

ŠKODA AUTO VYSOKÁ ŠKOLA o.p.s.

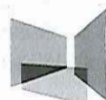
Studijní program: N6208 Ekonomika a management

Studijní obor/specializace: 6208T138 Globální podnikání a finanční řízení podniku

Ocenění podniku Budějovický Budvar, n. p. Diplomová práce

Bc. David Venci

Vedoucí práce: prof. Ing. Jiří Strouhal, Ph.D



ŠKODA AUTO Vysoká škola

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Zpracovatel: **Bc. David Vencí**

Studijní program: **Ekonomika a management**

Obor: **Globální podnikání a finanční řízení podniku**

Název tématu: **Ocenění podniku Budějovický Budvar, n.p.**

Cíl: Cílem diplomové práce je ocenění společnosti Budějovický Budvar, národní podnik a určení její tržní hodnoty pro případ potencionálního prodeje společnosti. Ocenění společnosti bude vytvořeno na základě dostupných finančních a statistických dat.

Rámcový obsah:

1. Úvod
2. Teoretická část
 - Definice základních pojmů týkajících se podniku jako předmětu ocenění
 - Popis a rozbor jednotlivých metod oceňování
 - Finanční plánování, strategická analýza
3. Praktická část
 - Popis vybrané obchodní korporace
 - Vypracování finanční a strategické analýzy
 - Analýza atraktivity odvětví
 - Výběr a aplikace metody oceňování
 - Doporučení autora
4. Závěr

Rozsah práce: 55 – 65 stran

Seznam odborné literatury:

1. KRABEC, T. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada Publishing, 2009. 264 s. ISBN 978-80-247-2865-0.
2. MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění, základní metody a postupy*. Praha: Ekopress, 2018. 552 s. ISBN 978-80-87865-38-5.
3. PALEPU, K G. – PEEK, E. – HEALY, P M. *Business Analysis and Valuation.: Text and Cases. IFRS Edition*. 2. vyd. Andover: South-Western Cengage Learning, 2010. ISBN 978-1-4080-1749-4.
4. WAHLEN, J M. – BAGINSKI, S P. *Financial Reporting, Financial Statement Analysis, and Valuation.: A Strategic Perspective*. USA: South-Western Cengage Learning, 2011. ISBN 978-0-324-78941-6.
5. *International Valuation Standards 2013*. London: IVSC, 2013. ISBN 978-0-9569313-6-8.
6. VOMÁČKOVÁ, R. *Analýza finanční výkonnosti společnosti PIVOVAR SVIJANY, a.s.: Diplomová práce*. Závěrečná práce. ŠAVŠ Mladá Boleslav, 2012.
7. VACEK, T. *Business plán mimipivovaru.: Bakalářská práce*. Bakalářská práce. ŠAVŠ o.p.s. Mladá Boleslav, 2015.

Datum zadání diplomové práce: červen 2019

Termín odevzdání diplomové práce: květen 2020

L. S.


prof. Ing. Jiří Strouhal, Ph.D.
Vedoucí práce


doc. Ing. Jiřina Bokšová, Ph.D.
Vedoucí katedry


Mgr. Petr Šulc
Prorektor ŠAVŠ


Bc. David Vencel
Autor práce

Prohlašuji, že jsem závěrečnou práci vypracoval samostatně a použité zdroje uvádím v seznamu literatury. Prohlašuji, že jsem se při vypracování řídil vnitřním předpisem ŠKODA AUTO VYSOKÉ ŠKOLY o.p.s. (dále jen ŠAVŠ) směrnici OS.17.10 Vypracování závěrečné práce.

Jsem si vědom, že se na tuto závěrečnou práci vztahuje zákon č. 121/2000 Sb., autorský zákon, že se jedná ve smyslu § 60 o školní dílo a že podle § 35 odst. 3 je ŠAVŠ oprávněna mou práci využít k výuce nebo k vlastní vnitřní potřebě. Souhlasím, aby moje práce byla zveřejněna podle § 47b zákona č. 111/1998 Sb., o vysokých školách.

Beru na vědomí, že ŠAVŠ má právo na uzavření licenční smlouvy k této práci za obvyklých podmínek. Užiji-li tuto práci, nebo poskytnu-li licenci k jejímu využití, mám povinnost o této skutečnosti informovat ŠAVŠ. V takovém případě má ŠAVŠ právo ode mne požadovat příspěvek na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložila, a to až do jejich skutečné výše.

V Mladé Boleslavi dne 11. května 2020



Děkuji vedoucímu mé práce prof. Ing. Jiřímu Strouhalovi, Ph.D za cenné podněty a připomínky, stejně jako za čas, který mi věnoval při vedení mé diplomové práce.

Obsah

Úvod	8
1 Teoretická východiska oceňování podniku	10
1.1 Vymezení pojmu podnik.....	10
1.2 Důvody pro ocenění podniku.....	10
1.3 Subjekty vykonávající ocenění podniku	11
1.4 Právní úprava a předpisy pro oceňování podniku	11
1.5 Hodnota podniku	12
1.6 Hladiny hodnoty podniku	13
1.7 Druhy hodnoty podniku	13
1.8 Vliv faktoru času a rizika na ocenění.....	18
2 Obecný postup při oceňování podniku.....	21
2.1 Sběr vstupních dat	22
2.2 Strategická analýza	23
2.3 Finanční analýza	28
2.4 Zhodnocení celkové finanční situace podniku.....	36
2.5 Rozčlenění podnikových aktiv na potřebná a nepotřebná.....	38
2.6 Analýza a prognóza generátorů hodnoty	39
2.7 Sestavení finančního plánu	40
3 Metody oceňování podniku	43
3.1 Výnosové metody.....	44
3.2 Tržní metody	51
3.3 Majetkové metody	51
4 Stanovení hodnoty podniku Budějovický Budvar, n.p.	52
4.1 Představení podniku.....	52
4.2 Strategická analýza	53
4.3 Finanční analýza	69
4.4 Rozčlenění podnikových aktiv na potřebná a nepotřebná.....	80
4.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty	82
4.6 Sestavení finančního plánu	88
4.7 Ocenění podniku	91

Závěr.....	97
Seznam literatury.....	99
Seznam obrázků a tabulek	103
Seznam příloh.....	105

Seznam použitých zkratk a symbolů

CK	Cizí kapitál
CAGR	Složená roční míra růstu
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
DCF	Diskontované cash flow
DFM	Dlouhodobý finanční majetek
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
EAT	Zisk po zdanění
EBIT	Výsledek hospodaření před úroky a zdaněním
EVS	Evropské oceňovací standardy
FCFF	Volné peněžní toky do firmy
IVS	Mezinárodní oceňovací standardy
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
MFCR	Ministerstvo financí České republiky
MVA	Hodnota přidaná trhem
NOA	Čistá operační aktiva
NOPAT	Čistý provozní zisk po zdanění
ROA	Rentabilita celkových aktiv
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
VK	Vlastní kapitál
WACC	Průměrné vážené náklady kapitálu

Úvod

V dnešním globalizovaném světě je stále více běžný prodej společností nebo jejich podílů, spojování podniků (fúze, akvizice) nebo například zajišťování investic a zdrojů pro chod podniku. Ocenění v těchto případech může být důležitým podkladem jak pro vlastníky podniku, tak pro případné zájemce o koupi podniku, investory, banky atd. Z tohoto důvodu ocenění podniků stále více nabývá na své důležitosti.

Cílem této diplomové práce je stanovení hodnoty společnosti Budějovický Budvar, národní podnik pro její potencionální prodej ze státního vlastnictví. Základním podkladem pro ocenění budou veřejně dostupná data o společnosti, zejména z výročních zpráv v jednotlivých letech, jelikož oceňovatel nemá přístup k interním datům.

Struktura diplomové práce je rozdělena na část teoretickou a část praktickou. V rámci teoretické části jsou nejprve popsány základní pojmy související s oceňováním společností, které je nutné definovat pro seznámení s tématem a pro následné další kroky. Dále je rozebrán postup, který je obecně doporučen pro oceňování podniku. Ten zobrazuje postupně jednotlivé kroky, které je vhodné dodržet, včetně doporučených analýz a vzorců pro výpočet. V poslední kapitole teoretické části jsou pak obecně rozebrány tři základní skupiny metod oceňování, z nichž jsou následně vybrány a popsány tři, které jsou v praktické části použity pro ocenění Budějovického Budvaru. Těmito metodami jsou metoda diskontovaných peněžních toků a metoda EVA ze skupiny výnosových metod ocenění. Rovněž bude použita metoda účetní hodnoty na principu historických cen, která však bude mít pouze doplňkovou úlohu.

Praktická část se pak již zabývá samotným stanovením hodnoty Budějovického Budvaru. Nejprve je představen podnik včetně jeho základních obecných údajů. Následuje strategická analýza, ve které je analyzováno mikro a makro prostředí podniku. Jejími hlavními výstupy jsou prognóza vývoje pivovarnického trhu v ČR a v EU, prognóza tržeb a tržního podílu oceňovaného podniku a SWOT analýza. Dále je ve finanční analýze zhodnoceno finanční zdraví oceňovaného podniku na základě dat z roků 2014-2018, která poskytne náhled na finanční situaci v podniku. Následným krokem je pak rozčlenění podnikových aktiv na potřebná a nepotřebná.

To spolu s analýzou a prognózou generátorů hodnoty tvoří důležitý podklad pro finanční plán podniku, který je vytvořen v další kapitole a je založen na předchozích analýzách z praktické části. Posledním krokem je již samotné stanovení tržní hodnoty společnosti Budějovický Budvar k 1. 1. 2019.

1 Teoretická východiska oceňování podniku

1.1 Vymezení pojmu podnik

Na úvod je žádoucí si nejprve objasnit pojem podnik jakožto předmět oceňování. Pojem podnik je v literatuře vysvětlován různými způsoby a jeho definice jsou často odlišné, tudíž je vhodnější použití definice, která je dána v zákonech.

V obchodním zákoníku platném do konce roku 2013 byl podnik popisován v § 5 jako: „*soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit*“ (Česká republika, Obchodní zákoník, § 5).

Obchodní zákoník byl následně v roce 2014 nahrazen zákonem o obchodních korporacích a novým občanským zákoníkem. Nový občanský zákoník zavedl pojem obchodní závod, který je v rámci § 502 definován jako: „*Obchodní závod (dále jen „závod“)* je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu“. Pojem obchodní závod je tedy za účelem ocenění možné považovat za totožný s pojmem podnik. (Česká republika, Občanský zákoník, § 502).

1.2 Důvody pro ocenění podniku

Existuje mnoho důvodů, kdy žadatel potřebuje nechat ocenit firmu a vždy se odvíjí od jeho konkrétní situace a individuálních požadavků. Obecně je ale možné důvody vedoucí k ocenění společnosti shrnout do dvou skupin. První skupina se týká změn v rámci vlastnictví a druhá situací, kdy nejsou prováděny změny ve vlastnictví.

V případě důvodu, kdy dochází ke změnám v rámci vlastnictví, se jedná primárně o koupi nebo prodej podniku. Avšak dalším důvodem v této kategorii může být například fúze nebo rozdělení společností, kdy je ocenění společnosti důležitým podkladem.

Do druhé skupiny důvodů, kdy nejsou prováděny změny ve vlastnictví patří např. změna právní formy podniku nebo při zástavě podílu v korporaci. Dalším důvodem může být i situace, kdy podnik žádá o úvěr nebo hledá nové investory a ocenění může sloužit jako doplňující podklad, který pomůže bance nebo investorům o

rozhodnutí. V neposlední řadě může být o ohodnocení společnosti požádáno v souvislosti se sanací podniku nebo rovněž při vstupování na burzu.

Zde uvedené podněty vedoucí k ocenění podniku jsou ty nejběžnější a v praxi k tomu může vést mnoho dalších důvodů nebo jejich kombinace. Uvedení důvodu vedoucího ke konkrétnímu ocenění společnosti společně s vymezením určované kategorie hodnoty a datu ocenění jsou důležitými náležitostmi každého ocenění. (Mařík a kol., 2018).

1.3 Subjekty vykonávající ocenění podniku

První skupinou osob, která v České republice může vykonávat oceňování společností, jsou znalci. Jejich činnost je regulována na základě Zákona o tlumočnících a znalcích č. 36/1967 Sb. Žadatelé splňující zákonem dané podmínky jsou vybráni a jmenováni ministrem spravedlnosti, popř. osobou jím pověřenou (může být pouze předseda krajského soudu), jsou povinni této osobě složit slib a následně jsou zapsáni do seznamu znalců. Znaleckou činnost mohou také vykonávat i ústavy, kterými jsou buď vysoké školy vykonávající vědeckovýzkumnou činnost v příslušném oboru, nebo právnické osoby zapsané v seznamu znaleckých ústavů. Avšak nově na základě zákona č. 254/2019 Sb. účinného od 01.01.2021 se v případě těchto právnických osob již nebude jednat o znalecký ústav, ale o znaleckou kancelář. (Česká republika, Zákon o znalcích a tlumočnících, Zákon o znalcích, znaleckých kancelářích a znaleckých ústavech).

Druhým subjektem vykonávajícím ocenění jsou odhadci, kteří provádí tuto činnost na základě živnosti a jejich jednání je tudíž regulováno Živnostenským zákonem č. 455/1991 Sb. Zde je definováno, pro jaké typy věcí je oceňování prováděno a jaká je minimální požadovaná odborná způsobilost potřebná pro vykonávání živnosti odhadce. (Česká republika, Živnostenský zákon).

