratele si nijak neověří, taková filozofie totiž může vést k vysokým tržbám, nicméně na výsledném cash flow se to již projevit nemusí, z důvodu nevhodného placení nevěrohodnými zákazníky a vzniku nedobytných pohledávek, kterým se majitelé snaží vyhnout. Doba obratu závazků je vcelku vyšší než u pohledávek, není to však záměrná strategie firmy, kde se mnozí těchto levných peněz bez nutnosti placení úroků snaží využívat záměrně. Dle mého názoru takové jednání může poškozovat dobré jméno firmy a jsem rád, že firma JUREK S+R není jednou z nich.

6.3.2 Analýza zadluženosti

Posledními poměrovými ukazateli jsou ukazatele zadluženosti. V mnohých firmách je toto analyzování důležité ke stanovení rizika podnikání, ovšem v případě této analýzy takové riziko je vyloučeno. Jak již bylo řečeno dříve, využití cizích zdrojů je zde minimální, ne-li dokonce nulové, není tedy překvapením, že celková zadluženost k poslednímu analyzovanému roku činí pouze 2%. Z tohoto důvodu analýza zadluženosti je provedena v delším horizontu pro zajímavější výsledek.

Graf 14 Celková zadluženost a kvóta vlastního kapitálu (vlastní zpracování)



Zobrazený graf srovnává vývoj celkové zadluženosti (často označován jako ukazatel věřitelského rizika) a kvóty vlastního kapitálu (koeficient samofinancování). Vývoj těchto veličin je téměř stejný, jen osově převrácený. I zde lze pozorovat propojenost s přechozími grafy, konkrétně čím vyšší zadluženost, tím vyšší zisky. Je to však pouze účetní jev, jelikož vysoký cizí kapitál byly závazky vůči společníkům, nejednalo se tedy o závazky v pravém slova smyslu (ze kterých je nutno platit úroky). V oněch letech 2005 – 2008 sice firma byla v největším růstu, ale nebylo to kvůli vysokému zadlužení, ukazatele rentability vlastního kapitálu dosahovaly tehdy 50-70%, což bylo způsobeno jen českým zákonným účetnictvím. V mezinárodním pojetí IFRS, či po úpravách na čistá operativní aktiva, by taková nesmyslná čísla vyjít nemohla. Součástí analýzy zadluženosti bývá také často míra zadluženosti, ta však neodhalí nic dalšího. Dále pak úrokové krytí, ale kvůli nulovým nákladovým úrokům tento ukazatel nemá smysl (nulou nelze dělit, a pomineme-li tuto matematickou zásadu, tak výsledek nekonečno nemá žádnou vypovídací hodnotu).

6.4 Analýza souhrnných ukazatelů

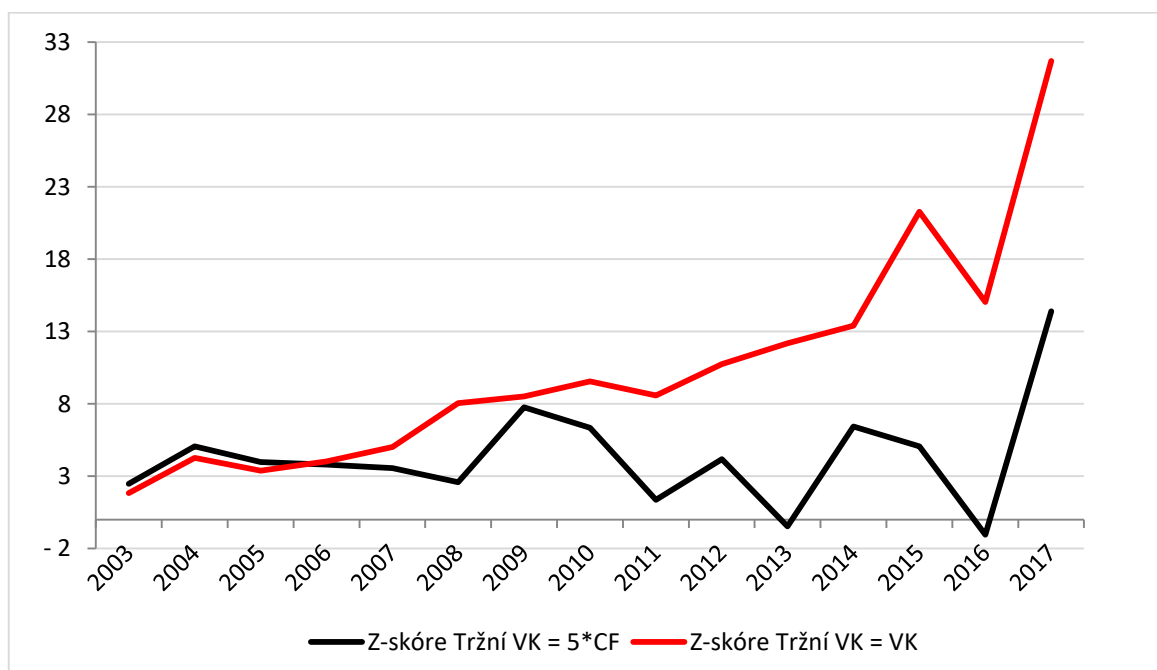
6.4.1 Z-skóre (Altmanův model)

Altmanův model, jakožto souhrnný model zobrazuje pro každý rok finanční situaci dle vzorce:

$$Z = 1,2 * \frac{\text{ČPK}}{\text{Aktiva}} + 1,4 * \frac{\text{Nerozdelené zisky}}{\text{Aktiva}} + 3,3 * \frac{\text{EBIT}}{\text{Aktiva}} + 0,6 * \frac{\text{Tržní hodnota VK}}{\text{Cizí zdroje}} + 1,0 * \frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva}}$$

Pokud výsledná hodnota je vyšší než 2,99, mělo by to znamenat uspokojivou finanční situaci analyzovaného podniku. Problematická část ve vzorci je určení tržní hodnoty vlastního kapitálu, jejíž výše by správně měla nabývat hodnoty, za kterou je kupující ochoten danou firmu koupit. Může být tedy řečeno, výsledná hodnota ocenění této diplomové práce by zde po dosazení měla největší míru přesnosti. V této části práce však tato hodnota není zatím známa, a jelikož tato problematika byla analyzována v mé bakalářské práci, odkážu se na postup, zde provedený ve dvou variantách. První, kde tato hodnota je určena pomocí pětinašobku ročního cash flow a druhá, jež přejímá účetní vlastní kapitál. Výsledné hodnoty jsou zobrazeny v grafu.

Graf 15 Z-skóre 2 varianty (vlastní zpracování)



První varianta využívající pětinašobek ročního cash flow, kvůli záporným hodnotám cash flow v některých letech vychází dle Altmanova modelu do situace hrozící bankrot. Toto tvrzení vychází z předpokladu, že kdyby došlo k prodeji podniku, majitelé by kupujícímu

ještě zaplatili, takže tento výsledek i vzhledem k předchozímu analyzování, kde finanční problémy nalezeny nebyly, je poněkud nesmyslný. Druhá varianta již více odpovídá skutečnému stavu, kdy hranice 2,99 je daleko pod získanými daty a potvrzuje tak dřívější myšlenky ohledně splnění předpokladu pro ocenění podniku výnosovými metodami.

6.4.2 Spider analýza

Poslední částí finanční analýzy je provedeno komplexní srovnání poměrových ukazatelů s dříve zmíněnými odvětvími. Jelikož se nepodařilo určit konkrétní jedno odvětví a prokázat podobnost oceňované firmy kvůli její jedinečnosti, Spider analýza je sestavena opět ve dvou variantách zobrazené v totožném grafu.

Graf 16 Spider graf srovnávající firmu JUREK S+R s CZ-NACE 32.3 a 13.9



I když celkové položky obou odvětví jsou téměř desetinásobného rozdílu, výsledné poměrové ukazatele až tak rozdílné nejsou, dá se tedy považovat úzkou propojenost těchto dvou odvětví. Konkrétní procenta jsou zobrazena v přílohách. Firma JUREK S+R, podle očekávání, vykazuje nižší zadlužení i ukazatele obratovosti. Běžná likvidita asi pětinašobně vyšší, hotovostní (okamžitá) dokonce až patnáctinašobně. Rentabilita aktiv a vlastního kapitálu se pohybovala na srovnatelné úrovni a zisková marže byla téměř dvojnásobně vyšší.

7 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A NENUTNÁ

Aby bylo ocenění, co možno nejpřesnější, je vhodné účetní data vykazovaná podle českých účetních standardů upravit a rozdělit na aktiva, která přímo souvisí s hlavní činností firmy a jsou nezbytně nutná k jejímu provozu. Zbylá část majetku je označena jako provozně nepotřebná či nenutná a její výsledná hodnota se v závěru ocenění přičítá k výsledné hodnotě výnosového ocenění. Jedná se o podobné úpravy, jako při využívání licencované formy ekonomické přidané hodnoty. Tam se aktiva upravují na čistá operativní aktiva a dochází tomu z podobného důvodu. To také proto, aby se jednotlivý vzhled aktiv přiblížil například mezinárodním účetním standardům. Jako příklad takové úpravy se uvádí aktivace operativního či finančního leasingu, jenž sice není danou firmou vlastněn, nicméně je ve firmě využíván k hlavní činnosti, má z něj ekonomický užitek, splňuje tedy definici aktiv dle IFRS. Firma JUREK S+R však aktiva touto formou nevyužívá, bude tedy potřeba zaměřit se na jiné položky.

Zásadní položkou, na kterou je potřeba se zaměřit, jsou peněžní prostředky a otázka, v jaké minimální výši jsou nutné k provozu a nehrozící situaci insolvence. Výše peněz se nejčastěji odhaduje z poměrového ukazatele finanční analýzy okamžité neboli hotovostní likvidity. Dle Maříka by peněžní prostředky měly obnášet 20% krátkodobého cizího kapitálu. Podle Knápkové tento ukazatel by měl nabývat hodnot 20% - 50%. Dle mého názoru v případě oceňované firmy, kde je výše krátkodobých cizích zdrojů většinou na velmi nízké úrovni, je výpočet určitým procentem nedostačující a výsledná hodnota by mohla být pro firmu značně riskantní a není snad nic horšího, než když se firma dostane do platební neschopnosti, ať už její vinou nebo například kvůli platební nevěli odběratelů. V minulosti, v době hlavního rozkvetu firmy, se majitelé s podobnými problémy setkávali a dle jejich popisu taková situace je zcela jistě nežádoucí. Výše peněžních prostředků touto metodou je znázorněna v následující tabulce (zvolena vrchní hranice 50%).

Tabulka 7 Odhad provozně nutných peněžních prostředků (justice.cz, vlastní zp.)

Ukazatel (v tis. Kč)	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017
Peněžní prostředky	5 012	8 901	11 488	10 079	11 133	9 330	11 574	12 432	10 341	13 341
Krátkodobé závazky	1 021	1 100	1 028	1 480	926	643	1 744	1 087	1 708	771
Okamžitá likvidita	4,909	8,092	11,175	6,810	12,023	14,510	6,636	11,437	6,054	17,304
Provozně nutná okamžitá likvidita	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Provozně nutné peněžní prostředky	510,5	550,0	514,0	740,0	463,0	321,5	872,0	543,5	854,0	385,5

Odhad touto metodou vychází většinou kolem 500 tis. Kč, což by mohlo firmě způsobit problémy, firma se snaží své závazky uhrazovat co nejdříve, takže výsledná hodnota na konci účetního období může být zavádějící a následný odhad tudíž nepřesný. Z těchto důvodů byla výše peněžních prostředků stanovena alespoň do výše krátkodobých závazků, tedy okamžitá likvidita rovna 100%.

Další méně významná položka aktiv, která nesouvisí s podnikáním, jsou dlouhodobá finanční aktiva ve formě dluhopisů. Ty byly nakoupeny v roce 2015 ve výši 495 tis. Kč.

Tabulka 8 Vyčíslení provozně nenutných aktiv (justice.cz, vlastní zpracování)

Ukazatel (v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Provozně nutné peněžní prostředky	1 021	1 100	1 028	1 480	926	643	1 744	1 087	1 708	771
Provozně nenutné peněžní prostředky	3 991	7 801	10 460	8 599	10 207	8 687	9 830	11 345	8 633	12 570
DFM								495	495	495
Provozně nenutná aktiva	3 991	7 801	10 460	8 599	10 207	8 687	9 830	11 840	9 128	13 065

7.1 Provozně nutný investovaný kapitál

Provozně nutný investovaný kapitál je vhodné vyčíslit ještě před následující kapitolou generátorů hodnot a sestavením finančního plánu. K výpočtu tohoto kapitálu byly nezbytné předchozí úpravy aktiv a následně oběžná aktiva je potřeba snížit o závazky, u kterých není možno vyčíslit náklady. Po finanční analýze již víme, že analyzovaná firma žádné jiné cizí zdroje nemá, takže je počítáno s celou výší cizích zdrojů. Dále se pracuje s časovým rozlišením aktiv a pasiv. Jelikož je pracováno nikoliv s oběžným majetkem, ale s pracovním kapitálem, bude vyjádřen provozní kapitál provozně nutný, což je vlastně čistý pracovní kapitál, zpracování tabulky dle Maříka.

Tabulka 9 Investovaný kapitál provozně nutný (justice.cz, Mařík, vlastní zprac.)