1.4 Právní úprava a předpisy pro oceňování podniku

V současnosti v České republice není v platnosti žádný zákon či předpis, který by cíleně upravoval problematiku týkající se oceňování podniků. Subjekty vykonávající oceňování podniků zpravidla postupují dle obecně platných ekonomických teorií. Avšak i tak zde jsou v platnosti předpisy, které se alespoň částečně týkají a upravují

oceňování podniků a při vykonávání této činnosti je oceňovatel musí brát v potaz. V České republice jsou nejdůležitějšími:

- **Zákon č. 151/1997 Sb. Zákon o oceňování majetku**-neupravuje primárně oceňování podniku jako celku, ale pouze některé jeho majetkové části vstupující do ocenění
- **Metodický pokyn ČNB**-týká se znaleckých posudků předkládaných ČNB, které primárně mají dokládat adekvátnost ceny akcií při nuceném přechodu účastnických cenných papírů

Co se týče nadnárodních standardů, při oceňování podniků je nejvíce využíváno následujících:

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

Jedná se však spíše o rámcová celosvětová nebo celoevropsky uznávaná doporučení, která nemají charakter závazného nařízení. V případě EVS jsou však doporučení zaměřena primárně na oceňování nemovitostí.

Další možností, podle které je možné se řídit při oceňování jsou standardy určitých zemí, které se detailněji zabývají otázkou oceňování podniků. U nás jsou často využívány Americké oceňovací standardy US PAP nebo také Německý standard IDW S1 (Mařík a kol., 2018).

1.5 Hodnota podniku

V oblasti oceňování podniků je možné se setkat s pojem objektivní hodnota podniku a tato hodnota je i často požadována žadatelem o ocenění. S takovýmto druhem hodnoty je možné pracovat např. v klasické ekonomii, avšak již na úvod je nutné podotknout, že v praktickém oceňování podniků objektivní hodnotu podniku určit nelze. Vždy se do hodnoty podniku budou promítat zkušenosti nebo znalosti konkrétního vykonavatele ocenění a toto ocenění nemusí poskytnout zcela totožný výsledek s jiným oceňovatelem na tentýž podnik. Rovněž i existence více kategorií hodnoty (popisováno v následující kapitole) naznačuje, že hodnota podniku bude záviset také na důvodu, z kterého je podnik oceňován a na subjektech, které jsou do této transakce zapojeni. Není tedy možné považovat určité ocenění za obecně platné a jako jediné správné.

Při určování hodnoty podniku hraje zásadní roli čas, jelikož hodnota záleží na užitečích, které podnik bude v budoucnu přinášet. Při oceňování počítáme s tím, že podnik bude vykonávat svou činnost neomezeně dlouhou dobu v budoucnu (tzv. going concern). Obecně je tedy možné říct, že hodnota podniku je určována příjmy, které očekáváme, že podnik v budoucnu vygeneruje, diskontovanými na jejich současnou hodnotu (Krabec, 2009, Mařík a kol., 2018).

1.6 Hladiny hodnoty podniku

První hladina, na které můžeme podnik oceňovat, je tzv. hladina brutto. V takovémto případě se pracuje s celkovou hodnotou podniku, což zahrnuje jak hodnotu pro majitele společnosti, tak pro zainteresované subjekty (věřitele). Avšak tato hladina podniku může být pochopena dvěma způsoby a je tedy nutné je specifikovat. Prvním z nich je ocenění na úrovni hodnoty majitelů a všech věřitelů. Druhým a více obvyklým je ocenění na úrovni majitelů a pouze těch věřitelů, kteří do společnosti vložili explicitně úročený cizí kapitál.

Druhou možnou hladinou pro ocenění podniku je tzv. hladina netto. V tomto případě se jedná o hodnotu kapitálu na úrovni majitelů, tedy se jedná o kapitál, který byl jimi do podniku investován (tedy vlastní kapitál). V praxi se jedná o hladinu, která je často využívána v rámci oceňování podniku. V tomto případě je ale nutné zmínit rozdíl mezi hodnotou netto při oceňování podniku a mezi netto hodnotou v rámci účetnictví. (Mařík a kol., 2018)

1.7 Druhy hodnoty podniku

Dále se již dostáváme k druhům (nebo také bázím) hodnoty podniku, které v rámci oceňování hrají důležitou roli. Jedná se totiž o skupinu předpokladů, na nichž budou založeny vykazované hodnoty v rámci ocenění. Výběr určité báze hodnoty záleží na důvodu, na jehož základě je ocenění vytvářeno. S použitím konkrétní báze hodnoty souvisí i určitý přístup k oceňování a rovněž tím může být ovlivněn i výběr odhadce. (International Valuation Standards, 2020, Mařík a kol., 2018).

Dle Maříka rozlišujeme následujících kategorie hodnoty podniku:

- Tržní hodnota
- Spravedlivá hodnota

- Investiční (subjektivní) hodnota
- Objektivizovaná hodnota
- Komplexní přístup (tzv. Kolínská škola)

1.7.1 Tržní hodnota

První bází hodnoty podniku je hodnota tržní, která je dle IVS definována následovně: „*Tržní hodnota je odhadovaná částka, za kterou by aktivum nebo závazek měl být směněn v den ocenění mezi ochotným prodejcem a kupcem v transakci za obvyklých tržních podmínek, po využití řádného marketingu a kde obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez donucení*“ (International Valuation Standards, 2020, str. 18, překlad autora).

Tržní hodnota podniku nám dává odpověď na otázku: jakou sumu finančních prostředků je průměrný kupující ochoten na trhu zaplatit. Z toho je tedy zřejmé, že existuje trh, kde jsou podniky obchodovány, nebo alespoň trh obchodující s podíly na vlastním kapitálu společností, na kterém figuruje větší počet prodejců a zákazníků. Za těchto podmínek pak vzniká tržní cena. Cílem odhadu je pak potenciální tržní cena, nazývaná jako tržní hodnota (anglicky market value). Ta je z ekonomického hlediska považována za odhad rovnovážné ceny.

Předpokladem tržní hodnoty je cena sjednaná na volném trhu s existující konkurencí, kterým může být jak trh mezinárodní s velkým počtem subjektů, tak lokální s omezeným počtem subjektů. Proces ocenění je na těchto trzích prováděn na základě informací získaných od obdobných společností, čímž klade požadavek na oceňovatele na provedení důkladného průzkumu trhu se ziskem všech důležitých dat a zohledněním vzájemných souvislostí. V případě, že by takovýto trh neexistoval, je velice složité určení konkrétního čísla jako tržní hodnoty a v reálu se tak v takovéto situaci využívá spíše intervalového odhadu tržní ceny, který může být značně široký.

Druhým důležitým předpokladem tržní hodnoty je nejlepší a nejvyšší využití aktiva, čímž dochází k maximalizaci jeho potenciálu. Tím je myšleno např. pokračování ve využívání aktiva ve stejné míře jako doposud nebo jeho využití alternativním způsobem (International Valuation Standards, 2020, Mařík a kol., 2018).

1.7.2 Spravedlivá hodnota

Spravedlivá hodnota jakožto další báze hodnoty podniku je dle IVS definována následovně: „*Spravedlivá hodnota je odhadnutá částka za převod aktiva nebo závazku mezi dvěma určenými dobře informovanými a ochotnými stranami, která odráží jednotlivé zájmy těchto stran*“ (International Valuation Standards, 2020, str. 21, překlad autora).

Spravedlivá hodnota byla do roku 2017 označována v rámci IVS jako fair value, což bylo velmi nepraktické a mohlo být zdrojem různých nedorozumění. Pojem fair value je rovněž obsažen i v rámci Mezinárodních účetních standardů, ale nabývá zde odlišného významu (který má v rámci IVS blíže spíše k bázi tržní hodnoty). Z tohoto důvodu je tedy nově spravedlivá hodnota označována jako equitable value a dává nám odpověď na otázku, jaká hodnota je spravedlivá za převod podniku mezi dvěma subjekty (Mařík a kol., 2018).

Základem báze spravedlivé hodnoty je posouzení ceny, která je spravedlivá pro oba konkrétní a identifikovatelné subjekty, kdy musí být brány v potaz výhody a nevýhody z toho plynoucí pro tyto subjekty. Jedná se o širší bázi, než tomu je v případě tržní hodnoty, avšak v některých případech může být pro dva konkrétní subjekty spravedlivá právě tato tržní hodnota. Ovšem může dojít i k situaci, kdy je nutné v rámci spravedlivé hodnoty zohlednit záležitosti, které do tržní hodnoty nemohou vstoupit. Jedná se například o prvky synergické hodnoty, které vznikají v důsledku kombinování zájmu těchto dvou subjektů (International Valuation Standards, 2020)

1.7.3 Investiční (subjektivní) hodnota

Investiční nebo též subjektivní hodnota podniku nám říká, jaká je hodnota podniku z pohledu konkrétního investora. Dle IVS její definice zní takto: „*Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního aktuálního nebo předpokládaného budoucího vlastníka pro jednotlivé investiční nebo provozní cíle*“ (International Valuation Standards, 2020, str. 22, překlad autora)

Jednotliví majitelé podniků mají své vlastní individuální preference a stanovené finanční cíle, konkrétní finanční zázemí nebo svou vlastní vyjednávací a ekonomickou sílu. To vše se odráží do investiční hodnoty těchto konkrétních podniků, pro které je ocenění vytvářeno. Tato hodnota je pak zpravidla

determinována přínosy, které z vlastnictví subjekt získá. Obecně lze tedy konstatovat, že investiční hodnota významně závisí na situaci, představách, názorech a postoji určitého subjektu, na jehož podnět je vytvořena (Krabec, 2009, Mařík a kol., 2018).

Využití subjektivní hodnoty je v praxi časté zejména při koupi a prodeji společnosti, kdy jednotlivé subjektivní hodnoty jsou pro subjekty zapojené do transakce horní (nebo pro druhý subjekt dolní) hranice možné ceny. Druhé časté využití v praxi bývá v situaci, kdy současný majitel společnosti chce zjistit, zda se mu vyplatí podnik držet ve svém vlastnictví a pokračovat v jeho činnosti nebo spíše využít možnosti likvidace (Vochozka, Mulač a kol., 2012).

1.7.4 Objektivizovaná hodnota

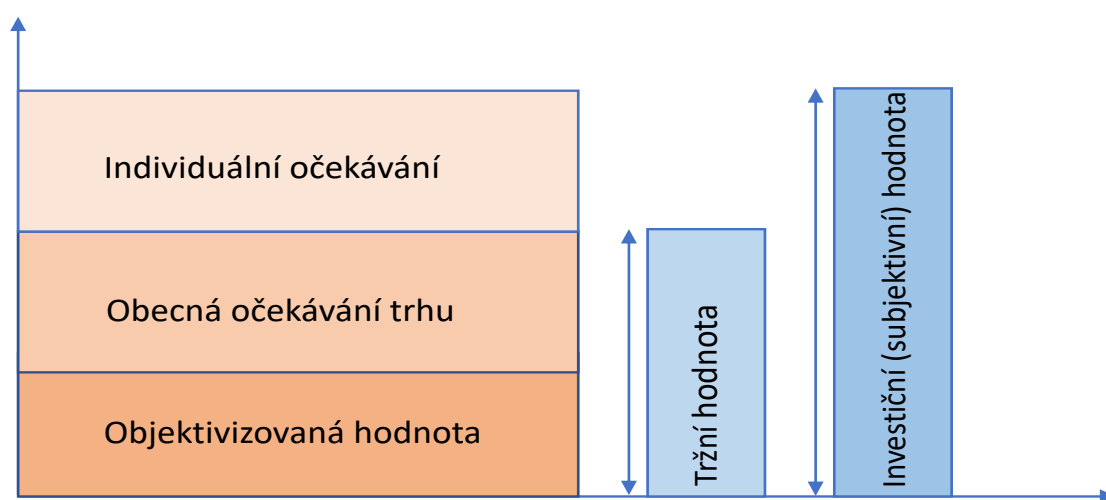
Jak již bylo zmíněno na počátku kapitoly, určení zcela objektivní hodnoty podniku odhadcem není možné a z tohoto důvodu došlo k zavedení pojmu objektivizovaná hodnota. Výpočet subjektivní hodnoty je finančně vzdělanější člověk (majitel podniku, investor atd.) schopen sám zkonstruovat, což je důvod, proč oceňovatelé používají právě tuto objektivizovanou hodnotu, kterou dovede vypočítat zpravidla jen profesionál (Mařík a kol., 2018).

Výpočet objektivizované hodnoty vychází ze stavu konkrétního podniku k určitému datu ocenění, měla by být použita převážně obecně uznávaná data a řídí se dle daných zásad, z nichž nejdůležitější jsou:

- **Udržení majetkové podstaty podniku**-z podniku může být odebráno jen takové množství peněžních prostředků, při kterém nedojde k ohrožení jeho majetkové podstaty
- **Rozdělení majetku**-majetek náležící podniku má být rozdělen na dvě části: část majetku provozně nutného a na části ostatního majetku. Tato ostatní část majetku je pak oceňována samostatně.
- **Volný zisk**-základem ocenění je tzv. volný zisk, jímž je představována ta část zisku, po jejímž vyjmutí z podniku nedojde k ohrožení jeho samotné podstaty.
- **Vedení společnosti**-v případě použití výnosové metody ocenění je počítáno se setrváním stávajícího vedení společnosti.

- **Podnikový koncept**-v rámci ocenění je brán v potaz aktuální platný stav pro podnik v době ocenění a je počítáno, že bude dodržován stávající podnikový koncept. S budoucími změnami v ocenění je počítáno pouze v případě, že jsou již součástí situace při oceňování podniku (např. dokončení rozpracovaných investic).

Účelem těchto zásad je odstranění subjektivních prvků z ocenění, co nejpřesnější přiblížení výsledků ocenění skutečnosti a docílení co nejlepší reprodukovatelnosti ocenění. Tím pádem by výsledky zpracované různými znalci měly být v zásadě stejné, případně pouze s minimálními rozdíly (Vochozka, Mulač a kol., 2012).