Položka (v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Dlouhodobý hmotný majetek	6 354	6 232	6 178	6 061	8 864	13 316	13 042	12 582	12 307	12 182
Dlouhodobý majetek provozně nutný	6 354	6 232	6 178	6 061	8 864	13 316	13 042	12 582	12 307	12 182
Zásoby	9 092	7 864	9 234	11 590	9 226	8 549	8 490	9 189	13 738	11 903
Pohledávky	631	2 523	514	1 114	767	287	109	87	126	78
Provozně nutné peněžní prostředky	1 021	1 100	1 028	1 480	926	643	1 744	1 087	1 708	771
Časové rozlišení aktiv	0	10	632	985	584	11	22	6	79	48
Neúročené cizí zdroje	2 681	2 700	2 378	2 830	2 116	1 833	1 744	1 087	1 708	771
Časové rozlišení pasiv	0	0	0	0	0	5	0	46	27	27
Pracovní kapitál provozně nutný	8 063	8 797	9 030	12 339	9 387	7 652	8 621	9 236	13 916	12 002
Investovaný kapitál provozně nutný	14 417	15 029	15 208	18 400	18 251	20 968	21 663	21 818	26 223	24 184

7.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daní

Podobně, jak došlo k úpravám aktiv na provozně nutná, taktéž veškeré náklady a výnosy nemusí mít přímou souvislost s hlavní činností oceňované firmy, je tudíž potřeba takové položky dodatečně vyloučit a upravit tak účetní provozní výsledek hospodaření na korigovaný provozní výsledek hospodaření před daní. Ve dříve zmíněných úpravách na správný výpočet ekonomické přidané hodnoty, by v tomto kroku šlo o vyjádření operativního čistého zisku NOPAT.

První a jedinou úpravou je vyloučení výsledku hospodaření z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu, provedeno pomocí odečtení od provozního výsledku hospodaření z výsledovky. Finanční náklady, které firma eviduje, nejsou spojeny s provozními aktivy, není tedy nutné je k provoznímu výsledku hospodaření přičíst.

Tabulka 10 Korigovaný výsledek hospodaření (justice.cz, Mařík, vlastní zprac.)

Položka (v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Provozní výsledek hospodaření	6 437	5 395	3 418	1 561	1 754	1 228	2 341	2 463	2 093	2 143
VH z prodeje DM a materiálu	41	115	108	106	105	108	146	294	94	149
Korigovaný výsledek hospodaření před daní	6 396	5 280	3 310	1 455	1 649	1 120	2 195	2 169	1 999	1 994

Kdyby bylo nutné vymezit NOPAT, bylo by potřeba ještě odečíst upravenou daň, nicméně pro tuto chvíli stačí zmíněný výsledek hospodaření před daní.

8 GENERÁTORY HODNOTY

Hodnota podniku je v souhrnu určena pomocí základních faktorů, jimiž se rozumí generátory hodnot. V následujících kapitolách bude pracováno s tržbami, provozní ziskovou marží, pracovním kapitálem. Taktéž je vhodné zahrnutí investic do dlouhodobého provozně nutného majetku, avšak vedení firmy neočekává v brzké budoucnosti žádné větší investice.

8.1 Tržby

Hlavním generátorem hodnoty jsou bezpochyby tržby. Jejich predikce byla hlavním cílem strategické analýzy. Vývoj tržeb na 4 roky dopředu odhadnutý strategickou analýzou vyšel okolo 3 % a takový výsledek se dá očekávat jako reálný i vzhledem k plánu firmy. Jako základ predikce posloužila mimo jiné minulost firmy, konkrétně 10 let do minulosti od roku 2008, z důvodu delší časové řady a taktéž zahrnutí situace po krizi, která se může v budoucnosti opakovat, jak již někteří ekonomové či bankéři předvídají.

Tabulka 11 Vývoj tržeb v letech 2008-2017 (justice.cz, vlastní zpracování)

Položka (v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby	22 460	18 074	16 003	17 025	12 966	11 641	12 658	14 480	14 534	15 044
Tempo růstu	18,6%	-19,5%	-11,5%	6,4%	-23,8%	-10,2%	8,7%	14,4%	0,4%	3,5%

Tabulka 12 Predikce tržeb (vlastní zpracování)

Položka (v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021
Tržby	15 370	15 873	16 293	16 730
Tempo růstu	2,2%	3,3%	2,6%	2,7%

8.2 Provozní zisková marže

Pro výsledné ocenění také potřebujeme ukazatel provozní ziskové marže. Jedná se o podíl korigovaného provozního výsledku hospodaření k tržbám. Ve své podstatě se jedná o podobný poměrový ukazatel z finanční analýzy, rentabilita tržeb či zisková marže. Výsledek hospodaření, který pro tuto chvíli využijeme, bude z praktických důvodů před daní a před odpočtem odpisů, jelikož odpisům se bude věnovat kapitola řešící investice.

Prognóze provozní ziskové marže předchází analýza minulého vývoje, na jejímž základě, pomocí metody „shora“, bude proveden odhad budoucích hodnot pro následující roky.

Tabulka 13 Vývoj provozní marže (justice.cz, vlastní zpracování)

Položka (v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
KPVH před daní	6 253	5 147	3 188	1 333	1 527	922	1 920	1 894	1 724	1 719
Odpisy (Úpravy hodnot)	143	133	122	122	122	198	275	275	275	275
KPVH před daní a odpisy	6 396	5 280	3 310	1 455	1 649	1 120	2 195	2 169	1 999	1 994
Tržby	22 460	18 074	16 003	17 025	12 966	11 641	12 658	14 480	14 534	15 044
Provozní zisková marže	28,5%	29,2%	20,7%	8,5%	12,7%	9,6%	17,3%	15,0%	13,8%	13,3%

Provozní zisková marže v dřívějších letech byla až 20-30%, to bylo docíleno převážně díky největšímu rozkvětu firmy v době před krizí, poté se již tržby podstatně snížily, důvodem změny myšlení lidí nejen v České republice, ale také ve světě. V době po krizi, kdy tržby společnosti klesly do extrému, se nyní provozní zisková marže drží okolo 10% a lze zde pozorovat rostoucí tendenci. Vzhledem ke strategické analýze a zjištění konkurenčních výhod se tento trend dá odhadovat do budoucna a lze předpokládat udržení či mírné zvyšování provozní ziskové marže. Odhad provozní ziskové marže a KPVH před daní a odpisy byl proveden lineární regresí k tržbám, kde vývoj je prokazatelně podobný a tento fakt potvrzuje hodnota spolehlivosti $R = 0,7412$.

Tabulka 14 Prognóza provozní ziskové marže

Položka (v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021
KPVH před daní a odpisy	2 163	2 306	2 408	2 513
Tržby	15 370	15 873	16 293	16 730
Provozní zisková marže	14,1%	14,5%	14,8%	15,0%

8.3 Pracovní kapitál

Třetím bodem kapitoly generátorů hodnot je predikce pracovního kapitálu, ta je provedena v návaznosti na šestou kapitolu, v níž bylo nejen finanční zdraví firmy finanční analýzou analyzováno. Predikce zásob vychází z doby obratu zásob, jež se v posledních pěti letech pohybuje ve srovnatelné výši. Pohledávky, vzhledem ke své zanedbatelné výši a prokazatelně klesající tendenci, byly vypočteny pomocí lineárního trendu. Otázka peněžních prostředků byla řešena v kapitole zabývající se jejich provozní nutností, zde byl dosažen názor pro jejich minimální výši alespoň na úrovni neúročených cizích zdrojů, tedy konkrétně v tomto případě celkové cizí zdroje, jejichž odhad je proveden stejně jako odhad zásob. Časové rozlišení tvořené náklady či výdeji příštích období jsou ponechány kvůli své výši a obtížné předvídatelnosti ve výši z roku 2017.

Tabulka 15 Predikce upraveného provozního kapitálu (vlastní zpracování)

Položka (v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021
Zásoby	11 608	11 988	12 305	12 635
Pohledávky	87	81	76	70
Provozně nutné peněžní prostředky	750	774	795	816
Časové rozlišení aktiv	48	48	48	48
Neúročené cizí zdroje	750	774	795	816
Časové rozlišení pasiv	27	27	27	27
Pracovní kapitál provozně nutný	13 215	13 638	13 991	14 358

8.4 Investice do dlouhodobého majetku

Poslední bod této kapitoly je pojat velmi stručně vzhledem k tomu, že jediný dlouhodobý majetek firmy jsou nemovitosti a otázka dlouhodobého majetku není pro provoz či ocenění dle mého názoru zcela zásadní. Stanovovat tedy jakýsi koeficient náročnost v této oceňované společnosti není opodstatněné. Vedení firmy za současných okolností nezvažuje žádné takové investice do dalších nemovitostí, pouze nákup 2-3 šicích strojů v hodnotě 30 000 Kč a jeden osobní počítač v hodnotě 20 000 Kč. Tyto položky se však nijak neprojeví na budoucích odpisech, jelikož je firma pravděpodobně zaúčtuje rovnou do nákladů. Výše úprav hodnot se z tohoto důvodu nijak nezmění a vzhledem k dlouhé době odepisování nemovitostí bude počítáno s odpisy 275 tis. Kč, hodnota z posledních čtyř let. Další investici, kterou majitelé plánují, je nákup dluhopisů ve výši 2 mil. Kč, avšak tato položka dlouhodobého finančního majetku byla v rámci určení provozně nutných aktiv vyloučena, z tohoto důvodu není pro následně ocenění nijak podstatná.

9 FINANČNÍ PLÁN

Součástí každého výnosového ocenění by měl být také finanční plán. Pro účel této diplomové práce bylo zvoleno sestavení plánu výkazu zisku a ztrát a plánu rozvahy na budoucí 4 roky.

9.1 Plán výkazu zisku a ztrát

Vzhledem k velikosti firmy je výkaz zisku a ztrát sestaven ve velmi zjednodušené verzi, dalším důvodem tohoto rozhodnutí je nepovinnost zveřejňování plné výsledovky dle nynějších zákonů, jedná se tedy v oceňované firmě o interní informace.

Tabulka 16 Plán výkazu zisku a ztrát (vlastní zpracování)

Výkaz zisku a ztrát (v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	12 874	13 153	13 584	13 943	14 317
Tržby za prodej zboží	2 170	2 217	2 290	2 350	2 413
Výkonová spotřeba	9 122	9 320	9 625	9 879	10 144
Osobní náklady	3 568	3 645	3 765	3 864	3 968
Úpravy hodnot v provozní oblasti	275	275	275	275	275
Ostatní provozní výnosy	294	300	310	318	327
Ostatní provozní náklady	243	248	256	263	270
Provozní výsledek hospodaření	2 143	2 182	2 263	2 330	2 400
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	23	23	116	116	116
Výnosové úroky a podobné výnosy	8	8	8	8	8
Ostatní finanční výnosy	409	418	432	443	455
Ostatní finanční náklady	317	324	334	343	353
Finanční výsledek hospodaření	123	125	221	224	226
Výsledek hospodaření před zdaněním	2 266	2 307	2 484	2 553	2 626
Daň z příjmů	367	374	402	414	425
Výsledek hospodaření po zdanění	1 899	1 934	2 081	2 140	2 201
Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům					
Výsledek hospodaření za účetní období	1 899	1 934	2 081	2 140	2 201
Čistý obrát za účetní období	15 778	16 120	16 739	17 178	17 636

Součet tržeb za vlastní výrobky, služby a zboží je převzat ze strategické analýzy, či následně z generátorů hodnot. Poměrové rozdělení mezi těmito položkami je provedeno dle vývoje v minulosti. Výkonová spotřeba a osobní náklady jsou predikovány pomocí poměru z tržeb. Výše odpisů je ze dříve zmíněných důvodů konstantní. Ostatní provozní náklady či výnosy jsou předpovězeny stejnou metodou jako výkonová spotřeba a osobní náklady. U výnosů z dlouhodobého finančního majetku je z důvodu plánovaného nákupu dluhopisů zahrnuto

zvýšení dle poměru odpovídajících výnosů z minulosti. Ostatní finanční náklady a výnosy ponechány v trendu z minulosti. Daň z příjmu je vypočtena pomocí efektivní daňové sazby, která v minulosti činila přibližně 16%, dá se tedy předpokládat, že firma využila některých možností snížení daňového základu a tato skutečnost se očekává i v budoucnosti. Úročené cizí zdroje firma nevyužívá a neočekává se zadlužení ani v budoucnosti.

9.2 Plán rozvahy

Taktéž v dost zjednodušené verzi je v podobném duchu sestaven plán rozvahy.