Zdroj: (Mařík a kol., 2018), zpracování vlastní

Obr. 1. Vztah objektivizované hodnoty, tržní hodnoty a investiční (subjektivní) hodnoty

Z předchozího schématu vyplývá, že v prvním stupni, tedy v rámci objektivizované hodnoty, bereme v potaz všeobecně uznávaná fakta platná ke konkrétnímu datu. V případě tržní hodnoty jsou zohledněna obecně zřejmá fakta mající vliv na ocenění rovněž i se vztahem do budoucnosti, ovšem jejich působení nemusí být zcela zřejmé. V rámci investiční hodnoty je pak do ocenění zohledněno ryze subjektivní hledisko konkrétního subjektu nebo skupiny subjektů (Mařík a kol., 2018).

1.7.5 Komplexní přístup (Kolínská škola)

V Evropě není v současné době stále rozvinutý trh, kde by docházelo k obchodování s podniky a z tohoto důvodu je zde obtížné oceňovat na bázi tržní

hodnoty. Dochází zde k oceňování zpravidla na základě subjektivních názorů jak prodejce, tak kupce a tím vznikne subjektivní ocenění.

Na subjektivním předpokladu je postaven i tento poslední komplexní přístup, který vychází ze základů tzv. Kolínské školy. Tento přístup říká, že ocenění má být vytvořeno na základě funkcí, které přinese jeho koncovému uživateli, a nikoliv na základě dílčích motivů vedoucích k tomuto ocenění. V rámci této metody rozlišujeme následující funkce:

- **Poradenská**-funkce, která je považována na nejvíce důležitou, jejímž hlavním smyslem je vytvoření horní a spodní hranice hodnoty. V případě horní hranice jde o maximální možnou částku, kterou kupující může vynaložit na koupi, aniž by neprodělal. V opačném případě dolní hranice se jedná o minimální možnou částku (z pohledu prodejce), aniž by na obchodu neprodělal.
- **Rozhodčí**-jak již z názvu funkce je patrné, jedná se o funkci nestranného rozhodčího, jehož hlavním úkolem je vytyčení hranic pro hodnotu zúčastněných subjektů a nalezení spravedlivé hodnoty v tomto intervalu
- **Argumentační**-hlavním účelem je nalezení argumentů potřebných pro vyjednávání a vylepšení pozice konkrétní strany v rámci jednání
- **Komunikační**-základním smyslem je poskytnutí informací potřebných pro komunikaci s veřejnými subjekty (zejména investory a bankami)
- **Daňovou**-základním smyslem je poskytnutí informací pro daňové účely

Komplexní přístup k oceňování podniku se stal oblíbeným zejména v Německu, kde je využíván jak v rámci teoretických poznatků, tak v praktickém oceňování (Mařík a kol., 2018).

1.8 Vliv faktoru času a rizika na ocenění

Ještě před tím, než se dostaneme k samotnému postupu oceňování podniku, je nutné zmínit faktory, které mají významný vliv na ocenění podniku. Těmi jsou právě faktor času a rizika. Tyto dva faktory ovlivňují ocenění podniku skrze diskontní míru, která bude rovněž v této kapitole popsána.

1.8.1 Faktor času

Hodnotu konkrétního aktiva určíme jako současnou hodnotu očekávaných budoucích čistých příjmů, které v souvislosti s držbou tohoto aktiva budou jeho majiteli vznikat. Stejný princip bude platit i v případě podniku jako celku. Tato definice však neplatí pouze v případě použití výnosových metod pro ocenění, avšak i v případě majetkového ocenění (za předpokladu, že dojde k výnosovému ocenění některé části majetku) a i např. tržního porovnání (Mařík a kol., 2018).

Rovněž je v této části důležité zmínit pojem časová hodnota peněz. Ta nám říká, že koruna (příjem) má větší hodnotu dnes než zítra, a to z důvodu, že ji můžeme investovat a tím dojde k dosažení dalšího výnosu (např. ve formě úroku) (Kislingerová a kol., 2010).

Z předchozího odstavce tedy vyplývá, že pro určení hodnoty aktiva nebo celého podniku není možné pouze sečíst očekávanou řadu příjmů z toho plynoucích. Nejdříve je nutné tyto příjmy přepočítat na současnou hodnotu k určitému datu ocenění a až následně je možné tyto příjmy celkově sečíst.

1.8.2 Faktor rizika

V rámci ocenění jednotlivého aktiva či celého podniku je důležitá nejenom výše očekávaných budoucích generovaných výnosů, ale i pravděpodobnost, s jakou tyto výnosy majitel získá (tzn. riziko s tím spojené). Obecně platí, že čím je vyšší riziko spojené se získáním určitého příjmu, tím nižší je hodnota aktiv a naopak.

Rizika spojená s činností podniku jsou rozdělována na následující kategorie. První z nich je rozdělení na riziko obchodní a finanční. Toto členění je vhodné v situaci, kdy potřebujeme vyčíslit rizikovou přírážku v rámci diskontní míry na základě jednotlivých rizik. Dále je pak riziko děleno na systematické a nesystematické, které je charakteristické pro investování na finančním trhu. Systematické nebo také nazývané tržní je nevyhnutelné riziko související s faktory, na jejichž základě je ovlivněn celý trh (vývoj cenové hladiny, HDP atd.) Nesystematickým rizikem se pak rozumí riziko, které je možné snížit vytvořením portfolia (Mařík a kol., 2018).

1.8.3 Diskontní míra

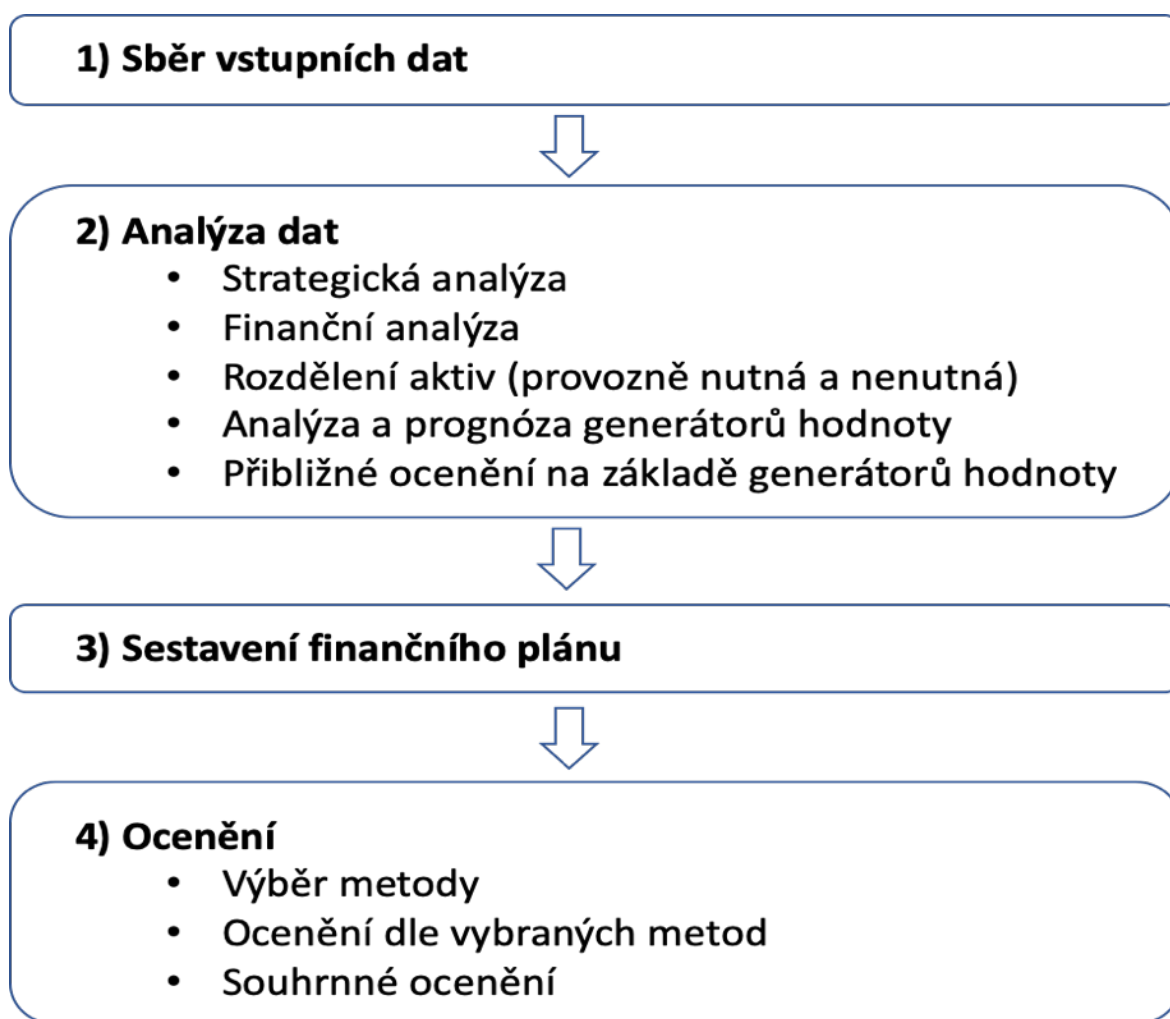
V souvislosti s působením faktoru času a rizika je vhodné popsat i diskontní míru (nebo též kalkulovaná úroková míra), jelikož se jedná o prvek všech výnosových

modelů, prostřednictvím kterého jsou právě tyto dva faktory zohledněny v rámci hodnoty podniku. Hlavní funkcí diskontní míry je přepočítání budoucích výnosů na současnou hodnotu a vyčíslení investorem očekávané míry výnosnosti investice v čase se zohledněním míry rizika spojeného se získáním výnosů (Vochozka, Mulač a kol., 2012, Mařík a kol., 2018).

Samotný postup výpočtu diskontní míry je závislý na výběru báze hodnoty podniku. V případě výběru tržní hodnoty se jako podklad kalkulace použijí tržní data. Při výpočtu investiční hodnoty bude diskontní míra z velké části záviset na podmínkách konkrétního investora a jeho možnostech použití kapitálů jiným způsobem. U objektivizované hodnoty budou podkladem tržní data stejně jako tomu bylo v případě kalkulace diskontní míry v rámci tržní hodnoty (Mařík a kol., 2018).

2 Obecný postup při oceňování podniku

Není zcela možné vytvořit univerzální postup oceňování podniku, který by fungoval v každém případě, jelikož vždy záleží na konkrétních podmínkách a situaci daného podniku. Před započítím ocenění je doporučeno si nejdříve ujasnit důvod ocenění a jaká jsou naše očekávání týkající se výsledku. Obecně je však doporučen níže uvedený postup ocenění, který je následně zpravidla upraven např. dle účelu ocenění, zvolené báze, metod atd.



Zdroj: (Mařík a kol., 2018), zpracování vlastní

Obr. 2. Obecný postup při ocenění podniku

Jako již bylo naznačeno, jedná se o obecný postup oceňování podniku, který může být upraven nebo doplněn, avšak některé jeho body jsou vyžadovány v každém ocenění. Tím je zejména strategická a finanční analýza (může být modifikována). Pokud je to možné na základě dostupných informací, je žádoucí rovněž i rozdělit

aktiva na provozně nutná a nenutná (s výjimkou např. likvidace společnosti, kdy již pohlížíme na všechna aktiva jako na nepotřebná pro další provoz).

Za situace, kdy oceňovatel počítá s budoucím pokračování fungování podniku je rovněž potřebné vytvořit analýzu a prognózu generátorů hodnoty a dokázat tak dlouhodobý potenciál podniku.

Za předpokladu, že bude v rámci ocenění podniku využito z některé z výnosových metod, je rovněž žádoucí zpracovat finanční plán. Při využití jiných metod než výnosových, nemusí být finanční plán součástí ocenění.

Poslední částí, která by měla být zahrnuta v rámci každého ocenění, je výběr metody a zdůvodnění jejího využití. V případě využití více metod je nutné navíc provést souhrnné ocenění (Mařík a kol., 2018).

2.1 Sběr vstupních dat

Pro kvalitní vypracování ocenění podniku je vždy nezbytné mít potřebná vstupní data. Ta jsou rozdělena do různých skupin a ke každé z nich jsou uvedeny příklady viz následující schéma:



Zdroj: (Mařík a kol., 2018), zpracování vlastní

Obr. 3. Sběr vstupních dat

2.2 Strategická analýza

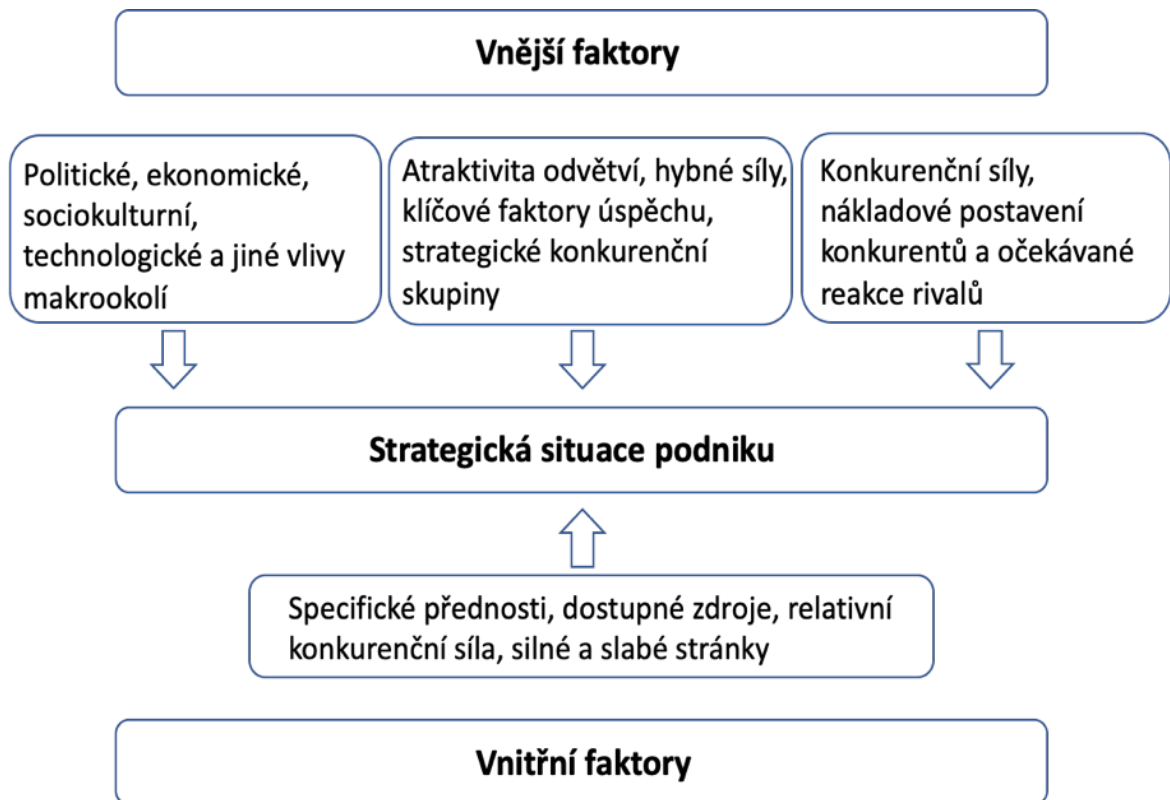
Strategická analýza je důležitým výchozím bodem v rámci procesu oceňování podniku. Umožňuje oceňovateli zkoumat ekonomiku na kvalitativní úrovni a tím pádem se následná finanční analýza zakládá na reálných podmínkách tržního prostředí. Dále také umožňuje identifikovat hnací mechanismy ziskovosti firmy a její klíčová rizika. Oceňovatel tak může zhodnotit udržitelnost současného výkonu firmy a provést realistickou předpověď do budoucna (Palepu, Healy, Peek, 2008).

Právě tato prognóza budoucího vývoje je hlavním prvkem v rámci ocenění podniku. Avšak nejdříve je nutné důkladné zhodnocení současného stavu podniku, z kterého pak prognóza bude vycházet. V rámci výsledků strategické analýzy bychom měli nalézt odpovědi na následující otázky:

- Jaké vyhlídky má podnik z dlouhodobého pohledu?
- Jaké změny v rámci vývoje trhu, konkurentů a od toho se odvíjející vývoj tržeb podniku je možné očekávat? (v návaznosti na předchozí otázku)
- Jakým rizikům podnik musí čelit?

Tyto jednotlivé cíle jsou vzájemně provázány, jelikož vývoj tržeb podniku a velikost budoucího obrátu se bude odvíjet od pozice podniku, kterou bude mít v rámci svého okolí (Vochozka, Mulač a kol., 2012).

Avšak celkový výnosový potenciál jakožto hlavní cíl strategické analýzy nezáleží pouze na vnějším potenciálu, ale rovněž i na potenciálu vnitřním. Vnější potenciál, jak již bylo naznačeno, je závislý primárně na šancích a rizicích, které vychází z prostředí, ve kterém podnik provozuje svou činnost. V potaz je brán jak relevantní trh, na kterém konkrétní podnik figuruje, ale rovněž i širší ekonomické prostředí ovlivňující podnik. V rámci zkoumání vnitřního potenciálu podniku je důležité zjistit schopnost podniku využívat šance a na druhou stranu i schopnost čelit rizikům přicházejících z vnějšího prostředí. Důležitými body v případě vnitřního potenciálu podniku je zjištění silných a slabých stránek podniku, v návaznosti na to analyzovat konkurenci a zjistit tak, jaké jsou výhody nebo nevýhody podniku v porovnání s konkurencí (Mařík a kol., 2018).



Zdroj: (Vochozka, Mulač a kol., 2012), zpracování vlastní

Obr. 4. Faktory v rámci strategické analýzy

Postup, v jakém je strategická analýza prováděna, může vypadat následovně:

- 1) Analýza okolí podniku (makrookolí, mikrookolí)
- 2) Analýza vnitropodnikových zdrojů a schopností podniku
- 3) Prognóza tržeb podniku (syntéza dílčích výsledků)

2.2.1 Analýza okolí podniku

Makrookolí podniku

Do makrookolí podniku jsou zahrnovány prvky, které mají na podnik významný dopad, avšak podnik má zpravidla velice nízkou schopnost tyto okolnosti nějakým způsobem ovlivnit. Důležitou schopností vedení podniku je přizpůsobení se těmto vlivům a v případě potřeby umět reagovat na jejich změny. Do této oblasti patří následující prvky: geologické, sociální, politické a právní, ekonomické, ekologické, technologické, etické a kulturně historické (Synek, Kislíngerová a kol., 2010).

Podrobná analýza, která zkoumá makrookolí podniku se nazývá PESTLE. Skládá se z jednotlivých složek, které ovlivňují podnikatelské prostředí. Popisuje současný stav prostředí a zjišťuje, kam bude směřovat do budoucna. Každé písmeno z názvu této analýzy označuje soubor faktorů, které buď přímo nebo nepřímo ovlivňují podnik. Analýzu je možné použít v dalších variantách jako např. PEST nebo SLEPT. Jedná se o následující faktory:

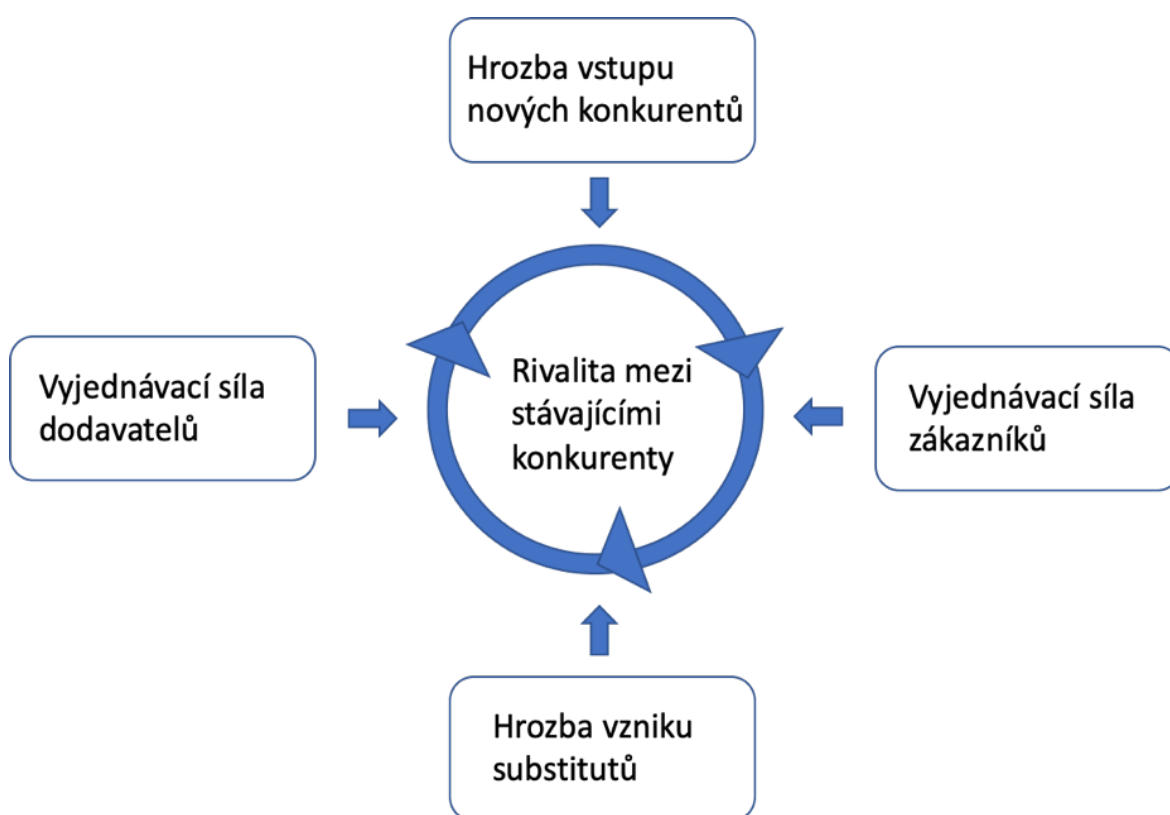
- **Politické**-faktory zohledňující politickou situaci země nebo celého světa a určují, do jaké míry může mít vláda a vládní politika dopad na organizaci nebo odvětví
- **Ekonomické**-mezi ekonomické faktory patří všechny determinanty ekonomiky a její aktuální stav. Jedná se tedy např. o úrokové sazby, míra inflace, vývoj HDP, měnové kurzy, fiskální politika, míra nezaměstnanosti atd.
- **Sociální**-faktory, které se zaměřují na odlišnosti jednotlivých zemí a národností, které mají vliv na podniky a jejich produkt. Je brán v potaz např. životní styl, demografie, vzdělání obyvatel, kulturní trendy atd.
- **Technologické**-jelikož technologie jde rychlým tempem kupředu a zásadně ovlivňuje firemní prostředí, je nutné sledovat i tyto faktory, mezi které patří např. automatizace, výzkum a vývoj atd.
- **Legislativní**-společnost musí mít přehled, co je zákonné a povolené na území, na kterém působí. Průběžně také dochází k legislativním změnám a mnoho z těchto změn má dopad i na podnikatelské prostředí.
- **Ekologické**-tyto faktory se týkají dopadu okolního prostředí a ekologických aspektů na podnik. Mezi ně patří např. poloha, klima, likvidace odpadu, uhlíková stopa atd. (Pestleanalysis, 2011).

Mikrookolí podniku

Následně po analýze makrookolí podniku je možné přistoupit k analýze mikrookolí, v které je zkoumáno odvětví a relevantní trh. Skutečnost, že podnik je součástí určitého odvětví, zásadně určuje jeho činnost a chování, tudíž porozumění fungování tohoto odvětví hraje důležitou roli v rámci ocenění. Je ale důležité si uvědomit, že odvětví a relevantní trh ne vždy znamenají to samé (např. u firmy

působící pouze na lokální úrovni je její relevantní trh pouze geografický segment daného odvětví). Tudiž vymezení relevantního trhu, na kterém podnik působí, je důležitou součástí této analýzy. Často používaným nástrojem ke zmapování trhu a vymezení konkurenční pozice je Porterův model pěti konkurenčních sil (Vochozka, Mulač a kol., 2012).

Porterův model pěti konkurenčních sil je založen na předpokladu, že na podnik působí pět konkurenčních sil, které určují jeho konkurenceschopnost, hrají důležitou roli při formulování podnikové strategie a obecně působí i na ziskovost konkrétního trhu. Tyto jednotlivé síly jsou zobrazeny na následujícím schématu (Porter, 2008).



Zdroj: (Porter, 2008), zpracování vlastní

Obr. 5. Porterův model pěti konkurenčních sil

Analýza atraktivity trhu

Následným důležitým krokem po definování relevantního trhu je určení jeho atraktivity, kdy by mělo dojít k hlubšímu kvalitativnímu zhodnocení konkrétního trhu. Tím oceňovatel lépe rozezná potencionální šance a rizika, která z daného trhu mohou přicházet a rovněž tím dojde k vytvoření podkladu pro určení rizikové

přirážky pro diskontní míru. Na atraktivitu trhu by mělo být nahlíženo jako na jeden možný faktor vedoucí k perspektivnosti daného podniku a rovněž i faktor vedoucí k možnému budoucímu růstu tržeb.

Výchozím bodem analýzy atraktivity trhu je definování základních faktorů do ní vstupujících. Mělo by se jednat zejména o faktory mající vliv na poptávku a možnosti prodeje. Zpravidla se jedná o tyto faktory: růst trhu, velikost trhu, intenzita přímé konkurence, průměrná rentabilita, bariéry vstupu, možnosti substituce, citlivost na konjunkturu, struktura a charakter zákazníků a vlivy prostředí. Každému z těchto faktorů je přiřazena váha na základě jejich významu a celková atraktivita je pak určena na základě počtu celkových dosažených bodů z jednotlivých faktorů.

Prognóza vývoje trhu

Následným krokem po zpracování atraktivity trhu by měla být jeho prognóza do budoucna nebo alespoň prognóza jeho hlavních segmentů. Konkrétní podoba této prognózy však bude závislá na vybraném typu ocenění. Obecně je doporučováno, aby její výsledky do určité míry korespondovaly s prognózou národohospodářských ukazatelů zpracovávanou oficiálními institucemi.

Obsahem samotné prognózy by pak měly být primárně faktory, které mají vliv na vývoj konkrétního trhu. Výběr konkrétních faktorů vždy záleží na oceňovateli a podmínkách trhu, avšak zpravidla se jedná o tyto skupiny faktorů: národohospodářské (HDP, inflace, spotřeba), obecné faktory poptávky (ceny, příjem na obyvatele, počet obyvatel) a faktory typické pro daný segment produktů (spotřební zvyklosti, módní a technologické trendy). Pro samotné zpracování prognózy může být použita některá z následujících metod: analýza časových řad a jejich extrapolace, jednoduchá a vícenásobná regresní analýza nebo odhad vývoje do budoucna na základě porovnání se zahraničím (Mařík a kol., 2018).

2.2.2 Analýza vnitropodnikových zdrojů a schopností podniku

Provést analýzu vnitřního potencionálu podniku je zpravidla pro externího oceňovatele velice náročný úkol a provedení této analýzy v plném rozsahu takřka nemožné. Oceňovatel si tedy musí na základě veškerých dostupných zdrojů udělat aspoň co nejkonkrétnější obrázek o vnitřním prostředí podniku. Hlavním účelem této části je primárně zhodnocení konkurenceschopnosti podniku, silných a slabých

stránek v rámci konkurenčních vztahů a od toho se odrážející ekonomický potenciál společnosti.