Tabulka 17 Plán rozvahy (vlastní zpracování)

AKTIVA (v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021
AKTIVA CELKEM	38 047	39 994	42 247	44 466	46 749
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0
Dlouhodobý majetek	12 677	14 452	14 207	13 962	13 687
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	12 182	11 957	11 712	11 467	11 192
Dlouhodobý finanční majetek	495	2 495	2 495	2 495	2 495
Dlouhodobý finanční majetek provozně nutný	0	0	0	0	0
Dlouhodobý finanční majetek provozně nenutný	495	2 495	2 495	2 495	2 495
Oběžná aktiva	25 322	24 744	27 218	29 661	32 198
Zásoby	11 903	11 608	11 988	12 305	12 635
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	78	87	81	76	70
Peněžní prostředky	13 341	13 049	15 149	17 281	19 492
Peněžní prostředky provozně nutné	771	750	774	795	816
Peněžní prostředky provozně nenutné	12 570	12 300	14 375	16 486	18 676
Časové rozlišení	48	48	48	48	48
PASIVA (v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021
PASIVA CELKEM	38 047	39 994	42 247	44 466	46 749
Vlastní kapitál	37 249	39 217	41 446	43 644	45 906
Základní kapitál	100	100	100	100	100
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Fondy ze zisku	10	10	10	10	10
Výsledek hospodaření minulých let	35 240	37 174	39 255	41 395	43 595
Výsledek hospodaření běžné účetní období	1 899	1 934	2 081	2 140	2 201
Rozhodnuto o zálohách na výplatu podílu na zisku	0	0	0	0	0
Cizí zdroje	771	750	774	795	816
Rezervy	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	771	750	774	795	816
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	27	27	27	27	27

Investice do dlouhodobého majetku byly stručně popsány v kapitole generátorů hodnot, v návaznosti na zde stanovené plánování je vypočtena výše dlouhodobého hmotného majetku a dlouhodobého finančního majetku. Oběžná aktiva jsou převzata z analýzy generátorů hodnot pracovního kapitálu při sestavování upraveného pracovního kapitálu. Výše nenutných peněžních prostředků je vypočtena matematicky při zachování bilanční kontinuity. Základní kapitál a fondy ze zisku se v budoucnosti nebudou měnit, jsou tedy ve stejné výši jako v roce 2017. Výsledek hospodaření minulých let je pouze součtem předchozích výsledků hospodaření vypočteným stejně jak v minulosti oceňované firmy, znamená to tedy, že vydělané peníze jsou ponechány ve společnosti a nedochází tak k výplatě dividend. Krátkodobé závazky jsou stejně jak položky pracovního kapitálu převzaty z téže analýzy. Zbývající položky časového rozlišení kvůli své zanedbatelné výši jsou ponechány v hodnotách z roku 2017.

9.3 Finanční analýza plánu

Reálnost finančního plánu je zde stručně analyzována pomocí finanční analýzy, kdyby touto cestou byly dosaženy značně odlišné výsledky nekopírující žádný trend z minulosti, mohl by finanční plán působit nedůvěryhodně a bez patřičného zdůvodnění pak nereálně. První srovnání poskytuje vertikální analýza sktruktury majetku. Ta prokazuje, že poměr dlouhodobého majetku vůči oběžnému se snižuje a v roce 2021 se odhaduje 29%. Na rozdíl poměr vlastních a cizích zdrojů zůstává téměř nezměněn. Analýza poměrových ukazatelů může pro tento účel posloužit ještě lépe. Analýza ukazatelů rentability vychází podobně jak v předchozích letech a zachycuje mírně klesající tendenci, konkrétně ROE kolem 6%, ROA 5% a ROS 13%. Jedním z důvodů klesající rentability je již dříve popisovaná souvislost s rostoucí likviditou, která je dle této finanční analýzy plánu zachována. Obrat aktiv v analýze aktivity se v minulosti pohyboval kolem hodnoty 0,4 a měl klesající tendenci, která je patrná i v případě finančního plánu. Detailní tabulky této finanční analýzy jsou rozepsány v přílohách. Finanční analýza minulosti obsahovala také spider analýzu, jenomže stanovení predikce odvětví není k dispozici a nemyslím si, že by její určení a následný spider graf, měl pro účel tohoto ocenění opodstatnění. Součástí příloh také není predikce vývoje Z-skóre, je totiž zcela jisté, že i z dat finančního plánu by pomocí tohoto souhrnného ukazatele vyšla pozitivní finanční situace, která v žádném případě nenaznačuje pravděpodobnost bankrotu.

10 OCENĚNÍ FIRMY VYBRANÝMI VÝNOSOVÝMI METODAMI

Dříve, než bude možné provedení výběru vhodných metod ocenění, je nutné vyčíslení nákladů na vlastní kapitál, neboli tzv. oportunitní náklady, ty by měly ve zkratce stanovovat nějakou procentuální výši druhé možnosti, jak vlastník mohl peníze zhodnotit, kdyby se rozhodl je nenechávat ve firmě a investovat jinde. Pro jejich určení je důležité riziko, které se ať už na firmu, či na tu druhou variantu investice, vztahuje. Výsledkem tohoto analyzování je jedno určité procento, které má poměrně zásadní vliv na výslednou hodnotu ocenění, je tedy důležitou otázkou oceňovatele, jaké metody pro jeho určení použije a jaké riziko oceňované firmě přiřadí.

10.1 Stanovení nákladů na kapitál

Za základní způsob ocenění se dle Maříka považuje metoda DCF entity, z tohoto důvodu bude s největší pravděpodobností první výsledná hodnota stanovena touto metodou. Pro tuto metodu je potřeba stanovit diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). Obecný vzorec pro připomenutí zní:

$$WACC = n_{CK} * (1 - d) * \frac{CK}{K} + n_{VK} * \frac{VK}{K} \quad (8)$$

V případně oceňované firmy, jak již bylo zjištěno z předchozích analýz, firma nevyužívá žádné úročené cizí zdroje, bude tedy vzorec upraven a zkrácen pouze na znění: náklady na vlastní kapitál (n_{VK}) vynásobeno podílem tržní hodnoty vlastního kapitálu (VK) a celkové tržní hodnoty investovaného kapitálu (K).

10.1.1 Náklady na vlastní kapitál

Pojem náklady na vlastní kapitál v oceňované firmě a taktéž obecně mezi českými podniky není příliš používán. Mnoho podniků se chová, jakoby vlastní kapitál byl zcela zadarmo. Stanovení odhadu těchto nákladů je poměrně komplikovaný proces a výsledná hodnota, kterou oceňovatel vybere, má velký vliv na výslednou hodnotu podniku, z tohoto důvodu v závěru práce bude provedena citlivostní analýza, jež bude tyto změny zachycovat.

10.1.1.1 Metoda CAPM

Nejpoužívanější metoda, která je považována za základní, je metoda CAPM. Tato metoda se používá zejména v anglosaských zemích, v České republice například Ministerstvem prů-

myslu a obchodu však tato metoda využívána není, tam je možno nalézt metodu stavebnicovou, na kterou bude zaměřen další bod. Pro potřebu tohoto ocenění bude metoda CAPM vypočítána pomocí následujícího vzorce:

$$n_{VK} = r_f + \beta * (r_m - r_f) \quad (9)$$

Parametry vzorce jsou bezriziková úroková míra dané země (r_f), koeficient beta (β) a riziková prémie (r_f). Pro stanovení hodnoty bezrizikové úrokové míry dle odborníků pro tyto účely se využívá výnos do doby splatnosti státních dluhopisů se zbývajícím splatností minimálně deset, raději však dvacet a třicet let. V ČR se nejčastěji využívá výnos desetiletého dluhopisu, je dostupný například na stránkách České národní banky (ARAD – Systém časových rad). V lednu roku 2019 se tento úrok pohybuje ve výši **1,85%**.

Dalším parametrem je stanovení bety, společnost s ručením omezeným JUREK S+R není obchodovatelná na burze, z tohoto důvodu je použita metoda CAPM s náhradními odhady koeficientu beta. Konkrétní výše tohoto parametru je stanovována všemi uznávaným profesorem Damodaranem na jeho webové stránce. Problém však je v určení adekvátní kategorie, jelikož má dost specifickou hlavní činnost a je obtížné ji zařadit. Dle mého názoru je nejpřesnější zařazení do kategorie „retail (online)“. Pro nejnovější období je uvedena nezadlužená beta ve výši **1,14**.

Posledním neznámým parametrem je riziková prémie dané země. Tento parametr vyjadřuje výnosové ocenění rizikovosti tržního portfolia. Vypočítává se jako rozdíl předpokládané výnosnosti kapitálu, jenž se nachází na trhu a bezrizikové úrokové míry. Určuje se podle ratingu dané země, ten je stanovený ratingovou agenturou Moody's pro Českou republiku na úrovni A1. Konkrétní výši rizikové premie pro Českou republiku lze nalézt opět na stránkách profesora Damodarana a pro leden 2019 tato prémie činí **7,92%**. Je součtem rizikové premie kapitálového trhu, která je 6,94% a rizikové přírážky země, stanovené ve výši 0,98%.

Tabulka 18 Metoda CAPM (vlastní zpracování dle Damodarana)

Metoda CAPM	
Bezriziková úroková míra (r_f)	1,85%
β nezadlužená	1,14
Riziková prémie (r_m)	7,92%
Náklady vlastního kapitálu (n_{VK})	8,77%

10.1.1.2 Stavebnicová metoda INFA

Druhý způsob odhadu nákladů na vlastní kapitál je proveden stavebnicovou metodou INFA. Tato metoda rizikovou přírážku již neodvozuje z kapitálového trhu, nýbrž ji zajišťuje jako součet několika dílčích rizikových přírážek. Tato metoda je využívána Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR.

Bezriziková úroková míra je ponechána ve stejné výši, jak v předchozí metodě CAPM. Riziková přírážka za velikost (či prémie za likviditu) se stanovuje na základě velikosti vlastního kapitálu. Vzhledem k tomu, že oceňovaná firma má tento kapitál daleko nižší než 100 milionů Kč, se doporučuje hodnota 5%. Riziková přírážka za podnikatelské riziko se posuzuje podle rentability aktiv, pokud tento poměrový ukazatel převyšuje situaci v adekvátním odvětví, je toto riziko minimální, tedy nulové. Určení adekvátního odvětví se prokázalo jako komplikované a závěrečné srovnání s odvětvími ve spider grafu zobrazilo nižší rentabilitu aktiv v obou případech. V tomto případě se doporučuje minimální přírážka pro odvětví. Jelikož již ve strategické analýze se prokázala spojitost s oběma analyzovanými odvětvími, i v tomto případě je zachován stejný postup, tedy průměrná hodnota obou odvětví. Následující 2 přírážky jsou stanoveny obě v nulové výši, za finanční stabilitu je to z důvodu vysoké běžné likvidity a za finanční strukturu z důvodu nulového využití cizích zdrojů nesoucích náklad.

Tabulka 19 Stavebnicová metoda INFA (vlastní zpracování)

Stavebnicová metoda INFA	
Bezriziková sazba (r_f)	1,85%
Riziková přírážka za velikost (r_{LA})	5,00%
Riziková přírážka za podnikatelské riziko (r_{POD})	3,46%
Riziková přírážka za finanční stabilitu ($r_{FINSTAB}$)	0,00%
Riziková přírážka za finanční strukturu (r_{FinStr})	0,00%
Alternativní náklad na vlastní kapitál (r_e)	10,31%

10.1.1.3 Stavebnicová metoda dle MPO

Jak již bylo řečeno, tuto metodu v podobném provedení sestavuje také MPO, následující tabulka zobrazuje odvětví CZ-NACE 13 a CZ-NACE 32 pro rok 2017.

Tabulka 20 Stavebnicová metoda dle MPO (mpo.cz, vlastní zpracování)

Stavebnicová metoda dle MPO	CZ-NACE 13	CZ-NACE 32
Bezriziková sazba (r_f)	0,98%	0,98%
Riziková přírážka za velikost (r_{LA})	0,89%	1,15%
Riziková přírážka za podnikatelské riziko (r_{POD})	4,39%	2,52%
Riziková přírážka za finanční stabilitu ($r_{FINSTAB}$)	2,01%	0,00%
Riziková přírážka za finanční strukturu (r_{FinStr})	3,64%	1,46%
Alternativní náklad na vlastní kapitál (r_e)	11,92%	6,11%

Je nutno podotknout, že ministerstvo průmyslu a obchodu nezpracovává tyto přírážky a výsledné náklady na vlastní kapitál pro užší členění odvětví, ze kterých bylo čerpáno při strategické analýze využívající zdroj panoráma zpracovatelského průmyslu. V tomto případě jsou zdrojem tabulky z finanční analýzy dostupné v analytických nástrojích. Jedná se tedy o daleko širší pojetí a propojenost na oceňovanou firmu je z tohoto důvodu nižší. A také je potřeba brát v potaz, že se jedná o starší údaje, například nižší bezriziková sazba v roce 2017.

10.1.1.4 Stanovení N_{vk} dle rentability v odvětví

Další metoda, podle níž je také možné určit odhad nákladů na vlastní kapitál, je stanovení podle rentability vlastního kapitálu v odvětví. Zde již mohou být použita podrobnější členění konkrétně CZ-NACE 13.9 a CZ-NACE 32.3. Z tohoto důvodu bude přiložena stejná váha této metodě, jak konkrétnímu výpočtu alternativních nákladů na vlastní kapitál v předchozím bodě.

Tabulka 21 Náklady na vlastní kapitál dle rentability (vlastní zpracování)

N_{vk} dle ROE	CZ-NACE 13.3	CZ-NACE 32.3
Rentabilita vlastního kapitálu	9,72%	14,42%
Alternativní náklad na vlastní kapitál (r_e)	9,72%	14,42%

10.1.2 Vážené průměrné náklady na (vlastní) kapitál

Tabulka 22 Stanovení WACC (vlastní zpracování)

Průměrné vážené náklady na vlastní kapitál	Váha	N_{vk}
Model CAPM	1	8,77%
Stavebnicová metoda INFA: JUREK S+R	1	10,31%
Stavebnicová metoda dle MPO: CZ-NACE 13	0,25	11,92%
Stavebnicová metoda dle MPO: CZ-NACE 32	0,25	6,11%
Odvození dle ROE: CZ-NACE 13.9	0,25	14,42%
Odvození dle ROE: CZ-NACE 32.3	0,25	9,72%
WACC	3	9,87%

Původní myšlenka, stanovení průměrných aritmetických nákladů za pomoci uvedeného vzorce, je vlastně nesmyslná, jelikož firma nemá žádné cizí úročené zdroje, z tohoto důvodu lze stanovit $WACC = N_{vk}$. Váhy, přiřazené jednotlivým způsobům na odhad nákladů na vlastní kapitál, jsou zobrazeny v tabulce. Nejvyšší a shodná váha byla vybrána pro model CAPM a stavebnicovou metodu INFA. Zbytkové čtvrtinové váhy potom zaujímají hodnoty určené pomocí dostupných informací dle ministerstva průmyslu a obchodu. Výsledná hodnota WACC tudíž vychází **9,87%**, což se dá považovat za reálný výsledek blízký se deseti procentním bodům.