Zdroje v rámci podniku hrají velice důležitou roli, jsou často základem procesu budování konkurenční výhody a hlavním faktorem ziskovosti. Hodnocení stavu těchto zdrojů je však zpravidla velice náročné. Výchozím bodem může být rozdělení těchto zdrojů do skupin a následně zkoumat tyto jednotlivé skupiny s přihlédnutím k možným vzájemným vazbám. Jedná se o čtyři skupiny zdrojů: hmotné, lidské, finanční a nehmotné. Jako výstup analýzy těchto kategorií zdrojů je rozhodnutí, jakou má podnik konkurenceschopnost, což je pak dále zohledněno v rámci odhadu doby životnosti podniku. Celkový výstup analýzy vnitřního prostředí je klíčovým zdrojem pro určení tržního podílu společnosti, což má zásadní vliv na prognózu tržeb (Vochozka, Mulač a kol., 2012).

2.2.3 Prognóza tržeb podniku

V závěrečné části strategické analýzy je vytvořena prognóza tržeb, která vychází z dat již získaných v průběhu předchozích kroků, a to konkrétně z analýzy a prognózy relevantního trhu a dále pak z analýzy a prognózy konkurenční síly podniku a jeho vnitřního potenciálu. Samotná prognóza růstu tržeb se pak vypočítá následovně: růst celého trhu vynásobíme růstem tržního podílu oceňovaného podniku. Tímto výpočtem dostaneme odhad tempa růstu tržeb našeho konkrétního podniku. Tato výsledná prognóza pak může být ještě doplněna o odhad dlouhodobého tempa růstu tržeb.

2.2.4 SWOT analýza

Na závěr strategické analýzy je vhodné vytvořit SWOT analýzu pro daný podnik, v které bude souhrnně posouzeno vnější a vnitřní okolí podniku. Jsou zde hodnoceny silné a slabé stránky (vnitřní prostředí), příležitosti a hrozby (vnější prostředí). Za možnou slabší stránku této analýzy je možné považovat její statickost, jelikož zachycuje pouze aktuální stav a nereaguje na měnící se prostředí (Dvořáček, Slunčík, 2012).

2.3 Finanční analýza

Finanční analýza představuje v praxi velice významný nástroj pro finanční řízení společnosti a svou důležitost má taktéž i v rámci procesu oceňování. Jejimi hlavními

úkoly je kompletní zhodnocení finanční situace podniku a rovněž tvoří důležitý podklad pro finanční plán společnosti. Důležité je si však uvědomit, že pro úspěšné splnění těchto cílů finanční analýzy nepostačí pouhý výpočet vybraných ukazatelů. Jejich výsledky musí být doplněny o interpretaci oceňovatele, jelikož pouhé výsledky nemají vysokou vypovídací hodnotu. Důležité je však i jejich porovnání jak z časového hlediska, tak z prostorového (což znamená např. s daty od podobného podniku nebo se statistickými daty v daném odvětví) (Mařík a kol., 2018).

Finanční analýza pohlíží na data ve dvou časových rovinách. V první z nich zkoumá a hodnotí historická data společnosti, což znamená, že hodnotí data z minulosti až do okamžiku ocenění společnosti. V druhé časové rovině se jedná o skutečnost, že finanční analýza je základem pro finanční plánování, kde jsou zkoumány finanční perspektivy podniku. Může jít jak o plány krátkodobější, tak i o plány dlouhodobější strategického charakteru (Růčková, 2015).

Finanční analýza zpravidla obsahuje následující kroky:

1. Kontrola korektnosti a úplnosti údajů vstupujících do analýzy
2. Provedení analýzy hlavních účetních výkazů
3. Výpočet poměrových ukazatelů a jejich vyhodnocení
4. Závěrečné celkové vyhodnocení získaných poznatků (Mařík a kol., 2018)

Pro dosažení kvalitních a transparentních výsledků finanční analýzy je zapotřebí mít nejdříve vhodná data. Ta je možné získat primárně z účetních výkazů podniku, kterými jsou rozvaha, výkaz zisku a ztráty (výsledovka), výkaz o peněžních tocích, přehled o změnách vlastního kapitálu nebo příloha účetní závěrky. Dodatečné informace je také možné získat z výroční zprávy podniku.

Rozsáhlejší přístup k informacím má zpravidla oceňovatel najatý samotnou firmou, který si může vyžádat potřebná upřesňující data. Obtížnější přístup k datům má pak externí oceňovatel, který nemá možnost vyžádání si doplňujících dat či komentářů interních pracovníků. Ten musí pracovat pouze s daty, která jsou veřejně přístupná. Jako doplňující zdroj však může použít finanční analýzy českého průmyslu a stavebnictví, které uveřejňuje Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR. Ty mohou oceňovateli sloužit jako podklad pro zhodnocení finanční pozice podniku v rámci konkrétního odvětví.

2.3.1 Analýza absolutních (stavových) ukazatelů

Analýza absolutních ukazatelů se zabývá rozborem jednotlivých hodnot vycházejících přímo ze základních účetních výkazů uvedených v předchozích odstavcích. Do této analýzy spadá analýza jednotlivých hodnot a jejich vývoj v čase (horizontální analýza) a analýza procentního podílu jednotlivých hodnot na celku (vertikální analýza). V případě analýzy rozvahy podniku je možné provést její rozdělení na analýzu majetkové struktury (aktiva) a na analýzu finanční struktury (pasiva).

V rámci horizontální analýzy zkoumáme jednotlivé položky účetních výkazů z pohledu jejich vývoje a změn v čase. Cílem je jak zjištění absolutní změny, tak i její procentní změna vzhledem k výchozímu roku.

V případě vertikální analýzy se již zabýváme vždy pouze hodnotami z jednoho časového okamžiku. Princip spočívá ve vyjádření procentního podílu, jaký určitá položka konkrétního účetního výkazu zaujímá vzhledem ke stanovené základně (tzn. 100 %). Touto základnou bývá zpravidla při analýze rozvahy zvolena celková hodnota aktiv (případně pasiv) a v rámci analýzy výkazu zisku a ztrát celková hodnota výnosů (případně nákladů).

2.3.2 Analýza rozdílových ukazatelů

Hlavním účelem rozdílových ukazatelů je správa a řízení finanční stránky podniku se zaměřením na likviditu podniku. Jedním z nejdůležitějších rozdílových ukazatelů je čistý pracovní kapitál (ČPK), který má velký vliv na schopnost firmy splatit své závazky. Jeho výpočet vypadá následovně:

$$\text{ČPK} = \text{Oběžný majetek (oběžná aktiva)} - \text{Krátkodobé cizí zdroje}$$

Podmínkou likvidity podniku je mít volný kapitál v dostatečné výši, což znamená, že krátkodobá likvidní aktiva by měla svou hodnotou převyšovat hodnotu krátkodobých cizích zdrojů. ČPK zachycuje konkrétní část oběžných aktiv společnosti, jejíž financování je zajištěno z dlouhodobého kapitálu (Knápková a kol., 2017).

2.3.3 Analýza poměrových ukazatelů

Poměrové ukazatele představují základní a zpravidla nejvíce využívaný nástroj při tvorbě finanční analýzy. Hlavním důvodem jejich oblíbenosti je schopnost těchto ukazatelů zobrazit rychlý přehled o finanční situaci podniku. Dalším důvodem může

být fakt, že zdrojem analýzy poměrových ukazatelů jsou veřejně dostupné základní účetní výkazy a tím pádem jsou přístupné i pro externího odhadce.

Základní princip poměrových ukazatelů je takový, že jednotlivé položky nebo skupiny položek v rámci účetních výkazů jsou dány do poměru s jinými položkami nebo skupinami položek. Tímto způsobem je možné vytvořit mnoho různých ukazatelů. V praxi se však běžně používají některé vybrané skupiny ukazatelů, do nichž jsou jednotlivé ukazatele rozděleny na základě oblastí, které v rámci hospodaření a finančního zdraví podniku hodnotí. Těmi jsou: ukazatele likvidity, ukazatele rentability, ukazatele aktivity, ukazatele zadluženosti.

Ukazatele likvidity

Na likviditu můžeme nahlížet ze dvou úhlů pohledu. Jedním z nich je likvidita určité složky a druhý je likvidita celého podniku. V případě likvidity určité složky se jedná o schopnost přeměny této složky v krátkém čase na peníze, a to bez značné ztráty její hodnoty. Likvidita podniku pak představuje schopnost podniku hradit své krátkodobé závazky.

Likvidita podniku hraje důležitou roli v rámci jeho finanční rovnováhy, jelikož schopnosti uhrazení svých krátkodobých závazků může docílit jen podnik disponující dostatečnou likviditou. Ovšem nadměrné množství likvidity v podniku má špatný dopad na výnosnost podniku, a naopak nedostatečná likvidita má za následek platební neschopnost. Z tohoto důvodu je nutné najít stav vyvážené likvidity, při kterém podnik bude schopný dostát svým závazkům a zároveň bude mít zaručené adekvátní zhodnocení svých prostředků.

V rámci výpočtu ukazatelů likvidity dosazujeme do čitatele to, čím je možné platit a do jmenovatele to, co potřebujeme zaplatit.

Okamžitá likvidita

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{pohotov\acute{e} pen\acute{e}\v{z}n\acute{i} p\acute{r}ost\acute{r}edky}}{\text{kr\acute{a}tkodob\acute{e} z\acute{a}vazky}}$$

Ukazatel okamžité likvidity také nazývaný jako ukazatel hotovostní likvidity nebo likvidita I. stupně představuje likviditu v jejím nejužším pojetí. Pohotové peněžní prostředky představují peníze z pokladny, z běžného účtu a také krátkodobý finanční majetek podniku (šeky a volně obchodovatelné cenné papíry). Hodnota

výsledku tohoto ukazatele by se pak měla pohybovat v rozmezí od 0,2 do 0,5. Vyšší hodnoty výsledku poukazují na neefektivnost při využívání finančních prostředků.

Pohotová likvidita

$$Pohotová\ likvidita = \frac{oběžná\ aktiva - zásoby}{krátkodobé\ závazky}$$

V případě pohotové likvidity nebo též také nazývané likvidity II. stupně se uvádí, že výsledná hodnota by měla dosahovat hodnot od 1 do 1,5. V případě, že by čítecitel a jmenovatel byly v poměru 1:1 tak platí, že podnik je schopen dostát svým závazkům, aniž by musel odprodávat své zásoby. K tomu by však mohlo dojít při poměru nižším než 1.

Běžná likvidita

$$Běžná\ likvidita = \frac{oběžná\ aktiva}{krátkodobé\ závazky}$$

Běžná likvidita nebo též nazývaná likvidita III. stupně nám vyjadřuje, jak je podnik schopen dostát svých závazků vůči věřitelům po tom, co by přeměnil všechna oběžná aktiva na hotovost. Jinak řečeno ukazatel běžné likvidity zobrazuje, kolikrát oběžná aktiva pokryjí krátkodobé závazky podniku. Výsledná doporučená hodnota ukazatele by se měla pohybovat v rozmezí od 1,5 do 2,5 (Knápková a kol., 2017, Růčková, 2015).

Ukazatele rentability

Rentabilita nebo také výnosnost vloženého kapitálu vyjadřuje, jak je podnik schopný dosáhnout zisku s využitím investovaného kapitálu a vytvářet nové zdroje. Podkladem ukazatelů rentability jsou zpravidla výkaz zisku a ztrát a rozvaha. V rámci výpočtu obecného tvaru ukazatele v čitateli nalezneme položku odpovídající výsledku hospodaření (toková veličina) a ve jmenovateli určitý druh kapitálu (stavová veličina). Jednotlivé výsledky by pak měly mít rostoucí tendenci v čase (souvisí s růstem ekonomiky) (Růčková, 2015).

Rentabilita vlastního kapitálu (Return on equity)

$$ROE = \frac{čistý\ zisk}{VK}$$

Ukazatel rentability vlastního kapitálu nám říká, jaké výnosnosti dosahuje kapitál vložený vlastníky do podniku. Obecně platí, že výsledek tohoto ukazatele by měl dosahovat vyšší hodnoty, než jaké dosahují úroky z dlouhodobých vkladů. Kladný rozdíl mezi výší úroků z vkladů a rentabilitou se nazývá prémie za riziko a představuje odměnu pro vlastníky, kteří vložili kapitál do společnosti a podstoupili tak riziko.

Rentabilita aktiv (Return on assets)

$$ROA = \frac{EBIT}{aktiva}$$

Ukazatel rentability aktiv vyjadřuje celkovou efektivnost, produkční sílu a rovněž výdělečnou schopnost podniku. V případě použití EBIT (výsledek hospodaření před úroky a zdaněním) v čitateli změříme výkonnost podniku bez působení daní a zadlužení, čehož může být využito zejména při porovnání podniků s různým daňovým a úrokovým zatížením. Alternativou může být použití EAT (zisk po zdanění) v čitateli.

Rentabilita celkového investovaného kapitálu (Return on capital employed)

$$ROCE = \frac{zisk}{VK + dlouhodobé dluhy}$$

Ukazatel celkového investovaného kapitálu vyjadřuje schopnost podniku efektivně hospodařit s dlouhodobými vloženými zdroji. Skupina investovaného kapitálu obsahuje součet dlouhodobých prostředků od akcionářů a od věřitelů podniku.

Rentabilita tržeb (Return on sales)

$$ROS = \frac{zisk}{tržby}$$

Ukazatele rentability tržeb vyjadřují, jak velký zisk dokáže podnik vyprodukovat z 1 Kč tržeb. Do čitatele je zpravidla umístěn buď EBIT nebo EAT. Varianta s EBIT se používá zejména při porovnávání podniků s různými podmínkami. Při využití EAT v čitateli dostaneme tzv. ziskovou marži podniku (Knápková a kol., 2017, Růčková, 2015).

Ukazatele zadluženosti

Podstatou ukazatelů zadluženosti je vyjádření výše rizika, kterému podnik čelí při určitém poměru mezi vlastním kapitálem a cizími zdroji. Důležité je najít optimální vztah mezi těmito dvěma zdroji financování, k čemuž pomohou právě tyto ukazatele zadluženosti.