10.2 Vymezení provozně nutného investovaného kapitálu

Dřív, než bude možné přejít k první metodě DCF, je ještě nutné vymezení provozně nutného investovaného kapitálu, který přímo ve finančním plánu stanoven není. Je potřeba tedy jeho vyjádření pro zjištění odhadu na poslední rok první fáze ocenění. Hodnoty jsou převzaty z rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná, z generátorů hodnot a finančního plánu.

Tabulka 23 Investovaný kapitál provozně nutný (vlastní zpracování)

Položka (v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021
Dlouhodobý hmotný majetek	12 182	11 957	11 712	11 467	11 192
Dlouhodobý majetek provozně nutný	12 182	11 957	11 712	11 467	11 192
Zásoby	11 903	11 608	11 988	12 305	12 635
Pohledávky	78	87	81	76	70
Provozně nutné peněžní prostředky	771	750	774	795	816
Časové rozlišení aktiv	48	48	48	48	48
Neúročené cizí zdroje	771	750	774	795	816
Časové rozlišení pasiv	27	27	27	27	27
Pracovní kapitál provozně nutný	12 002	11 716	12 090	12 402	12 726
Investovaný kapitál provozně nutný	24 184	23 673	23 802	23 869	23 918

10.3 Metoda DCF entity

Jak již bylo řečeno, metoda DCF entity se považuje za základní, z tohoto důvodu je tržní hodnota vlastního kapitálu stanovena nejprve tímto způsobem. V následující kapitole bude ocenění provedeno pomocí metody ekonomické přidané hodnoty, která, pokud nedojde k nějaké odchylce, by měla prokázat stejnou hodnotu firmy, jako metoda DCF entity. Princip této metody spočívá v diskontování peněžních toků. Tímto způsobem je získána hodnota podniku jako celku, neboli brutto. Tyto peněžní toky jsou k dispozici nejenom samotným vlastníkům společnosti, ale zejména jejím věřitelům. Dalším krokem, který je nezbytné provést, je odečtení cizího kapitálu ke dni, ke kterému ocenění probíhá. Tím je vypočtena hodnota vlastního kapitálu, tedy netto. V případě firmy JUREK S+R však cizí kapitál odečten nebude, lze tedy říci, že hodnota podniku brutto = hodnotě podniku netto. Stanovení hodnoty touto metodou se provádí ve dvou až třech fázích. V této práci byla zvolena metoda dvoufázová, kdy první fáze zaznamenává roky 2017 – 2021 a jelikož se jedná o diskontované peněžní toky, bude zde uplatněna časová hodnota peněz ke dni 1. 1. 2018, pomocí dříve stanovené diskontní míry ve formě WACC. Druhá fáze začíná rokem 2022 a pokračuje do nekonečna, aby toto ocenění mohlo být provedeno, je nutné dřívější potvrzení budoucí existence firmy. Následující tabulka zachycuje výpočet volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele, tzv. FCFF – free cash flow to firm.

Tabulka 24 Volné peněžní toky a hodnota první fáze (Mařík, vlastní zpracování)

Položka (v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021
Korigovaný provozní VH před daněmi (KPVH_D)	2 163	2 306	2 408	2 513
Upravená daň z příjmů (KPVH _D * daňová sazba)	411	438	457	477
Korigovaný provozní VH po daních (KPVH)	1 752	1 868	1 950	2 035
Odpisy	275	275	275	275
Předběžný peněžní tok z provozu	2 027	2 143	2 225	2 310
Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)	-329	424	352	368
Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)	50	30	30	0
Volné peněžní toky do firmy (FCFF)	2 306	1 689	1 843	1 943
(1+WACC) ^t	1,099	1,207	1,326	1,457
Diskontované FCFF k 1. 1. 2018	2 099	1 399	1 389	1 333
Hodnota 1. fáze k 1. 1. 2018	6 221			

Volné peněžní toky do firmy jsou následně diskontovány pomocí vážených aritmetických nákladů na kapitál, které jsou v této firmě stejně jako náklady vlastní kapitál, kvůli nulovému

využití cizích zdrojů nesoucích náklad. Hodnota první fáze je součtem současných hodnot FCFF ke dni 1. 1. 2018 a činí **6 221 tis. Kč**.

Druhá fáze se nejčastěji stanovuje pomocí Gordonova a parametrického vzorce, přičemž výsledná hodnota pokračující hodnoty by měla vyjít v obou případech shodně. Pro oba tyto způsoby je nezbytné stanovení tempa růstu, které bylo definováno koncem strategické analýzy ve výši ročního růstu 3%. Taktéž je nutné určení korigovaného provozního výsledku hospodaření pro následující rok 2022. Pro odhad této hodnoty se doporučuje použití předchozího výsledku hospodaření, který se navýší o stanovené tempo růstu. Další položkou vyskytující se v obou vzorcích jsou netto investice, tedy plánované investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a upraveného pracovního kapitálu. Zde dochází k využití predikce investovaného kapitálu provozně nutného, jehož výše z roku 2021 se vynásobí tempem růstu. Volný peněžní tok pro rok 2022 je již určen pouze rozdílem $KPVH_{2022}$ a netto investic₂₀₂₂. Pokračující hodnota už je pouze diskontování $FCFF_{2022}$ pomocí stanovené diskontní míry ponížené o tempo růstu. Výsledné hodnoty znázorňuje následující tabulka.

Tabulka 25 Gordonův vzorec (vlastní zpracování)

Položka (v tis. Kč)	
$KPVH_{2022}$	2 096
Investice (netto) ₂₀₂₂	718
$FCFF_{2022}$	1 379
Pokračující hodnota	20 058

Další možností ke spočítání pokračující hodnoty je zmíněný parametrický vzorec, jenž proti Gordonovu vzorci má některé výhody. Prvním z nich je například to, že pracuje s rentabilitou čistých investic do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu, pomocí které je možno určit, jestli podnik vzhledem ke svým nákladům na vlastní kapitál tvoří hodnotu či nikoliv. To obecně bude ještě další metoda stanovení hodnoty pomocí ekonomické přidané hodnoty. Aby bylo možné však rentabilitu investic určit, je ještě nutné vyčíslení míry investic, k tomu jsou využity hodnoty z Gordonova vzorce, tedy podíl netto investic a $KPVH$ roku 2022. Rentabilita investic je potom podíl tempa růstu a míry investic.

Tabulka 26 Parametrický vzorec (vlastní zpracování)

Položka (v tis. Kč)	
Míra investic (m_i)	34,23%
Rentabilita investic (r_i)	8,76%
Pokračující hodnota (PH)	20 058

Pokračující hodnota i touto metodou vyšla ve výši přes **20 058 tis. Kč**. Konkrétní rovnice je zde poněkud složitější a vypadá následovně:

$$PH = \frac{KPVH_{2022} * \left(1 - \frac{g}{r_i}\right)}{WACC - g} = \frac{2096 * \left(1 - \frac{0,03}{0,0876}\right)}{0,0987 - 0,03} = 20\,058 \text{ tis. Kč.}$$

Po stanovení současné hodnoty první fáze je tento krok nutný také pro fázi druhou a následný součet těchto hodnot je již hodnota podniku brutto. Kdyby firma využívala úročené cizí zdroje, po jejich odečtení od hodnoty podniku brutto by vyšla hodnota netto, to však v tomto případě nutné není. Posledním krokem k ocenění pomocí metody DCF entity je přičtení hodnoty neprovozních aktiv, které byly v dřívějších kapitolách vyloučeny.

Tabulka 27 DCF entity (Mařík, vlastní zpracování)

Položka (v tis. Kč)	
Současná hodnota 1. fáze	6 221
Současná hodnota 2. fáze	13 763
Hodnota podniku (brutto, netto)	19 983
Hodnota neprovozních aktiv	13 065
Hodnota VK podniku k 1. 1. 2018	33 048

První ocenění firmy JUREK S+R určené základní metodou DCF entity vychází ke dni 1. 1. 2018 ve výši **33 048 tis. Kč**. Další kapitola se zabývá metodou ekonomické přidané hodnoty, která by měla potvrdit tento výsledek.

10.4 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ekonomická přidaná hodnota se v zahraničí i v České republice stále více využívá, a to nejen pro stanovení hodnoty podniku, spíše například ve finančním analyzování, kdy velmi jednoduchou formou vyplyne, jestli firma vytváří hodnotu pro své vlastníky či nikoliv. Pokud výsledná hodnota ekonomické přidané hodnoty vychází kladně, dochází k pozitivnímu hodnocení a následně třeba k odměňování kompetentních pracovníků. Z tohoto pohledu může ekonomická přidaná hodnota působit i jako motivační faktor. Při úpravě vzorce na tzv. spread je zřetelně viditelné, zdali firma vykáže kladní či záporný výsledek. Konkrétně například v účetním modelu, který využívá Ministerstvo průmyslu a obchodu, je toto rozpětí vyjádřeno rozdílem mezi rentabilitou vlastního kapitálu a náklady s tímto kapitálem spojenými, vynásobeno vlastním kapitálem. Pro potřebu ocenění však bude pracováno s oficiální

licencovanou verzí, kdy je pracováno s čistým operativním ziskem (NOPAT), čistými operativními aktivy (NOA) a diskontní mírou na úrovni WACC.

Jak již bylo dříve zmíněno, měla by vyjít stejná hodnota jako při metodě DCF entity, a to za dodržení rovnosti mezi KPVH a NOPAT, dále provozně nutný investovaný kapitál na úrovni NOA a použití stejných nákladů na kapitál WACC.

Tabulka 28 Diskontovaná EVA a hodnota první fáze (Mařík, vlastní zpracování)

Položka (v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021
NOPAT (= KPVH)	1 615	1 752	1 868	1 950	2 035
NOA (= Investovaný kapitál provozně nutný)	24 184	23 673	23 802	23 869	23 918
WACC * NOA _{t-1}		2 388	2 337	2 350	2 357
EVA (= NOPAT – WACC * NOA_{t-1})		-636	-470	-400	-322
(1+WACC) ^t		1,099	1,207	1,326	1,457
Diskontovaná EVA		-579	-389	-302	-221
Hodnota 1. fáze k 1. 1. 2018			-1 490		

V předchozí kapitole při stanovení pokračující hodnoty parametrickým vzorcem se prokázalo, že rentabilita investic byla nižší než diskontní míra. Nyní se prokazuje, že vzhledem k určenému riziku a odpovídajícím nákladům na vlastní kapitál oceňovaná firma nevytváří tak vysokou přidanou hodnotu, aby výsledek potvrzoval tvorbu hodnoty pro vlastníky. Je potřeba však brát v potaz, že diskontní míra stanovená na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál je poměrně komplikovaná záležitost a tvrzení, že výsledná výše stanovená v této práci je nezbytně ta správná, dle mého názoru nemusí být zcela definitivní. Z tohoto důvodu bude v závěru práce provedena citlivostní analýza, zkoumající vliv změny tohoto ukazatele.

Taktéž metoda ekonomické přidané hodnoty se skládá ze dvou fází a v druhé je potřeba stanovení pokračující hodnoty. Nejprve se vypočte EVA pro rok 2022, tedy NOPAT₂₀₂₁ zvýšený o tempo růstu se poníží rozdílem NOA₂₀₂₁ * WACC. Pokračující hodnota už je poté určena stejným způsobem jako v metodě DCF entity.

Tabulka 29 Stanovení pokračující hodnoty (vlastní zpracování)

Položka (v tis. Kč)	
EVA ₂₀₂₂	-265
Pokračující hodnota	-3 861

Tabulka 30 Metoda ekonomické přidané hodnoty (Mařík, vlastní zpracování)

Položka (v tis. Kč)	
Současná hodnota 1. fáze	-1 490
Současná hodnota 2. fáze	-2 649
MVA	-4 139
NOA k datu ocenění	24 184
Hodnota podniku (brutto, netto)	20 045
Hodnota neprovozních aktiv	13 065
Hodnota VK podniku k 1. 1. 2018	33 110

Podobně jako v předchozí metodě, i zde je potřeba převedení pokračující hodnoty na současnou hodnotu. Následně součet první a druhé fáze vychází tzv. MVA neboli hodnota přidané trhem. Po přičtení čistých operativních aktiv k datu ocenění dostáváme hodnotu podniku brutto, a jak už víme i netto. Následně pouze přičtení neprovozních aktiv dává výslednou hodnotu vlastního kapitálu podniku ve výši **33 110 tis. Kč**. Shodou okolností se nepotvrdilo dosažení částky z metody DCF entity, rozdíl je však pouze kolem 62 tis. Kč, což je vzhledem k výši ocenění a také vzhledem k tomu, jaké jsou tyto metody obrovské odhady, zanedbatelné. Taktéž pan Mařík ve své publikaci uvádí, že v běžné praxi oceňovatelům často vychází ocenění metodou EVA a metodou DCF odlišné.