Obecně platí, že cizí kapitál vyjde podnik levněji než kapitál vlastní, tudíž jeho využití je pro podnik jistě přínosné. Tento fakt souvisí s úroky spojenými s cizím kapitálem. Ty vstoupí do nákladů a v důsledku toho dojde ke snížení zisku, na jehož základě se platí daně a dojde tak ke snížení daňové povinnosti podniku (tzv. daňový štít) (Knápková a kol., 2017).

Celková zadluženost (debt ratio)

$$\text{celková zadluženost} = \frac{CK}{\text{celková aktiva}}$$

Celková zadluženost je základním ukazatelem z ukazatelů zadluženosti a udává poměr cizích zdrojů k celkovým aktivům podniku. Platí zde pravidlo, že čím vyšší hodnoty tento ukazatel nabývá, tím větší riziko vzniká pro věřitele. Obecně věřitelé tedy preferují spíše nižší hodnoty tohoto ukazatele a vlastníci naopak vyšší (vyšší zhodnocení z důvodu finanční páky). Doporučená optimální hodnota tohoto ukazatele se pohybuje mezi 30-60 % (Knápková a kol., 2017, Růčková, 2015).

Koeficient samofinancování (equity ratio)

$$\text{koeficient samofinancování} = \frac{VK}{\text{celková aktiva}}$$

Koeficient samofinancování vyjadřuje, v jakém rozsahu je společnost schopna pokrýt aktiva z vlastního kapitálu (peněz akcionářů). Jedná se o doplněk k ukazateli celkové zadluženosti a jejich součet by měl nabývat přibližně hodnoty 1 (tedy 100 %) (Růčková, 2015).

Úrokové krytí

$$\text{úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{nákladové úroky}}$$

Ukazatel úrokového krytí nám vyjadřuje, kolikanásobně zisk podniku převyšuje úroky. V případě, že by výsledná hodnota vyšla 1, podnik je schopen splatit vzniklé

úroky věřitelům, avšak již nemá dostatek prostředků na zaplacení daní a vyplacení peněz vlastníkům. Obecně doporučená hodnota tohoto ukazatele se tedy pohybuje okolo čísla 5 a výše (Knápková a kol., 2017, Růčková, 2015).

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity nám vyjadřují, zda podnik disponuje přiměřeným objemem aktiv potřebných pro současné a budoucí hospodářské aktivity a zda je podnik schopen efektivně zacházet s vloženými prostředky. Tyto ukazatele zpravidla zobrazují počet obrátek (rychlost obratu) určitých položek aktiv (nebo pasiv) a dobu jejich obratu (jakou dobu je majetek vázán v dané formě).

Obrat aktiv

$$\text{obrat aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva celkem}}$$

Ukazatel obratu aktiv vyjadřuje, kolikrát se všechna aktiva podniku obrátí za období jednoho roku. Výsledná doporučená hodnota by měla být nejméně 1. Vzorec je možné upravit a do čitatele dosadit dlouhodobý majetek (obrat dlouhodobého majetku) nebo zásoby (obrat zásob) (Knápková a kol., 2017).

Doba obratu zásob

$$\text{doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\text{průměrné denní tržby} \left(\frac{\text{tržby}}{365} \right)}$$

Ukazatel doby obratu zásob nám říká, jak dlouho jsou zásoby vázány v podniku do jejich spotřebování. Nejprínosnější je pro podnik stav, kdy dochází k co nejvyššímu obratu zásob a co nejkratší době jejich obratu.

Doba splatnosti pohledávek

$$\text{Doba splatnosti pohledávek} = \frac{\text{pohledávky z obchodního styku}}{\text{průměrné denní tržby} \left(\frac{\text{tržby}}{365} \right)}$$

Ukazatel doby splatnosti pohledávek udává, za jak dlouhou dobu jsou pohledávky v průměru splaceny (převedeny na peníze). Za optimální dobu splacení pohledávek je považována běžná doba splatnosti faktur. V případě, že se jedná o delší dobu, vyjadřuje to, že obchodní partneři neplatí včas.

Doba splatnosti závazků

$$\text{doba splatnosti závazků} = \frac{\text{závazky z obchodního styku}}{\text{průměrné denní tržby} \left(\frac{\text{tržby}}{365}\right)}$$

Doba splatnosti závazků vyjadřuje období od doby, kdy podniku vznikl závazek (vystavení faktury) do okamžiku jeho zaplacení. Výsledná hodnota tohoto ukazatele by měla dosáhnout minimální hodnoty na úrovni doby splatnosti pohledávek (Mařík a kol., 2018, Růčková, 2015).

2.4 Zhodnocení celkové finanční situace podniku

Jak již bylo uvedeno na začátku kapitoly, cílem finanční analýzy je souhrnné vyhodnocení finančního zdraví podniku a identifikování zásadních faktorů majících vliv na daný stav. Za účelem celkového zhodnocení finančního zdraví podniku je nutné vzít v potaz výsledky jednotlivých analýz a jejich vzájemné působení. Z tohoto důvodu se celá řada autorů snaží zkonstruovat souhrnné ukazatele (také nazývané souhrnné indexy hodnocení), které by pomocí jednoho čísla vyjádřily celkovou finanční situaci podniku.

Tyto souhrnné ukazatele je možné rozdělit do dvou skupin. První z nich jsou bankrotní modely, jejichž hlavním cílem je konstatování, zda firma v dohledné době nebude čelit bankrotu. Z této skupiny je nejvýznamnější Altmanův model (Z-skóre), model IN (index důvěryhodnosti) a Taffelův model. Druhou skupinou jsou bonitní modely, které hodnotí finanční zdraví podniku na základě bodového ohodnocení určitých oblastí činností podniku. Na základě bonitních modelů je možné podnik porovnávat s ostatními podniky ve stejném oboru činnosti. Do této skupiny patří např. Tamariho model nebo Kralikův Quicktest.

Altmanův model (Z-skóre)

Altmanův model nebo také nazývané Z-skóre patří k nejoblíbenějším a nejpoužívanějším souhrnným indexům hodnocení podniku, který vypovídá o finančním zdraví podniku. Princip výpočtu je založen na součtu hodnot pěti poměrových ukazatelů, kdy každému z nich náleží určitá váha. Altmanův model se může lišit na základě toho, zda oceňovaná firma je veřejně obchodovatelná či nikoliv. Následující vzorec se používá pro veřejně neobchodovatelné podniky:

$$Z = 0,77 \times X_1 + 0,847 \times X_2 + 3,107 \times X_3 + 0,42 \times X_4 + 0,998 \times X_5$$

$X_1 = \text{pracovní kapitál/aktiva}$

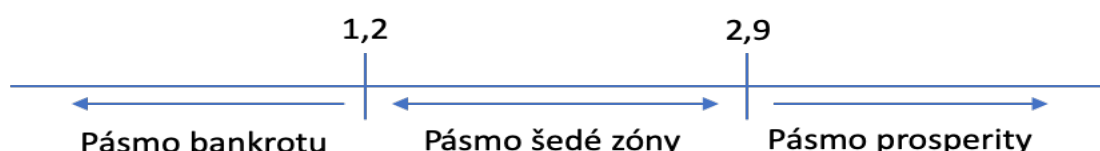
$X_2 = \text{nerozdělené zisky/aktiva}$

$X_3 = \text{EBIT/aktiva}$

$X_4 = \text{tržní hodnota VK/cizí zdroje}$

$X_5 = \text{tržby/aktiva}$

Na následujícím schématu je zobrazeno, jakých 3 různých pásem může výsledné číslo nabývat. Nejpříjemnější výsledek se bude nacházet v pásmu prosperity, kdy se firma nachází v dobré situaci. Výsledek nacházející se v šedé zóně není možné jednoznačně určit za dobrý nebo špatný. Výsledek v pásmu bankrotu pak naznačuje větší finanční problémy s možností bankrotu.



Zdroj: (Růčková, 2015), zpracování vlastní

Obr. 6. Interpretace výsledku Altmanova modelu

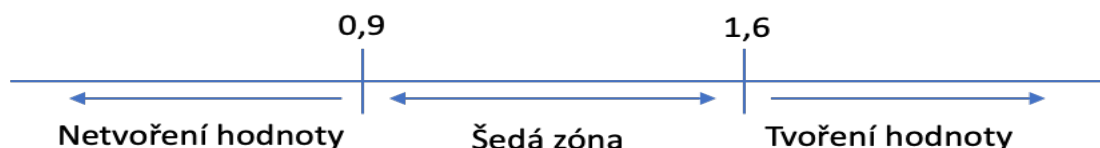
Model IN-Index důvěryhodnosti

Model IN nebo také Index důvěryhodnosti je model vytvořený manželi Neumanovými, který je uzpůsobený konkrétním podmínkám České republiky a jehož cílem je zhodnocení finančního zdraví podniku.

$$IN05 = 0,13 \times \frac{\text{Aktiva}}{CK} + 0,04 \times \frac{EBIT}{\text{nákladové úroky}} + 3,97 \times \frac{EBIT}{\text{aktiva}} + 0,21 \times \frac{\text{výnosy}}{\text{aktiva}} + 0,09 \times \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

Následující schéma zobrazuje 3 různá pásma, do kterých výsledek může spadat. V případě finančně zdravého podniku bude docházet k tvorbě hodnoty. Naopak v případě negativního výsledku bude podnik svou hodnotu spíše poškozovat. Mezi těmito dvěma pásmy se nachází opět tzv. šedá zóna. Ovšem při výpočtu může nastat problém související s hodnotou ukazatele EBIT/nákladové úroky. V situaci, kdy se hodnota nákladových úroků pohybuje okolo nuly, může být značně zkreslen

celkový výsledek indexu. V takovéto situaci je doporučeno omezit celkovou hodnotu tohoto ukazatele na číslo 9, čímž dojde k omezení jeho vlivu na ostatní ukazatele. (Knápková a kol., 2017, Růčková, 2015).



Zdroj: (Knápková a kol., 2017), zpracování vlastní

Obr. 7. Interpretace výsledku modelu IN

2.5 Rozčlenění podnikových aktiv na potřebná a nepotřebná

Dále je zapotřebí rozdělit celková aktiva podniku na dvě skupiny: aktiva potřebná (nutná) pro provoz podniku a aktiva nepotřebná (v průmyslu tvoří cca 20 % z celkových aktiv). Pokud to je možné, mělo by rovněž dojít i k vyřazení výnosů a nákladů souvisejícími s nepotřebnými aktivy z výnosů a nákladů podniku (Janíček, Marek a kol., 2013).

Do skupiny potřebných aktiv pro provoz podniku spadají takové položky, které souvisí s hlavní výdělečnou činností podniku a podílí se tak na vytváření hodnoty. Se zapojením těchto aktiv vzniknou peněžní příjmy, jejichž hodnota je v rámci ocenění v hodnotě podniku zahrnuta výnosovým způsobem. V případě, že dojde k vyčlenění těchto aktiv, dojde k poklesu příjmů podniku, což charakterizuje právě tuto skupinu aktiv.

Druhou skupinou aktiv jsou aktiva nepotřebná, jejichž charakteristickou vlastností je, že nesouvisí s hlavní výdělečnou činností podniku a nejsou tak součástí výnosového ocenění společnosti.

V následujících bodech jsou shrnuty hlavní důvody, které vedou k tomuto rozdělení aktiv podniku:

- Podnik vlastní nevyužívaná aktiva, z nichž plynou minimální nebo žádné příjmy a nejsou tedy výnosově oceněna
- Nepotřebná aktiva a z nich plynoucí výnos mohou mít odlišnou rizikovost při porovnání s rizikem týkajícího se hlavní činnosti podniku

- Přístup k ocenění je odlišný u obou těchto skupin a rovněž jsou i použity rozdílné metody pro ocenění neprovozních aktiv

Aktiva neprovozního charakteru je tedy vhodné oceňovat zvláště od aktiv provozních a vždy bude záležet na konkrétní položce ocenění, na jejímž základě bude zvolena metoda. V případě aktiv generujících výnos je vhodné použít metody výnosového ocenění. Nevyužívaná aktiva (např. budova nebo její část) je možné pronajmout a ocenit je tak na základě výnosového ocenění na principu běžné výše nájmu. Další možností ocenění neprovozních aktiv je na úrovni jejich tržní hodnoty (tzn. výnosu z prodeje aktiva) nebo na úrovni likvidační hodnoty k určitému okamžiku. V ojedinělých případech, kdy nemáme dostatek podkladů je možné použít účetní hodnotu aktiva (zejména v případě peněžních prostředků). V závěru procesu hodnocení společnosti se takto zjištěná hodnota neprovozních aktiv připočte k celkové hodnotě provozní části podniku (Mařík a kol., 2018, Vochozka, Mulač a kol., 2012).

2.6 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Pojem generátory hodnoty představuje seskupení určitých základních hodnot, které dohromady svým vzájemným působením vytváří hodnotu podniku. Účelem prognózy generátorů hodnoty je vytvoření podkladu informací pro následný finanční plán, který pouze tyto generátory rozvede a doplní. Jednotlivé generátory jsou zpravidla odvozeny od vybraného přístupu k ocenění (nejčastěji na základě metody diskontovaných peněžních toků). Rozlišujeme následující generátory hodnoty:

- tržby a jejich růst
- marže provozního zisku
- investice do pracovního kapitálu
- investice do dlouhodobého majetku nezbytného pro provoz podniku
- diskontní míra
- prostředky financování (zejména objem cizího kapitálu)
- doba, po kterou se předpokládá existování podniku (tvorba kladného peněžního toku)

2.6.1 Tržby

Prognóza tržeb do budoucna by měla být vypracována již v rámci strategické analýzy, avšak v této části může být prognóza upravena dle kapacitních možností, kterými podnik disponuje. K úpravě však dochází primárně na základě potřebných investic a způsobu jejich financování.

2.6.2 Provozní zisková marže

Druhým velice důležitým generátorem hodnoty podniku je provozní zisková marže, která má dopad na finální ocenění.

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{\text{korigovaný provozní VH před daní a odpisy}}{\text{tržby}}$$

Korigovaný výsledek hospodaření je výsledkem hospodaření vytvořený provozně nutným investovaným kapitálem a z praktických důvodů je zde použit před daněmi a odpisy (zatím nemáme k dispozici odpisy a daň do jejich získání nemá smysl počítat).

2.6.3 Pracovní kapitál

Pojem pracovní kapitál byl uveden již v předchozí části textu v rámci finanční analýzy, kdy se v rámci výpočtu odečítaly od oběžných aktiv krátkodobé cizí zdroje. V této fázi však dojde k úpravě tohoto výpočtu. Od oběžných aktiv se již odečte pouze neúročený cizí kapitál (kapitál, na který nejsme schopni stanovit jeho náklady). Další změnou je, že v rámci výpočtu pracujeme s veličinami pouze v takové výši, jakou si vyžádá základní činnost podniku (tzn. s veličinami v provozně nutném rozsahu).

2.6.4 Investice do dlouhodobého majetku

Zde je důležité upozornit, že v tomto případě bereme v potaz pouze takové investice do dlouhodobého majetku, které jsou nezbytné pro zabezpečení základní činnosti podniku (Mařík a kol., 2018).

2.7 Sestavení finančního plánu

V situaci, kdy oceňovatel využije v rámci oceňování podniku některé z výnosových metod, je žádoucí vytvoření finančního plánu. V rámci finančního plánu pro potřebu oceňování plánujeme vývoj v rámci těchto finančních výkazů:

- výkaz zisku a ztrát
- rozvaha
- výkaz cash flow

Finanční plán je obvykle zahrnutý do podnikového plánu, který je založen na dlouhodobých podnikových hodnotách, strategii a vizi. Tento podnikový plán je složen z více dílčích plánů, které mezi sebou mají vzájemné souvislosti. V případě určování tržní, či objektivizované hodnoty podniku by však oceňovatel neměl převzít takovýto finanční plán vytvořený vedením společnosti obsahující subjektivní prvky (Mařík a kol., 2018).

Je tedy žádoucí vytvořit vlastní finanční plán pro účel ocenění, jehož postup sestavení obsahuje určité odlišnosti v porovnání s interním podnikovým finančním plánem. Zjednodušeně je možné říct, že smyslem finančního plánu pro účely ocenění je vytvoření podkladu, který bude použit dále při vyplňování vzorců sloužících k určení hodnoty společnosti. V rámci tohoto finančního plánu nejsou rovněž všechny položky rozebírány do úplného detailu, ale spíše je zaměřen na hlavní položky mající vliv na následný proces hodnocení (Mařík a kol., 2018, Vochozka, Mulač a kol., 2012).

Při samotném vytváření finančního plánu použijeme jako základ již naplánované položky z předešlého kroku (tzn. z analýzy a prognózy generátorů hodnoty), které tvoří základ finančního plánu. Těmito položkami jsou:

- tržby z prodeje klíčových podnikových výrobků
- zisková marže a provozní zisk z ní získaný
- objem zásob, pohledávek a závazků v plánovaném rozsahu
- prvotní prognóza investic do dlouhodobých aktiv podniku nutných k zachování hlavní podnikové činnosti

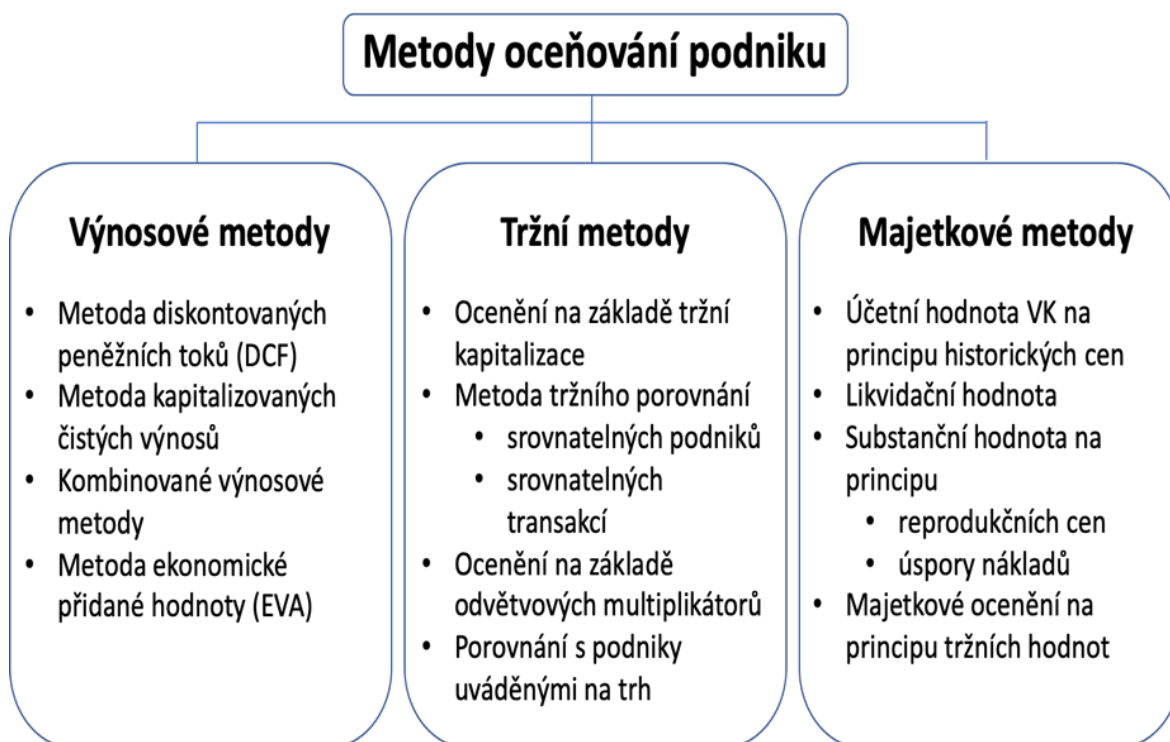
Pro sestavení kompletních finančních výkazů je třeba ještě doplnit určité podklady. První z nich plán financování, který zahrnuje zejména očekávané úvěrové splátky, využívání dodatečných úvěrů a případně navýšení VK podniku. Dále je vhodné doplnit i položky s nižším významem, u kterých však dochází k pravidelnému opakování (použijeme zpravidla méně sofistikované postupy jejich prognózy).

Rovněž je třeba v rámci plánu zohlednit očekávaný objem vyplácených dividend nebo podílů na zisku majitelům podniku. V závěru je pak žádoucí dodat formální dopočty položek, které v průběhu předchozích kroků nebyly sestaveny a které jsou potřebné pro kompletní vytvoření výkazů (např. výše dlouhodobého majetku ke konci každého roku, celkové peněžní toky, nerozdělený zisk atd.) (Mařík a kol., 2018).

3 Metody oceňování podniku

Obvykle při oceňování podniku platí postup, kdy nejdříve na základě účelu vedoucího k ocenění je vybrána vhodná báze hodnoty. Následně toho jsou pak zvoleny konkrétní metody a údaje do nich vstupující, pomocí kterých bude podnik oceněn.

Tyto metody jsou děleny do tří základních skupin: metody založené na analýze výnosů podniku, metody založené na analýze aktuálních tržních cen a metody mající základ na ocenění jednotlivých položek majetku podniku. Jednotlivé metody spadající do těchto třech základních skupin jsou uvedeny na následujícím schématu (Mařík a kol., 2018).



Zdroj: (Janíček, Marek a kol., 2013, Mařík a kol., 2018), zpracování vlastní

Obr. 8. Přehled metod pro oceňování podniku

V následujících kapitolách budou tyto tři základní skupiny metod popsány a vybrané metody použité v následné praktické části budou rozebrány do většího detailu.

3.1 Výnosové metody

Základním východiskem v rámci výnosových metod oceňování podniku je fakt, že hodnota podniku je dána očekávaným užitekem z něho plynoucím pro jeho vlastníky. Jedná se o ekonomické efekty, kterými mohou být zisk, finanční toky, dividendy atd. Výsledná hodnota u jednotlivých výnosových metod je závislá zejména na určení těchto budoucích výnosů z podniku plynoucích, dále pak na určení nákladů na kapitál a rovněž vymezení časového horizontu (Dluhošová a kol., 2010).

3.1.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF) je základní metodou ze skupiny výnosových metod, která je v praxi jednou z nejpoužívanějších a nejvíce oblíbenou. Tuto metodu je vhodné použít v případě, kdy je možné s vysokou přesností odhadnout budoucí směr firmy a rovněž kdy pravděpodobnost vzniku nenadálých změn je na nízké úrovni.

Jak již z názvu je patrné, základem této metody jsou peněžní toky. Konkrétně se jedná pouze o volné peněžní toky (free cash flow), které jsou charakterizovány tím, že je možné je vyjmout bez narušení odhadovaného budoucího vývoje podniku. Princip této metody spočívá v tom, že jsou tyto jednotlivé budoucí volné peněžní toky sečteny a následně diskontovány (převedeny) na jejich současnou hodnotu. Tu je možné popsat jako hodnotu budoucích peněžních toků ke dni ocenění podniku (Vochozka, Mulač a kol., 2012).

Metoda diskontovaného cash flow může být vypočítána na základě jedné ze tří metod, jejichž společným cílem je zjištění výnosového ocenění VK. Rozdílný je pouze postup, jak je tohoto cíle u jednotlivých metod dosaženo. Těmito metodami jsou:

- metody DCF entity (entita=bere v potaz podnik jako celek)
- metoda DCF equity (equity=vlastní kapitál)
- metoda DCF APV (adjusted present value=upravená současná hodnota)

Metoda DCF entity je považována za metodu základní a v praxi je tedy i nejvíce používanou. Hlavním cílem této metody je zjištění výše hodnoty podniku jako celku. Samotný výpočet je rozdělen do dvou částí. V první části jsou východiskem peněžní toky, které jsou určeny pro skupinu vlastníků, ale rovněž i pro skupinu věřitelů.

Diskontováním těchto peněžních toků dostaneme hodnotu podniku jako celku (označovanou jako „ H_b “= brutto hodnota). V druhé části výpočtu od této hodnoty odebereme hodnotu cizího kapitálu, čímž dostaneme hodnotu VK (označovanou jako „ H_n “= hodnota netto).

Metoda DCF equity se od předchozí metody poněkud odlišuje. Východiskem této metody jsou pouze peněžní toky, které jsou určeny pouze vlastníkům podniku. Výslednou hodnotu VK (H_n) pak získáme diskontováním těchto peněžních toků.

Metoda DCF APV představuje v praxi méně obvyklý způsob výpočtu. Samotný postup je rozdělen do dvou částí. V první části je zjištěna hodnota jako celku. Této hodnoty je dosaženo sečtením hodnoty podniku při nulovém zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. V druhé části je pak od této hodnoty odebrán cizí kapitál a dostaneme tak čistou hodnotu podniku (Janíček, Marek a kol., 2013, Mařík a kol., 2018).

Stanovení tempa růstu

Stanovení tempa růstu (g) hraje v rámci modelů DCF důležitou roli a na jeho správné určení by měl být kladen velký důraz. Pokud by došlo k nesprávnému stanovení tempa růstu, rostla by pak míra rizika plynoucí z investice do podniku. Tempo růstu pro modely DCF můžeme odvodit z:

- z historických dat
- vnitřních parametrů fungování podniku
- názorů kvalifikovaných analytiků

Při odvozování z historických dat zpravidla pracujeme s historickou časovou řadou 3-5 let, kdy g je stanoveno na základě historických růstových měr. Budoucí růstová míra pak může být určena prostým aritmetickým průměrem, mediánem nebo tzv. složenou mírou růstu (CAGR), což je geometrický průměr. Předpokladem využití tohoto způsobu odvození je kontinuita minulosti a budoucnosti podniku.

Při výpočtu g z vnitřních parametrů fungování podniku můžeme využít dvou přístupů. První z nich je odvození g na základě rentability vlastního kapitálu a aktivačního poměru-tzn. vnitřní míra růstu. Druhým přístupem je pak odvození g na základě rentability vlastního kapitálu a kapitálové struktury – tzn. udržitelná míra růstu (Kislingerová, 2001).

Metoda DCF entity

Jak již bylo uvedeno, základním východiskem této metody jsou volné peněžní toky určené vlastníkům a rovněž i věřitelům společnosti. Zde jsou označovány jako FCFF (free cash flow to firm). Jako základy výpočtu pro FCFF je nejdříve nutné zjistit korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH), jehož výpočet je zobrazen v následující tabulce:

Tab. 1 Výpočet KPVH pro metodu DCF entity

Provozní výsledek hospodaření (z výkazu zisku a ztrát)
- Provozní výnosy mimořádné, jednorázové a nemající souvislost s provozním majetkem
+ Provozní náklady mimořádné, jednorázové a nemající souvislost s provozním majetkem
+ Výnosy z fin. investic a výnosové úroky (pokud plynou z provozně nutného majetku)
- Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem
= Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Zdroj: (Mařík a kol., 2018)

Následně je možné přejít k výpočtu samotného volného peněžního toku, jehož výpočet zobrazuje následující tabulka:

Tab. 2 Výpočet FCFF

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

Zdroj: (Mařík a kol., 2018)

Po vypočtení FCFF následuje jeho diskontování, kde nejpoužívanější metodou je tzv. dvoufázový model. Ten funguje na základním principu, při kterém je následující období rozčleněno na dvě části. První částí je období, pro které je možné zkonstruovat prognózu volného peněžního toku pro každý jednotlivý rok z tohoto období. Druhou částí je tzv. pokračující hodnota, která začíná u konce první části a pokračuje do nekonečna. Tato hodnota musí být diskontována k oceňovacímu dni. Výsledná hodnota je pak dána součtem těchto dvou fází. Vzorec pro výpočet dvoufázového modelu má následující podobu:

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

kde: H_b =hodnota podniku jako celku

$FCFF_t$ =volné CF do firmy v roce t

i_k =diskontní sazba (na úrovni WACC)

n=délka předpokládaného působení podniku (počet let)

T= délka první fáze (počet let)

PH=pokračující hodnota

Před samotným započtením výpočtu je nejdříve nutné určit, jak dlouhé období bude první fáze (tzn. fáze prognózy) a od jakého okamžiku bude začínat pokračující hodnota. Vždy záleží na konkrétních podmínkách daného podniku, avšak průměrná doba první fáze je v evropských podmínkách cca 3-6 let.