10.5 Metoda čistých kapitalizovaných výnosů

Třetí metoda pro zjištění tržní hodnoty vlastního kapitálu společnosti se nazývá metoda čistých kapitalizovaných výnosů. Tato paušální metoda se považuje za nejjednodušší, jelikož nevychází z budoucí predikce vývoje firmy, nýbrž pouze pracuje s minulými výsledky hospodaření. Další možností je metoda analytická, kdy je pracováno s budoucími výsledky hospodaření. S predikcemi pracovaly přechází 2 způsoby ocenění, tak nyní je vybrána paušální metoda. Jádrem tohoto ocenění je odhad trvale odnímatelného čistého výnosu, který vychází z upraveného výsledku hospodaření (UVH). Úprava výsledku hospodaření před zdaněním spočívá ve vyloučení odpisů a výsledku hospodaření z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu. Cílem těchto úprav je výše zmíněný upravený výsledek hospodaření před odpisy a následně je provedeno převedení na cenovou úroveň roku, ke kterému se vztahuje ocenění. Jelikož čím více jsou vzdálená data, tím méně se považují za relevantní, z tohoto důvodu jsou jednotlivým letům přiděleny váhy, kdy největší váhu má loňský rok. Tyto úpravy demonstuje následující tabulka.

Tabulka 31 Upravený výsledek hospodaření (Mařík, vlastní zpracování)

Položka (v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017	
Výsledek hospodaření před zdaněním	1 343	2 159	2 567	1 990	2 266	
Odpisy	198	275	275	275	275	
VH z prodeje DM a materiálu	108	146	294	94	149	
Upravený VH před odpisy	1 433	2 288	2 548	2 171	2 392	
Cenový index řetězový	1,014	1,004	1,003	1,007	1,025	
UVH upravený o inflaci	1 453	2 297	2 556	2 186	2 452	Součet
Váhy	1	2	3	4	5	15
UVH upravený o inflaci * váhy	1 453	4 594	7 667	8 745	12 259	34 718

Součet vynásobených upravených výsledků hospodaření upravených o inflaci je následně vydělen součtem vah a výsledkem je trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy. Vzhledem k předchozí predikci jsou odpisy, které je nutné odečíst, ponechány ve stejné výši jak v minulosti. Po této úpravě zjistíme daňový základ, z něhož je určena výše daně. Trvale odnímatelný čistý výnos po odpočtu daně se dle vzorce pro věčnou rentu vydělí kalkulovanou úrokovou mírou, která byla snížena o očekávanou inflaci ve výši 2% dle inflačního cíle ČNB. Výše kalkulované úrokové míry je na úrovni nákladů na vlastní kapitál a její výše byla převzata z výpočtu hodnoty firmy dle DCF entity. Přičtením hodnoty neprovozních aktiv k hodnotě podniku netto je získán odhad hodnoty vlastního kapitálu podniku.

Tabulka 32 Metoda čistých kapitalizovaných výnosů (Mařík, vlastní zpracování)

Položka (v tis. Kč)	
Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	2 315
Odpisy z reprodukčních cen	275
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	2 040
Daň	388
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	1 652
Hodnota podniku netto	13 913
Hodnota neprovozních aktiv	13 065
Hodnota VK podniku k 1. 1. 2018	26 978

Tato metoda se často považuje jako spodní hranice pro určení ocenění společnosti a často se využívá k objektivizovanému ocenění. Zde se tato situace potvrdila a hodnota vlastního kapitálu podniku vyšla ve výši **26 978 tis. Kč**.

10.6 Doplnkové stanovení hodnoty firmy

Účetní hodnota vlastního kapitálu oceňované firmy dosáhla k 1. 1. 2018 výše **37 249 tis. Kč**. Toto zjištění hodnoty slouží pouze jako doplňková informace pro srovnání, protože tato hodnota vychází z účetních zásad.

10.7 Shrnutí výsledků použitých výnosových metod ocenění

Tabulka 33 Výsledky použitých metod ocenění (vlastní zpracování)

Oceňovací výnosová metoda (v tis. Kč)	Hodnota VK k 1. 1. 2018
Metoda DCF entity	33 048
Metoda ekonomické přidané hodnoty	33 110
Metoda čistých kapitalizovaných výnosů	26 978
Účetní hodnota vlastního kapitálu	37 249

Hodnota vlastního kapitálu firmy JUREK S+R s.r.o. byla stanovena k 1. 1. 2018 prostřednictvím tří výnosových metod, protože v praxi se uznává zásada, že při ocenění podniku je třeba použít alespoň dvě metody ocenění. Konkrétně se jednalo o základní metodu DCF entity, metodu ekonomické přidané hodnoty a metodu čistých kapitalizovaných výnosů. Doplnkové stanovení hodnoty firmy na bázi účetních dat poslouží pouze pro porovnání. Předpoklad využití výnosových metod, tedy předpoklad budoucího trvání podniku, byl potvrzen nejprve strategickou a pak i finanční analýzou, ze které vyplynul spíše konzervativní způsob podnikání. Metoda DCF entity a metoda EVA při použití stejných vstupních dat zpravidla dosahuje stejných výsledků, v případě oceňované firmy se však toto tvrzení nepotvrdilo, nicméně rozdíl je takřka zanedbatelný a dle mého názoru mu není nutné přikládat vysokou pozornost. Průměr těchto dvou metod po mírném zaokrouhlení vychází **33 080 tis. Kč**. Paušální metoda ČKV je využívá spíše tam, kde je obtížné odhadnout budoucí vývoj, ale přitom se dá předpokládat nízké ohrožení podniku v budoucnosti a dosažení minimálně dosavadních výnosů. Tato metoda poskytuje víceméně informace o dolní hranici výnosových ocenění, které odráží vývoj výsledků hospodaření z dosavadní existence oceňované společnosti. V případě oceňované firmy metoda ČKV čítá po zaokrouhlení **27 000 tis. Kč**.

Výsledná hodnota oceňované firmy byla k 1. 1. 2018 stanovena ve výši **33 080 tis. Kč** a spíše než uvažování o snížení stanovené výše na dolní hranici určené metodou ČKV je dle mého názoru validnější uvažování o vyšším ocenění. Například, kdyby vážně mělo dojít k prodeji firmy a nový majitel by zamýšlel změnu strategie, či alespoň marketingu, mohlo by

dojít k dalšímu růstu a následně vyšším výsledkům výnosových ocenění, je však otázkou, jak by se poté změnilo vnímání rizika a jestli by takové jednání nevedlo naopak k vyšším nákladům na kapitál. Takové změny se pokusí zachytit citlivostní analýza, která je také vhodná k doplnění dle Maříka.

10.8 Citlivostní analýza změny parametrů na hodnotu vlastního kapitálu

Analýza citlivosti byla provedena nejprve snížením a zvýšením diskontní míry o jeden procentní bod, následně je zachycena změna tempa růstu taktéž o procento. Metoda DCF entity a metoda EVA se mění téměř shodnými procenty a největší změna celkové hodnoty vlastního kapitálu nastane při snížení diskontní míry o jedno procento. Na rozdíl při zvýšení diskontní míry již pokles vychází nižší. Taktéž snížení tempa růstu se projevuje v nižší míře než zvýšení tempa růstu. Z těchto změn se dá laicky odvodit, že vyšší tempo růstu i při zvýšení nákladů na kapitál se projeví pozitivně, na druhou stranu snížení tempa růstu i nákladů na kapitál bude mít spíše negativní dopad na výslednou hodnotu vlastního kapitálu oceňované firmy.

Tabulka 34 Analýza citlivosti hodnoty VK na změnu diskontní míry a tempa růstu (vlastní zpracování)

Oceňovací výnosová metoda	Diskontní míra			Tempo růstu		
	8,87%	9,87%	10,87%	2%	3%	4%
DCF entity	36 124 9,31%	33 048	30 744 -6,97%	31 123 -5,83%	33 048	35 629 7,81%
Ekonomická přidaná hodnota	36 189 9,30%	33 110	30 804 -6,97%	31 185 -5,81%	33 110	35 695 7,80%
Čisté kapitalizované výnosy	28 257 4,74%	26 978	25 897 -4,01%	x	x	x

10.9 Zhodnocení přínosů pro firmu

Ocenění firmy JUREK S+R bylo provedeno z důvodu zájmu majitelů firmy vzhledem k filozofii a způsobu fungování firmy. Vzhledem k faktu, že moje bakalářská práce na téma finanční analýzy této firmy byla pro ně přínosem a došlo tak například k potvrzení mnohých skutečností se dá očekávat, že činnost jako ocenění podniku bude mít přínos ještě větší. Důvodem může být komplexnější pohled například na rizika rozebíraná ve strategické analýze, odhad budoucích tržeb a tempa růstu či stanovení provozně nutných aktiv. Přínosem je zcela

jistě také vyčíslení nákladů na vlastní kapitál, kde by neměla být nikdy opomíjena skutečnost, že opravdu není zdarma. Přínos může mít také sestavení finančního plánu, který může posloužit pro budoucí kontrolu či stanovení odchylek. Za další přínos se dá považovat spolupráce mezi mnou a oceňovanou firmou, kdy dochází k šířeným myšlenkám, že existují i firmy, které se snaží uvažovat jinak a není jim lhostejná budoucnost nejen jejich firmy, ale hlavně naší planety. Naše spolupráce však pravděpodobně dokončením této diplomové práce nekončí, protože vzhledem k mé znalosti dané firmy mi majitelé nabízejí, abych se v budoucnosti podílel na řízení firmy a s využitím svých znalostí a zkušeností se stal pro firmu přínosem, stejně tak jako je ona přínosem pro studenta, který dokončuje vysokou školu a začíná intenzivně hledat práci pro svůj život, aby mohl dělat něco smysluplného s využitím všeho, co mu studium dalo.

Ale každopádně v první a neposlední řadě je největším přínosem hlavní cíl této práce, a to stanovení tržní hodnoty vlastního kapitálu ke dni 1. 1. 2018, který by mohlo někdy v budoucnu mít vliv při rozhodování v různých fázích života podniku nebo při vyjednávání v případech úvah o jeho prodeji, splynutí nebo sloučení a tak podobně.

ZÁVĚR

Hlavním cílem této diplomové práce bylo pomocí výnosových metod stanovení tržní hodnoty firmy JUREK S+R s.r.o. ke dni 1. 1. 2018. K tomu, aby výnosové ocenění mohlo být využito, bylo nejprve nutné naplnění celé řady dílčích, vedlejších cílů. Avšak ještě před těmito kroky byla nejprve vypracována literární rešerše, sloužící jako podklad pro následující praktickou část diplomové práce. První kapitola praktické části představila oceňovanou firmu. Dále bylo přikročeno k prvnímu dílčímu cíli, a to vypracování strategické analýzy například za účelem predikce tržeb či definování rizik. Pro analýzu vnitřního a vnějšího potenciálu firmy byla využita PEST analýza, Porterův model a SWOT analýza. Za výsledek tohoto analyzování se dá považovat zjištění, že firma je od konkurence značně odlišná a má mnoho konkurenčních výhod. SWOT analýza prokázala, že vnější hrozby na firmu nemají zásadní vliv, který by mohl v blízké budoucnosti ohrozit její existenci. Součástí strategické analýzy bylo dále stanovení relevantních odvětví a pomocí regresní analýzy byl určen vývoj těchto odvětví, vývoj tržního podílu a na základě předchozích metod byl v závěru proveden odhad budoucích tržeb oceňované firmy pro budoucí čtyři roky.

Další kapitola byla věnována finanční analýze, která navazovala na strategickou. Úkolem bylo zhodnocení finančního zdraví a potvrzení předpokladu neomezeného trvání společnosti. Bylo například zjištěno, že firma nevyužívá žádnou formu cizích úročených zdrojů a vzhledem ke konzervativnímu přístupu podnikání byl potvrzen nemalý finanční polštář. Tuto skutečnost v závěru finanční analýzy vypovídá také Altmanovo Z-skóre. Zmíněný going concern takto potvrdila i finanční analýza a tato hlavní podmínka výnosových ocenění byla tudíž splněna.

Po analytické části následovala část projektová, začínající úpravami pro vyjádření majetku provozně nutného, neboli vyjádření čistých operativních aktiv. Dále tato část pokračovala určením generátorů hodnot a poté tvorbou finančního plánu do roku 2021, který z velké části vychází právě ze zmíněných generátorů hodnot.

V poslední kapitole diplomové práce ještě bylo nutné stanovení diskontní míry a následně již bylo možné přistoupit k samotným výnosovým metodám a přejít tak k ocenění firmy. Diskontní míra má velký vliv na výslednou hodnotu ocenění a její velikost byla určena dle faktoru času a rizika. Tato míra byla určena na hranici vážených aritmetických nákladů na kapitál, které byly shodné s náklady na vlastní kapitál kvůli nulovému zadlužení. Využity

byly metody CAPM, metoda stavebnicová a menším poměrem pro průměrnou hodnotu významné, také alternativní náklady na kapitál relevantních odvětví. Výsledná hodnota těchto nákladů na kapitál vyšla 9,87 procenta. Poslední nutnou věcí před samotným oceněním už pak bylo jen vymezení celkového investovaného kapitálu v budoucnosti, který nebyl součástí finančního plánu.

První použitá výnosová metoda se považuje za základní a nazývá se DCF entity. Druhá využitá metoda v mnoha oceněních vychází ve stejné výši a jde o metodu ekonomické přidané hodnoty. Třetím způsobem stanovení hodnoty byla metoda čistých kapitalizovaných výnosů. V případě tohoto ocenění však první 2 metody vyšly rozdílně, ale nedá se to považovat dle mého názoru za hrubý nedostatek, protože v praxi je tato situace dle Maříka běžná. Rozdíl činí přibližně 62 tis. Kč a vzhledem k celkové výši ocenění se dá tento rozdíl považovat za minimální. Konkrétní hodnoty oceňovacích metod jsou shrnuty po oceňování v tabulce a závěrečná průměrná tržní hodnota k 1. 1. 2018 byla zvolena ve výši 33 080 tis. Kč.

Jakým způsobem se výsledná hodnota mění při změně diskontní míry či tempa růstu ještě zachycuje citlivostní analýza. Konkrétně se jednalo o snížení a zvýšení o jeden procentní bod a největší změna nastala v případě snížení diskontní míry. Poslední částí této diplomové práce je zhodnocení přínosů pro firmu, které jsem nakonec rozvedl i na přínosy pro mou osobu, jakožto studenta dokončujícího vysokou školu.

Dle mého názoru se cíle stanovené v úvodu práce dají považovat za splněné a doufám, že se práci podaří zdárně obhájit a dovést studium úspěšně do konce. Taktéž doufám, že firma JUREK S+R bude, stejně jak při bakalářské práci, spokojena s výsledky a zpracováním a tato práce bude opět přínosná.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

BREALEY, Richard A, Stewart C MYERS a Franklin ALLEN, [2017]. *Principles of corporate finance*. Twelfth edition. New York: McGraw-Hill Education, xxvii, 896 stran, 50 různě číslovaných. The McGraw-Hill/Irwin series in finance, insurance, and real estate. ISBN 978-1-259-25333-1.

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, ©2019. *ARAD - Systém časových řad: Výnosy státních dluhopisů* [online]. [cit. 2019-03-23]. Dostupné z:

https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_SESTAVY?p_strid=AEBA&p_sestuid=&p_lang=CS

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, ©2019. *Aktuální prognóza ČNB* [online]. [cit. 2019-03-23]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/index.html

ČESKÁ REPUBLIKA, Zákon č. 89/2012 Sb.: Zákon občanský zákoník, 2012. In: *Sbírka zákonů ČR*. 33/2012. Dostupné také z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2012-89>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, ©2019. *Databáze národních účtů: HDP Výdajová metoda* [online]. [cit. 2019-03-23]. Dostupné z: http://apl.czso.cz/pll/rocenka/rocenkavyber.makroek_vydaj

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, ©2019. *Klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE)* [online]. [cit. 2019-03-23]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/klasifikace_ekonomickych_cinnosti_cz_nace

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, Seznam OKEČ: skupiny činností. [online]. [cit. 2019-03-23]. Dostupné z: http://wwwinfo.mfcr.cz/ares/ocec/ares_ok17.html.cz

DAMODARAN, Aswath, ©2019. *Damodaran online: Data: Current* [online]. [cit. 2019-03-23]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

DAMODARAN, Aswath, 2011. *The little book of valuation: how to value a company, pick a stock, and profit*. Hoboken: John Wiley, xvii, 230 s. Little book big profits. ISBN 978-1-118-00477-7.

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 2., upr. vyd. Praha: Ekopress, 2008, 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6.

Ekospace: Mikro a makroekonomie pro všechny [online], ©2019. David Šetek [cit. 2019-03-23]. Dostupné z: <http://www.ekospace.cz/>

FOTR, Jiří. *Tvorba strategie a strategické plánování: teorie a praxe*. 1. vyd. Praha: Grada, 2012, 381 s. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-3985-4.

GALLAGHER, Timothy James a Joseph D. ANDREW, 2003. *Financial management: principles and practice*. 3rd ed. Upper Saddle River, N.J.: Prentice Hall, 613 s. ISBN 978-0130674883.

Glossary. *International Valuation Standards Council* [online]. 2019 [cit. 2019-03-23]. Dostupné z: https://www.ivsc.org/standards/glossary#letter_m

HITCHNER, James R, 2017. *Financial valuation: applications and models*. Fourth edition with website. Hoboken, New Jersey: Wiley, 1296 s. ISBN 978-1-119-31231-4.

JANÍČEK, Přemysl a Jiří MAREK, 2013. *Expertní inženýrství v systémovém pojetí*. Praha: Grada, 592 s. ISBN 978-80-247-4127-7.

KALOUDA, František, 2015. *Finanční analýza a řízení podniku*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 287 s. ISBN 978-80-7380-526-5.

KISLINGEROVÁ, Eva, 2001. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, xvi, 367 s. ISBN 8071795291.

KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ, REMEŠ Daniel a Karel ŠTEKER, 2017 *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 3., rozš. vyd. Praha: Grada, 228 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-271-0563-2.

KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS, 2015. *Valuation: measuring and manage the value of companies*. Sixth edition. Hoboken: Wiley, xvii, 825. Wiley finance series. ISBN 978-1-118-87370-0.

KRABEC, Tomáš, 2009. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: Grada, 261 s. ISBN 9788024728650.

KRAMNÁ, Eva, 2011. *Skripta Oceňování podniku*. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně.

KUBÍČKOVÁ, Dana a Irena JUNDŘICHOVSKÁ, 2015. *Finanční analýza a hodnocení výkonnosti firem*. Vydání první. Praha: C.H. Beck, 342 s. ISBN 978-80-7400-538-1

MAŘÍK, Miloš, 2018. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 551 s. ISBN 978-80-87865-38-5.

MINISTERSTVO FINANCÍ, ©2018. *Makroekonomická predikce: 46. Kolokvium – šetření prognóz makroekonomického vývoje ČR (2018–2021)* [online]. [cit. 2019-03-23].

MINISTERSTVO FINANCÍ, ©2019. *Makroekonomická predikce - leden 2019* [online]. [cit. 2019-03-23]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2019/makroekonomicka-predikce-leden-2019-34169>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU, ©2019. *Analytické materiály a statistiky* [online]. [cit. 2019-03-23]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU, ©2019. *Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2008-2017* [online]. [cit. 2019-03-23]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/panorama-interaktivni-tabulka.html>

MINISTERSTVO SPRAVEDLNOSTI, ©2019. *Veřejný rejstřík a sbírka listin: Sbírk listin 2003-2017* [online]. [cit. 2019-03-23]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=232590>

MINISTERSTVO SPRAVEDLNOSTI, ©2019. *Veřejný rejstřík a sbírka listin: Výpis z obchodního rejstříku* [online]. [cit. 2019-03-23]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=232590&typ=PLATNY>

MUTINA, Václav, 2016. *Finanční analýza firmy JUREK S+R s.r.o.* Zlín. Bakalářská práce. Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, Fakulta managementu a ekonomiky. Vedoucí práce Kolářová Eva.

NACE kódy: Výroba konfekčních textilních výrobků, kromě oděvů, ©2019. *CZ-NACE* [online]. [cit. 2019-03-23]. Dostupné z: <http://www.nace.cz/1392-vyroba-konfekcnich-textilnich-vyroby-odevu>

NACE kódy: Výroba sportovních potřeb, ©2019. *CZ-NACE* [online]. [cit. 2019-03-23]. Dostupné z: <http://www.nace.cz/3230-vyroba-sportovnich-potreb>

NÝVLTOVÁ, Romana a Pavel MARINIČ, 2010. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. Praha: Grada, 204 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-3158-2.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 3. vyd. Praha: Linde, 2012, 333 s. ISBN 978-80-7201-872-7.

PETŘÍK, Tomáš, 2009. *Ekonomické a finanční řízení firmy: manažerské účetnictví v pra-xi*. 2., výrazně rozš. a aktualiz. vyd. Praha: Grada, 735 s. ISBN 978-80-247-3024-0.

PRATT, Shannon P a Roger J GRABOWSKI, 2010. *Cost of capital: applications and examples*. 4th ed. Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons. ISBN 9780470476055.

SABOLOVIČ, Mojmir, 2008. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Brno: Rašínova vysoká škola. ISBN 978-80-87001-13-4.

SYNEK, Miloslav a Eva KISLINGEROVÁ, 2015. *Podniková ekonomika*. 6., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck. ISBN 9788074002748.

VÁCHAL, Jan a Marek VOCHOZKA, 2013. *Podnikové řízení*. Praha: Grada, 685 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4642-5.

VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ, 2012. *Podniková ekonomika*. Praha: Grada, 570 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1.

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CF	Cash flow
CZ	Cizí zdroje
CZ-NACE	Klasifikace ekonomických činností
ČKV	Čisté kapitalizované výnosy
ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
DFM	Dlouhodobý finanční majetek
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DM	Dlouhodobý majetek
EAT	Výsledek hospodaření za účetní období
EBIT	Zisk před úroky a zdaněním
EBT	Zisk před zdaněním
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FCF	Volné peněžní toky
FCFE	Volné peněžní toky pro vlastníky
FCFF	Volné peněžní toky pro vlastníky i věřitele
g	Tempo růstu
HDP	Hrubý domácí produkt
IDW S	Německé oceňovací standardy
IFRS	Mezinárodní standardy účetního výkaznictví
i_k	Diskontní míra
IVSC	Mezinárodní oceňovací standardy
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření

MF ČR	Ministerstvo financí České republiky
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MVA	Tržní přidaná hodnota
N_{ck}	Náklady na cizí kapitál
NOA	Čistá operativní aktiva
NOPAT	Čistý provozní zisk po zranění
N_{vk}	Náklady na vlastní kapitál
OA	Oběžná aktiva
PEST	Analýza politických, ekonomických, sociálních a technologických vlivů
PH	Pokračující hodnota
ROA	Rentabilita celkového kapitálu
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
S+R	Stanislav a Radim
SWOT	Analýza silných a slabých stránek, příležitostí a hrozeb
UVH	Upravený výsledek hospodaření
VH	Výsledek hospodaření
VH BO	Výsledek hospodaření za minulé období
VH MO	Výsledek hospodaření za běžné období
VK	Vlastní kapitál
WACC	Průměrné vážené náklady na kapitál

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1 Výpočet FCF (Mařík, 2018, s. 199).....	26
Tabulka 2 SWOT analýza (vlastní zpracování)	43
Tabulka 3 Predikce HDP v běžných cenách (Makroekonomická predikce, mfer.cz) 46	
Tabulka 4 Predikce CZ-NACE 13.9 a 32.3 (mfer.cz, mpo.cz, vlastní zpracování)...48	
Tabulka 5 Tržní podíly firmy k odvětvím (justice.cz, mpo.cz, vlastní zpracování) ...49	
Tabulka 6 Predikce tržeb firmy JUREK S+R (justice.cz, mpo.cz, vl. zpracování)50	
Tabulka 7 Odhad provozně nutných peněžních prostředků (justice.cz, vlastní zp.)...61	
Tabulka 8 Vyčíslení provozně nenutných aktiv (justice.cz, vlastní zpracování).....62	
Tabulka 9 Investovaný kapitál provozně nutný (justice.cz, Mařík, vlastní zprac.)62	
Tabulka 10 Korigovaný výsledek hospodaření (justice.cz, Mařík, vlastní zprac.).....63	
Tabulka 11 Vývoj tržeb v letech 2008-2017 (justice.cz, vlastní zpracování).....64	
Tabulka 12 Predikce tržeb (vlastní zpracování)	64
Tabulka 13 Vývoj provozní marže (justice.cz, vlastní zpracování)	65
Tabulka 14 Prognóza provozní ziskové marže	65
Tabulka 15 Predikce upraveného provozního kapitálu (vlastní zpracování).....66	
Tabulka 16 Plán výkazu zisku a ztrát (vlastní zpracování)	67
Tabulka 17 Plán rozvahy (vlastní zpracování)	68
Tabulka 18 Metoda CAPM (vlastní zpracování dle Damodarana).....	71
Tabulka 19 Stavebnicová metoda INFA (vlastní zpracování).....	72
Tabulka 20 Stavebnicová metoda dle MPO (mpo.cz, vlastní zpracování).....	73
Tabulka 21 Náklady na vlastní kapitál dle rentability (vlastní zpracování)	73
Tabulka 22 Stanovení WACC (vlastní zpracování)	74
Tabulka 23 Investovaný kapitál provozně nutný (vlastní zpracování).....	74
Tabulka 24 Volné peněžní toky a hodnota první fáze (Mařík, vlastní zpracování)....75	
Tabulka 25 Gordonův vzorec (vlastní zpracování).....	76
Tabulka 26 Parametrický vzorec (vlastní zpracování)	76
Tabulka 27 DCF entity (Mařík, vlastní zpracování).....	77
Tabulka 28 Diskontovaná EVA a hodnota první fáze (Mařík, vlastní zpracování) ...78	
Tabulka 29 Stanovení pokračující hodnoty (vlastní zpracování)	78
Tabulka 30 Metoda ekonomické přidané hodnoty (Mařík, vlastní zpracování).....	79
Tabulka 31 Upravený výsledek hospodaření (Mařík, vlastní zpracování)	80
Tabulka 32 Metoda čistých kapitalizovaných výnosů (Mařík, vlastní zpracování) ...80	

Tabulka 33 Výsledky použitých metod ocenění (vlastní zpracování).....	81
Tabulka 34 Analýza citlivosti hodnoty VK na změnu diskontní míry a tempa růstu (vlastní zpracování)	82

SEZNAM GRAFŮ

Graf 1 Vývoj HDP a CZ-NACE 13.9 (mfcr.cz, mpo.cz, vlastní zpracování)	46
Graf 2 Bodový graf HDP a CZ-NACE 13.9 (mfcr.cz, mpo.cz, vlastní zpracování) ..	47
Graf 3 Vývoj HDP a CZ-NACE 32.3 (mfcr.cz, mpo.cz, vlastní zpracování)	47
Graf 4 Bodový graf HDP a CZ-NACE 32.3 (mfcr.cz, mpo.cz, vlastní zpracování) ..	48
Graf 5 Tržní podíly a mocinná spojnice trendů (justice.cz, mpo.cz, vl. zprac.)	49
Graf 6 Vývoj struktury aktiv analyzované firmy (vlastní zpracování)	52
Graf 7 Vývoj struktury pasiv analyzované firmy (vlastní zpracování)	53
Graf 8 Vývoj nákladů, výnosů a výsledku hospodaření (vlastní zpracování)	54
Graf 9 Vývoj struktury čistého pracovního kapitálu (vlastní zpracování)	55
Graf 10 Vývoj okamžité, pohotové a běžné likvidity (vlastní zpracování)	56
Graf 11 Vývoj rentability tržeb, aktiv a vlastního kapitálu (vlastní zpracování)	56
Graf 12 Vývoj obratu aktiv a zásob (vlastní zpracování)	56
Graf 13 Doba obratu pohledávek a závazků (vlastní zpracování)	57
Graf 14 Celková zadluženost a kvóta vlastního kapitálu (vlastní zpracování)	58
Graf 15 Z-skóre 2 varianty (vlastní zpracování)	59
Graf 16 Spider graf srovnávající firmu JUREK S+R s CZ-NACE 32.3 a 13.9	60

SEZNAM PŘÍLOH

PŘÍLOHA P 1: REGRESE HDP A CZ-NACE 13.9.....	96
PŘÍLOHA P 2: REGRESE HDP A CZ-NACE 32.3.....	97
PŘÍLOHA P 3 ROZVAHA JUREK S+R 2008 – 2017.....	98
PŘÍLOHA P 4 VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT JUREK S+R 2008 – 2017.....	99
PŘÍLOHA P 5 HORIZONTÁLNÍ A VERTIKÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY	100
PŘÍLOHA P 6 HORIZONTÁLNÍ A VERTIKÁLNÍ ANALÝZA VZZ.....	101
PŘÍLOHA P 7 ANALÝZA ROZDÍLOVÝCH UKAZATELŮ: ČPK.....	102
PŘÍLOHA P 8 ANALÝHY POMĚROVÝCH UKAZATELŮ: LIKVIDITA	102
PŘÍLOHA P 9 ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ: RENTABILITA	102
PŘÍLOHA P 10 ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ: AKTIVITA	103
PŘÍLOHA P 11 ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ: ZADLUŽENOST	103
PŘÍLOHA P 12 ANALÝZA SOUHRNNÝMI UKAZATELI: Z-SKÓRE.....	104
PŘÍLOHA P 13 ANALÝZA SOUHRNNÝMI UKAZATELI: SPIDER.....	105
PŘÍLOHA P 14 ABSOLUTNÍ UKAZATELE FINANČNÍHO PLÁNU	106
PŘÍLOHA P 15 ROZDÍLOVÉ UKAZATELE FINANČNÍHO PLÁNU	107
PŘÍLOHA P 16 POMĚROVÉ UKAZATELE FINANČNÍHO PLÁNU	108
PŘÍLOHA P 17 SOUHRNNÉ UKAZATELE FINANČNÍHO PLÁNU	109

PŘÍLOHA P 1: REGRESE HDP A CZ-NACE 13.9

VÝSLEDEK

<i>Regresní statistika</i>	
Násobné R	0,942656163
Hodnota spolehlivosti R	0,888600642
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,874675723
Chyba stř. hodnoty	2026646,063
Pozorování	10

ANOVA

	<i>Rozdíl</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Významnost F</i>
Regrese	1	2,6E+14	2,62102E+14	63,8137	4,41288E-05
Rezidua	8	3,3E+13	4,10729E+12		
Celkem	9	2,9E+14			

	<i>Koeficienty</i>	<i>Chyba stř. hodnoty</i>	<i>t Stat</i>	<i>Hodnota P</i>	<i>Dolní 95%</i>	<i>Horní 95%</i>	<i>Dolní 95,0%</i>	<i>Horní 95,0%</i>
Hranice	-26534992,14	7476082	-3,549318186	0,00752	-43774867,07	-9295117	-43774867,07	-9295117
Soubor X 1	13,89135597	1,73895	7,988347741	4,4E-05	9,881324689	17,9014	9,881324689	17,90139

PŘÍLOHA P 2: REGRESE HDP A CZ-NACE 32.3

VÝSLEDEK

<i>Regresní statistika</i>	
Násobné R	0,858674
Hodnota spolehlivosti R	0,737321
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,704486
Chyba stř. hodnoty	201873,6
Pozorování	10

ANOVA

	<i>Rozdíl</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Významnost F</i>
Regrese	1	9,15E+11	9,15E+11	22,45539	0,001466
Rezidua	8	3,26E+11	4,08E+10		
Celkem	9	1,24E+12			

	<i>Koeficienty</i>	<i>Chyba stř. hodnoty</i>	<i>t Stat</i>	<i>Hodnota P</i>	<i>Dolní 95%</i>	<i>Horní 95%</i>	<i>Dolní 95,0%</i>	<i>Horní 95,0%</i>
Hranice	639311,3	744690,4	0,858493	0,4156	-1077948	2356570	-1077948	2356570
Soubor X 1	0,820823	0,173217	4,738712	0,001466	0,421385	1,220261	0,421385	1,220261

PŘÍLOHA P 3 ROZVAHA JUREK S+R 2008 – 2017

AKTIVA (v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
AKTIVA CELKEM	21 089	25 530	28 046	29 829	30 574	31 493	33 237	34 791	37 086	38 047
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý majetek	6 354	6 232	6 178	6 061	8 864	13 316	13 042	13 077	12 802	12 677
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	6 354	6 232	6 178	6 061	8 864	13 316	13 042	12 582	12 307	12 182
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	495	495	495
Oběžná aktiva	14 735	19 288	21 236	22 783	21 126	18 166	20 173	21 708	24 205	25 322
Zásoby	9 092	7 864	9 234	11 590	9 226	8 549	8 490	9 189	13 738	11 903
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	631	2 523	514	1 114	767	287	109	87	126	78
Peněžní prostředky	5 012	8 901	11 488	10 079	11 133	9 330	11 574	12 432	10 341	13 341
Časové rozlišení	0	10	632	985	584	11	22	6	79	48

PASIVA (v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PASIVA CELKEM	21 089	25 530	28 046	29 829	30 574	31 493	33 237	34 791	37 086	38 047
Vlastní kapitál	18 408	22 830	25 668	26 999	28 458	29 655	31 493	33 658	35 351	37 249
Základní kapitál	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fondy ze zisku	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Výsledek hospodaření minulých let	13 275	18 298	22 721	25 558	26 889	28 349	29 545	31 383	33 548	35 240
Výsledek hospodaření běžné účetní období	5 023	4 422	2 837	1 331	1 459	1 196	1 838	2 165	1 693	1 899
Rozhodnuto o zálohách na výplatu podílu na zisku	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
Cizí zdroje	2 681	2 700	2 378	2 830	2 116	1 833	1 744	1 087	1 708	771
Rezervy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	1 660	1 600	1 350	1 350	1 190	1 190	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	1 021	1 100	1 028	1 480	926	643	1 744	1 087	1 708	771
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	0	0	0	0	0	5	0	46	27	27

PŘÍLOHA P 4 VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT JUREK S+R 2008 – 2017

Výkaz zisku a ztrát (v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	17 328	13 738	11 895	13 428	9 772	9 274	10 032	11 856	12 100	12 874
Tržby za prodej zboží	5 132	4 336	4 108	3 597	3 194	2 367	2 626	2 624	2 434	2 170
Výkonová spotřeba	12 115	8 942	8 831	12 225	7 444	7 313	7 475	8 887	11 548	9 122
Náklady vynaložené na prodané zboží	2 298	2 205	2 341	2 052	1 757	1 349	1 567	1 693	1 672	1 533
Spotřeba materiálu a energie	9 817	6 737	6 490	10 173	5 687	5 964	5 908	5 771	8 713	6 658
Osobní náklady	3 667	3 574	3 579	3 694	3 373	2 925	2 689	2 915	3 061	3 568
Úpravy hodnot v provozní oblasti	143	133	122	122	122	198	275	275	275	275
Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	143	133	122	122	122	198	275	275	275	275
Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - trvalé	143	133	122	122	122	198	275	275	275	275
Ostatní provozní výnosy	108	163	164	720	165	165	282	685	346	294
Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	104	163	158	154	157	165	222	360	0	0
Tržby z prodaného materiálu	0	0	0	0	0	0	0	199	244	294
Jiné provozní výnosy	4	0	6	566	8	0	60	126	102	0
Ostatní provozní náklady	206	193	217	143	438	142	160	344	241	243
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	63	48	50	48	52	57	76	186	0	0
Prodáný materiál	0	0	0	0	0	0	0	79	150	145
Daně a poplatky	10	8	8	8	8	7	11	12	25	10
Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	315	0	-315	0	0	0
Jiné provozní náklady	133	137	159	87	63	78	388	67	66	88
Provozní výsledek hospodaření	6 437	5 395	3 418	1 561	1 754	1 228	2 341	2 463	2 093	2 143

Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	10	33	34	7	2	2	6	20	23	23
Ostatní výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	10	33	34	7	2	2	6	20	23	23
Náklady související s ostatním dlouhodobým finančním majetkem	39	22	10	6	3	13	8	0	0	0
Výnosové úroky a podobné výnosy	17	52	97	75	49	33	24	17	6	8
Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	17	52	97	75	49	33	24	17	6	8
Ostatní finanční výnosy	72	57	2	29	87	148	227	306	148	409
Ostatní finanční náklady	233	66	117	73	138	55	431	239	280	317
Finanční výsledek hospodaření	-173	54	6	32	-3	115	-182	104	-103	123
Výsledek hospodaření před zdaněním	6 264	5 449	3 424	1 593	1 751	1 343	2 159	2 567	1 990	2 266
Daň z příjmů	1 241	1 027	587	262	292	147	321	402	297	367
Daň z příjmů splatná	1 241	1 027	587	262	292	147	321	402	297	367
Daň z příjmů odložená										
Výsledek hospodaření po zdanění	5 023	4 422	2 837	1 331	1 459	1 196	1 838	2 165	1 693	1 899
Převod podílu na výsledku hospodaření společníků										
Výsledek hospodaření za účetní období	5 023	4 422	2 837	1 331	1 459	1 196	1 838	2 165	1 693	1 899
Čistý obrát za účetní období	22 667	18 379	16 300	17 856	13 269	11 989	13 197	15 508	15 057	15 778

PŘÍLOHA P 7 ANALÝZA ROZDÍLOVÝCH UKAZATELŮ: ČPK

Položka	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Zásoby	9 092	7 864	9 234	11 590	9 226	8 549	8 490	9 189	13 738	11 903
Krátkodobé pohledávky	631	2 523	514	1 114	767	287	109	87	126	78
Peněžní prostředky	5 012	8 901	11 488	10 079	11 133	9 330	11 574	12 432	10 341	13 341
Oběžná aktiva	14 735	19 288	21 236	22 783	21 126	18 166	20 173	21 708	24 205	25 322
Krátkodobé závazky	1 021	1 100	1 028	1 480	926	643	1 744	1 087	1 708	771
Čistý pracovní kapitál	13 714	18 188	20 208	21 303	20 200	17 523	18 429	20 621	22 497	24 551

PŘÍLOHA P 8 ANALÝHY POMĚROVÝCH UKAZATELŮ: LIKVIDITA

Ukazatel (v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Peněžní prostředky	5 012	8 901	11 488	10 079	11 133	9 330	11 574	12 432	10 341	13 341
Krátkodobé závazky	1 021	1 100	1 028	1 480	926	643	1 744	1 087	1 708	771
Okamžitá likvidita	4,909	8,092	11,175	6,810	12,023	14,510	6,636	11,437	6,054	17,304

Ukazatel (v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
OA - zásoby	5 643	11 424	12 002	11 193	11 900	9 617	11 683	12 519	10 467	13 419
Krátkodobé závazky	1 021	1 100	1 028	1 480	926	643	1 744	1 087	1 708	771
Pohotová likvidita	5,527	10,385	11,675	7,563	12,851	14,956	6,699	11,517	6,128	17,405

Ukazatel (v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Oběžná aktiva	14 735	19 288	21 236	22 783	21 126	18 166	20 173	21 708	24 205	25 322
Krátkodobé závazky	1 021	1 100	1 028	1 480	926	643	1 744	1 087	1 708	771
Běžná likvidita	14,432	17,535	20,658	15,394	22,814	28,252	11,567	19,971	14,172	32,843

PŘÍLOHA P 9 ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ: RENTABILITA

Ukazatel (v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EBIT	6 264	5 449	3 424	1 593	1 751	1 343	2 159	2 567	1 990	2 266
Tržby	22 460	18 074	16 003	17 025	12 966	11 641	12 658	14 480	14 534	15 044
ROS	27,89%	30,15%	21,40%	9,36%	13,50%	11,54%	17,06%	17,73%	13,69%	15,06%

Ukazatel (v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EBIT	6 264	5 449	3 424	1 593	1 751	1 343	2 159	2 567	1 990	2 266
Aktiva	21 089	25 530	28 046	29 829	30 574	31 493	33 237	34 791	37 086	38 047
ROA	29,70%	21,34%	12,21%	5,34%	5,73%	4,26%	6,50%	7,38%	5,37%	5,96%

Ukazatel (v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EAT	5 023	4 422	2 837	1 331	1 459	1 196	1 838	2 165	1 693	1 899
Vlastní kapitál	18 408	22 830	25 668	26 999	28 458	29 655	31 493	33 658	35 351	37 249
ROE	27,29%	19,37%	11,05%	4,93%	5,13%	4,03%	5,84%	6,43%	4,79%	5,10%

PŘÍLOHA P 10 ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ: AKTIVITA

Ukazatel	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Obrat aktiv	1,07	0,71	0,57	0,57	0,42	0,37	0,38	0,42	0,39	0,40
Obrat pohledávek	36	7	31	15	17	41	116	166	115	193
Obrat závazků	8	7	7	6	6	6	7	13	9	20
Obrat zásob	2,47	2,30	1,73	1,47	1,41	1,36	1,49	1,58	1,06	1,26
Doba obratu aktiv	338	509	631	631	849	974	945	865	919	910
Doba obratu pohledávek	10	50	12	24	21	9	3	2	3	2
Doba obratu závazků	43	54	53	60	59	57	50	27	42	18
Doba obratu zásob	146	157	208	245	256	264	241	228	340	285

PŘÍLOHA P 11 ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ: ZADLUŽENOST

Ukazatel (v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Cizí zdroje	2 681	2 700	2 378	2 830	2 116	1 833	1 744	1 087	1 708	771
Aktiva	21 089	25 530	28 046	29 829	30 574	31 493	33 237	34 791	37 086	38 047
Celková zadluženost	12,7%	10,6%	8,5%	9,5%	6,9%	5,8%	5,2%	3,1%	4,6%	2,0%

Ukazatel (v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Vlastní kapitál	18 408	22 830	25 668	26 999	28 458	29 655	31 493	33 658	35 351	37 249
Aktiva	21 089	25 530	28 046	29 829	30 574	31 493	33 237	34 791	37 086	38 047
Kvóta vlastního kapitálu	87,3%	89,4%	91,5%	90,5%	93,1%	94,2%	94,8%	96,7%	95,3%	97,9%

Ukazatel (v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Cizí zdroje	2 681	2 700	2 378	2 830	2 116	1 833	1 744	1 087	1 708	771
Vlastní kapitál	18 408	22 830	25 668	26 999	28 458	29 655	31 493	33 658	35 351	37 249
Míra zadluženosti	0,146	0,118	0,093	0,105	0,074	0,062	0,055	0,032	0,048	0,021

Ukazatel (v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Vlastní kapitál	18 408	22 830	25 668	26 999	28 458	29 655	31 493	33 658	35 351	37 249
Cizí zdroje	2 681	2 700	2 378	2 830	2 116	1 833	1 744	1 087	1 708	771
Míra finanční samostatnosti	6,866	8,456	10,794	9,540	13,449	16,178	18,058	30,964	20,697	48,313

Ukazatel (v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Aktiva	21 089	25 530	28 046	29 829	30 574	31 493	33 237	34 791	37 086	38 047
Vlastní kapitál	18 408	22 830	25 668	26 999	28 458	29 655	31 493	33 658	35 351	37 249
Finanční páka	1,146	1,118	1,093	1,105	1,074	1,062	1,055	1,034	1,049	1,021

PŘÍLOHA P 12 ANALÝZA SOUHRNNÝMI UKAZATELI: Z-SKÓRE

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1,2 * x ₁	0,780	0,855	0,865	0,857	0,793	0,668	0,665	0,711	0,728	0,774
1,4 * x ₂	1,297	1,302	1,305	1,274	1,311	1,320	1,335	1,366	1,342	1,380
3,3 * x ₃	0,786	0,572	0,334	0,147	0,157	0,125	0,182	0,205	0,151	0,165
0,6 * x ₄	4,120	5,073	6,476	5,724	8,069	9,707	10,835	18,578	12,418	28,988
1 * x ₅	1,065	0,708	0,571	0,571	0,424	0,370	0,381	0,416	0,392	0,395
Z-skóre Tržní VK = VK	8,048	8,510	9,551	8,573	10,755	12,190	13,399	21,277	15,030	31,702

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1,2 * x ₁	0,780	0,855	0,865	0,857	0,793	0,668	0,665	0,711	0,728	0,774
1,4 * x ₂	1,297	1,302	1,305	1,274	1,311	1,320	1,335	1,366	1,342	1,380
3,3 * x ₃	0,786	0,572	0,334	0,147	0,157	0,125	0,182	0,205	0,151	0,165
0,6 * x ₄	-1,342	4,321	3,264	-1,494	1,494	-2,951	3,860	2,368	-3,673	11,673
1 * x ₅	1,065	0,708	0,571	0,571	0,424	0,370	0,381	0,416	0,392	0,395
Z-skóre Tržní VK = 5*CF	2,587	7,758	6,338	1,356	4,180	-0,468	6,424	5,067	-1,061	14,388

PŘÍLOHA P 13 ANALÝZA SOUHRNNÝMI UKAZATELI: SPIDER

Ukazatel		2017		
		JUREK S+R	CZ NACE 32.3	CZ NACE 13.9
A. 1	ROS	15,69%	7,30%	5,26%
A. 2	ROA	5,62%	10,49%	5,89%
A. 3	ROE	4,79%	14,42%	9,72%
B. 1	Okamžitá	6,64	0,45	0,36
B. 2	Pohotová	6,70	1,20	1,33
B. 3	Běžná	11,57	1,84	2,24
C. 1	Celková zadluženost	2,03%	42,54%	52,03%
C. 2	Míra zadluženosti	0,02	0,75	1,09
C. 3	Finanční páka	1,02	1,76	2,01
D. 1	Obrat aktiv	0,40	1,44	1,12
D. 2	Obrat zásob	1,26	7,58	5,98

Ukazatel		2017		
		100%	Δ k CZ-NACE 32.3	Δ k CZ-NACE 13.9
A. 1	ROS	100%	215%	298%
A. 2	ROA	100%	54%	95%
A. 3	ROE	100%	33%	49%
B. 1	Okamžitá	100%	1485%	1847%
B. 2	Pohotová	100%	558%	504%
B. 3	Běžná	100%	627%	517%
C. 1	Celková zadluženost	100%	5%	4%
C. 2	Míra zadluženosti	100%	3%	2%
C. 3	Finanční páka	100%	58%	51%
D. 1	Obrat aktiv	100%	28%	35%
D. 2	Obrat zásob	100%	17%	21%

PŘÍLOHA P 14 ABSOLUTNÍ UKAZATELE FINANČNÍHO PLÁNU

AKTIVA	2018	2019	2020	2021
DM	14%	-2%	-2%	-2%
DHM	-2%	-2%	-2%	-2%
DFM	404%	0%	0%	0%
OA	-2%	10%	9%	9%
Zásoby	-2%	3%	3%	3%
Krátkodobé pohledávky	11%	-6%	-7%	-7%
Peněžní prostředky	-2%	16%	14%	13%
AKTIVA	5%	6%	5%	5%

AKTIVA	2018	2019	2020	2021
DM	36%	34%	31%	29%
DHM	30%	28%	26%	24%
DFM	6%	6%	6%	5%
OA	62%	64%	67%	69%
Zásoby	29%	28%	28%	27%
Krátkodobé pohledávky	0%	0%	0%	0%
Peněžní prostředky	33%	36%	39%	42%
AKTIVA	100%	100%	100%	100%

PASIVA	2018	2019	2020	2021
VK	5%	6%	5%	5%
ZK	0%	0%	0%	0%
VH MO	5%	6%	5%	5%
VH BO	2%	8%	3%	3%
CZ	-3%	3%	3%	3%
Rezervy	x	x	x	x
Dlouhodobé závazky	x	x	x	x
Krátkodobé závazky	-3%	3%	3%	3%
PASIVA	5%	6%	5%	5%

PASIVA	2018	2019	2020	2021
VK	98%	98%	98%	98%
ZK	0%	0%	0%	0%
VH MO	93%	93%	93%	93%
VH BO	5%	5%	5%	5%
CZ	2%	2%	2%	2%
Rezervy	0%	0%	0%	0%
Dlouhodobé závazky	0%	0%	0%	0%
Krátkodobé závazky	2%	2%	2%	2%
PASIVA	100%	100%	100%	100%

VÝNOSY	2018	2019	2020	2021
Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	2,2%	3,3%	2,6%	2,7%
Tržby za prodej zboží	2,2%	3,3%	2,6%	2,7%
Ostatní provozní výnosy	2,2%	3,3%	2,6%	2,7%
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0,0%	404,0%	0,0%	0,0%
Výnosové úroky a podobné výnosy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ostatní finanční výnosy	2,2%	3,3%	2,6%	2,7%
VÝNOSY	2,2%	3,8%	2,6%	2,7%

VÝNOSY	2018	2019	2020	2021
Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	81,6%	81,1%	81,2%	81,2%
Tržby za prodej zboží	13,8%	13,7%	13,7%	13,7%
Ostatní provozní výnosy	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0,1%	0,7%	0,7%	0,7%
Výnosové úroky a podobné výnosy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ostatní finanční výnosy	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
VÝNOSY	100%	100%	100%	100%

NÁKLADY	2018	2019	2020	2021
Výkonová spotřeba	2,2%	3,3%	2,6%	2,7%
Osobní náklady	2,2%	3,3%	2,6%	2,7%
Úpravy hodnot v provozní oblasti	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ostatní provozní náklady	2,2%	3,3%	2,6%	2,7%
Ostatní finanční náklady	2,2%	3,3%	2,6%	2,7%
Daň z příjmů	1,8%	7,6%	2,8%	2,8%
NÁKLADY	2,2%	3,3%	2,6%	2,6%

NÁKLADY	2018	2019	2020	2021
Výkonová spotřeba	57,8%	57,5%	57,5%	57,5%
Osobní náklady	22,6%	22,5%	22,5%	22,5%
Úpravy hodnot v provozní oblasti	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%
Ostatní provozní náklady	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Ostatní finanční náklady	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Daň z příjmů	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%
NÁKLADY	100%	100%	100%	100%

PŘÍLOHA P 15 ROZDÍLOVÉ UKAZATELE FINANČNÍHO PLÁNU

Položka	2018	2019	2020	2021
Oběžná aktiva	24 744	27 218	29 661	32 198
Krátkodobé závazky	750	774	795	816
Čistý pracovní kapitál	23 994	26 444	28 867	31 382

PŘÍLOHA P 16 POMĚROVÉ UKAZATELE FINANČNÍHO PLÁNU

Ukazatel (v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021
Peněžní prostředky	13 049	15 149	17 281	19 492
Krátkodobé závazky	750	774	795	816
Okamžitá likvidita	17,409	19,570	21,749	23,891

Ukazatel (v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021
OA - zásoby	13 136	15 230	17 356	19 562
Krátkodobé závazky	750	774	795	816
Pohotová likvidita	17,524	19,674	21,844	23,977

Ukazatel (v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021
Oběžná aktiva	24 744	27 218	29 661	32 198
Krátkodobé závazky	750	774	795	816
Běžná likvidita	33,011	35,161	37,330	39,463

Ukazatel (v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021
EBIT	2 307	2 484	2 553	2 626
Tržby	15 370	15 873	16 293	16 730
ROS	15,01%	15,65%	15,67%	15,69%

Ukazatel (v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021
EBIT	2 307	2 484	2 553	2 626
Aktiva	39 994	42 247	44 466	46 749
ROA	5,77%	5,88%	5,74%	5,62%

Ukazatel (v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021
EAT	1 934	2 081	2 140	2 201
Vlastní kapitál	39 217	41 446	43 644	45 906
ROE	4,93%	5,02%	4,90%	4,79%

Ukazatel (v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021
Obrat aktiv	0,38	0,38	0,37	0,36
Obrat pohledávek	178	196	215	238
Obrat závazků	21	21	21	21
Obrat zásob	1,32	1,32	1,32	1,32
Doba obratu aktiv	937	958	982	1 006
Doba obratu pohledávek	2	2	2	2
Doba obratu závazků	18	18	18	18
Doba obratu zásob	272	272	272	272

Ukazatel (v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021
Cizí zdroje	750	774	795	816
Aktiva	39 994	42 247	44 466	46 749
Celková zadluženost	1,9%	1,8%	1,8%	1,7%

Ukazatel (v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021
Vlastní kapitál	39 217	41 446	43 644	45 906
Aktiva	39 994	42 247	44 466	46 749
Kvóta vlastního kapitálu	98,1%	98,1%	98,2%	98,2%

Ukazatel (v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021
Cizí zdroje	750	774	795	816
Vlastní kapitál	39 217	41 446	43 644	45 906
Míra zadluženosti	0,019	0,019	0,018	0,018

Ukazatel (v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021
Vlastní kapitál	39 217	41 446	43 644	45 906
Cizí zdroje	750	774	795	816
Míra finanční samostatnosti	52,319	53,541	54,929	56,265

Ukazatel (v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021
Aktiva	39 994	42 247	44 466	46 749
Vlastní kapitál	39 217	41 446	43 644	45 906
Finanční páka	1,020	1,019	1,019	1,018

PŘÍLOHA P 17 SOUHRNNÉ UKAZATELE FINANČNÍHO PLÁNU

	2018	2019	2020	2021
1,2 * x ₁	0,720	0,751	0,779	0,806
1,4 * x ₂	1,369	1,370	1,371	1,371
3,3 * x ₃	0,190	0,194	0,189	0,185
0,6 * x ₄	31,391	32,124	32,957	33,759
1 * x ₅	0,384	0,376	0,366	0,358
Z-skóre Tržní VK = VK	34,055	34,815	35,663	36,479

	2018	2019	2020	2021
1,2 * x ₁	0,720	0,751	0,779	0,806
1,4 * x ₂	1,369	1,370	1,371	1,371
3,3 * x ₃	0,190	0,194	0,189	0,185
0,6 * x ₄	-1,168	8,137	8,048	8,132
1 * x ₅	0,384	0,376	0,366	0,358
Z-skóre Tržní VK = 5*CF	1,496	10,828	10,754	10,852