Pokračující hodnotu je možné vypočítat prostřednictvím tzv. Gordonova vzorce. Ten má následující podobu: (Vochozka, Mulač a kol., 2012, Mařík a kol., 2018).

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

Kde: T=poslední rok z prognózy

$FCFF_{T+1}$ =volný peněžní tok v prvním roce druhé fáze

i_k =diskontní sazba

g=předpokládané tempo růstu druhé fáze do nekonečna

platí $i_k > g$

Jak je patrné, v rámci Gordonova vzorce pracujeme s odhadovaným volným peněžním tokem prvního roku z období, pro které již nedisponujeme plánem ($FCFF_{T+1}$).

Pomocí předchozích kroků však ještě nedostaneme výslednou hodnotu, ale pouze jeho hodnotu provozní (brutto). Postup výpočtu výsledné hodnoty vlastního kapitálu zobrazuje následující tabulka: (Mařík a kol., 2018)

Tab. 3 Metoda FCFF: Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu

Hodnota brutto (provozní hodnota)
- Hodnota úročeného cizího kapitálu (k datu ocenění)
= hodnota vlastního kapitálu (provozní)
+ Hodnota aktiv, která nejsou provozně nutná (k datu ocenění)
= Výsledná hodnota vlastního kapitálu

Zdroj: (Mařík a kol., 2018)

Stanovení diskontní míry pro metodu DCF entity

Diskontní míra obecně je již popsána v rámci kapitoly 1.8. Pouze pro rekapitulaci, diskontní míra je důležitou součástí modelů DCF, jejímž hlavním úkolem je převedení budoucích příjmů na jejich současnou hodnotu, vyčíslení investorem očekávané míry výnosnosti investice v čase a zohlednění rizika spojeného se získáním těchto příjmů. V případě metody DCF entity, kdy je diskontován volný peněžní tok do firmy jako celku, je třeba diskontní míru stanovit na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál (WACC). Náklady kapitálu v tomto případě odpovídají příjmům očekávaných investory z jejich investice do podniku s určitým rizikem. Vzorec má následující podobu:

$$WACC = r_e * \frac{E}{C} + r_d * (1 - t) * \frac{D}{C}$$

Kde: r_e =náklady na vlastní kapitál

r_d =náklady na cizí kapitál

E=velikost vlastního kapitálu

D=velikost cizího zpoplatněného kapitálu

C=velikost celkového investovaného kapitálu (C=E+D)

t=sazba daně

Do skupiny cizího kapitálu můžou spadat např. dluhopisy, úvěry, finanční výpomoci atd. Náklady na cizí kapitál jsou pak vypočítány pomocí váženého aritmetického průměru těchto jednotlivých úrokových sazeb, čímž dojde ke stanovení průměrné úrokové sazby. V případě, kdy by externí oceňovatel neměl dostatek informací pro takovýto postup, může náklady na cizí kapitál vypočítat na základě podílu nákladových úroků a výše zpoplatněných cizí zdrojů.

Co se týče vlastního kapitálu, je nutné si uvědomit, že tento druh kapitálu není zadarmo a jsou s ním spojeny rovněž náklady. Ty jsou určeny výnosovým očekáváním investorů s přihlédnutím k riziku s investicí spojeného. Výši této požadované výnosnosti odvozujeme z možného alternativního využití investovaného kapitálu se shodnou mírou rizika. V praxi je pro stanovení nákladů na vlastní kapitál nejvíce používaný model CAMP (oceňování kapitálových aktiv). Jeho výpočet má následující podobu: (Kislingerová, 2001, Vochozka, Mulač a kol., 2012).

$$r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

Kde: r_e =náklady vlastního kapitálu

r_f =bezriziková míra

β =systematické riziko

r_m =průměrná výnosnost kapitálového trhu

(r_m-r_f) =prémie za tržní riziko

3.1.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Hlavním smyslem ekonomické přidané hodnoty je to, že měří ekonomický zisk. Při jeho výpočtu jsou zohledněny nejen běžné náklady, ale hlavně i náklady kapitálu (na cizí i na vlastní kapitál). Podnik bude tvořit hodnotu pro vlastníky, pokud EVA bude dosahovat kladného výsledku. Metodu ekonomické přidané hodnoty je možné využít jako ukazatel finanční analýzy, ukazatel výkonnosti, nástroj řízení a

motivování pracovníků, ale také jako nástroj ocenění, kterého bude využito v této práci. Obecný tvar vzorce pro výpočet EVA má následující podobu:

$$EVA = NOPAT - Capital * WACC$$

Kde: NOPAT= zisk z provozu činnosti podniku po dani

Capital=kapitál vázaný v aktivech sloužících k hlavní činnosti podniku

WACC=průměrné vážené náklady na kapitál

NOPAT neboli čistý zisk z provozní činnosti podniku je počítán pouze z činnosti, která slouží k hlavnímu podnikatelskému účelu dané společnosti. Ostatní činnost (neprovozní) není ve výpočtu začleněna, jelikož je s ní spojeno jiné riziko a z toho důvodu je žádoucí využít jinou diskontní míru.

Položka capital zahrnuje aktiva, která souvisí s hlavní činností podniku a vedou k dosažení provozního zisku. Ta jsou nazývána jako čistá operační aktiva (NOA- Nett Operating Assest). U NOA a NOPAT je důležité dosažení symetrie. To znamená, že pokud máme určitá aktiva zahrnuta do NOA, je nutné, aby náklady a výnosy s nimi spojené byly zahrnuty rovněž i v NOPAT a naopak.

Vzorec, který bude použit v rámci ocenění pak bude mít následující podobu:

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} * WACC_t$$

Samotný výpočet je rozdělen stejně jako u předchozí metody do dvou fází. Nejprve je počítána současná hodnota první fáze, pro kterou máme vypracovaný finanční plán. V druhé fázi je počítáno s určitým tempem růstu a cílem je získat současnou hodnotu pokračující hodnoty. Součtem těchto dvou fází pak dostaneme MVA (hodnota přidaná trhem), neboli současnou hodnotu budoucích operačních nadzisků (EVA). K této hodnotě jsou následně přičteny NOA k datu ocenění, čímž dostaneme provozní hodnotu podniku brutto. Odečtením úročeného cizího kapitálu pak dostaneme provozní hodnotu netto. V poslední fázi výpočtu již dojde pouze k přičtení neoperačního majetku ve výši k datu ocenění a získáme výslednou hodnotu vlastního kapitálu společnosti (Mařík a kol., 2018, Vochozka, Mulač a kol., 2012).

3.2 Tržní metody

Tržní metody, nebo také někdy nazývané metody tržního srovnání nebo relativního oceňování jsou založeny na odvozování hodnoty aktiv a kapitálu podniku z přístupných dat od srovnatelných podniků. K oceňování na základě porovnání dochází zejména v případech, kdy podíly jednotlivých podniků jsou veřejně obchodovány v rámci kapitálových trhů. Pomocí tržních metod je možné vyhodnotit reálnost výsledků z výnosových metod. Použití těchto metod je však v rámci ČR zatím omezené, jelikož tyto metody záleží na počtu prodejů podobných podniků a je složité zde nalézt srovnatelný podnik (Dluhošová a kol., 2010).

3.3 Majetkové metody

Cílem majetkových metod (tzn. analýzy majetku) je zjištění majetkové podstaty oceňovaného podniku. Ta je obecně nazývána jako substanční hodnota v širším smyslu (tzn. pojem substanční hodnota celkově zastřešuje veškeré majetkové metody).

Majetková hodnota podniku je součtem jednotlivě ohodnocených částí majetku podniku. Od něho je následně odečten součet jednotlivě ohodnocených závazků. Výsledná hodnota na základě majetkového ocenění je určena zejména množstvím a strukturou majetku a rovněž pravidly platnými pro jeho ocenění.

V rámci majetkového ocenění hrají zásadní roli zásady a předpoklady, na jejichž základě jsou následně zvoleny odlišné metody pro jeho konstrukci. V případě, že očekáváme trvalou existenci podniku (going concern), dojde k ocenění zejména na principu cen znovupořízení. V opačném případě, kdy spíše nepočítáme s delší existencí podniku, bude využito pro ocenění likvidační hodnoty (Mařík a kol., 2018).

4 Stanovení hodnoty podniku Budějovický Budvar, n.p.

V této praktické části diplomové práce dojde ke stanovení hodnoty národního podniku Budějovický Budvar na základě postupu a metod popsanych v předchozí teoretické části. Podnik bude oceňován za účelem jeho potencionálního prodeje ze státního vlastnictví. Ocenění bude vypracováno z pohledu externího oceňovatele na základě veřejně dostupných dat.

4.1 Představení podniku



Zdroj: (Budějovický Budvar, 2020),

Obr. 9. Budějovický budvar-logo

Datum zápisu:	1. února 1967
Spisová značka:	AV 325 vedená u Krajského soudu v Českých Budějovicích
Obchodní firma:	Budějovický Budvar, národní podnik, Budweiser Budvar, National Corporation, Budweiser Budvar, Entreprise Nationale
Sídlo:	K. Světlé 512/4, České Budějovice 3, 370 04 České Budějovice
Identifikační číslo:	00514152
Právní forma:	Národní podnik
Kmenové jmění:	3 100 000 000,- Kč (Justice, 2020)

Budějovický Budvar, národní podnik je státní pivovar nacházející se v Českých Budějovicích s dlouholetou historií. Jedná se o 4. největší pivovar na základě výstavu piva za rok (v roce 2018 to bylo 1 602 000 hl). Pivovar svá piva vyrábí pod značkou Budweiser Budvar (94 % objemu z celkových prodejů) a Pardál (6 % objemu z celkových prodejů). Výrobky pivovaru jsou vyváženy do 70 zemí z celého

světa (vyváženo cca 1,075 mil. hektolitrů = 67 % celkového výstavu pivovaru). To dělá z Budějovického Budvaru druhého největšího českého exportéra piva. Mimo své vlastní výrobky dováží do ČR a prodává dánský cider Somersby a prémiový ležák Carlsberg.

Pivovar si zakládá na tradičních postupech vaření piva, kvalitních českých surovinách, a to vše s pomocí využití moderních technologií. Důležitý je pro Budvar rozvoj českého pivovarnictví jako řemesla. Z toho důvodu např. sdílí svůj prostor na čepu s vybranými minipivovary, kterým také poskytuje své pivovarské kvasnice a v případě zájmu pomáhá i s jejich recepturami (výroční zpráva Budějovický Budvar, 2018).

4.1.1 Historie společnosti

Novodobá historie společnosti sahá do roku 1895, kdy část českých právovárečnicků nebyla spokojena s tehdejší situací panující v proněmecky orientovaném Měšťanském pivovaře. Na základě toho došlo 7. října 1895 k založení Českého akciového pivovaru, čímž bylo navázáno na dlouholetou tradici vaření piva v tomto regionu. V roce 1930 si pivovar nechal zaregistrovat ochrannou známku Budvar a v důsledku jejího mezinárodního úspěchu a vysoké popularity došlo k začlenění do názvu pivovaru, který byl nově: Budvar-Český akciový pivovar, České Budějovice.

V roce 1967 došlo k založení na základě výměru Ministerstva potravinářství a Ministerstva zemědělství a výživy České republiky již dnešního Budějovického Budvaru, národního podniku. Ten se stal nástupcem jak původního akciového pivovaru, tak i měšťanského pivovaru a rovněž došlo k převzetí většiny jejich ochranných známek. V rámci vývoje pivovaru je důležité zmínit rok 1996, kdy díky rozsáhlé modernizaci v rámci výroby došlo k překročení hranice milionu hektolitrů vystaveného piva. Dalším důležitým rokem je rok 2007, kdy byla uvedena na trh zcela nová značka piva Pardál, na jejímž vývoji se podílelo okolo tří stovek osob z řad jeho budoucích konzumentů (budejovickybudvar.cz, 2020, justice, 2020).

4.2 Strategická analýza

Strategická analýza je výchozím bodem oceňování podniku. Nejprve bude provedena analýza makroprostředí a následně analýza mikroprostředí oceňovaného podniku Budějovický Budvar.

4.2.1 Analýza makrookolí podniku

V analýze makroprostředí podniku bude využito PEST analýzy, v rámci které budou postupně identifikovány základní faktory mající vliv na dané podnikatelské prostředí.

Politické a legislativní faktory

Politická situace v dané zemi zásadně ovlivňuje mnoho aspektů života obyvatel a rovněž i podnikatelské prostředí. V současné době v ČR panuje poměrně stabilní politická situace. Stále se zde však vyskytují různé politické aféry, které z části narušují celkovou důvěru obyvatel a rovněž i podnikatelského prostředí v politiku. Současná vláda (kterou tvoří vítězné ANO 2011 a ČSSD) působí od 12. července 2018 a jejími hlavními prioritami je digitalizace, národní investiční plán nebo např. posílení bezpečnosti státu. Následující volby do poslanecké sněmovny se uskuteční v roce 2021 a dle dosavadních průzkumů je silným favoritem opět hnutí ANO. Z tohoto důvodu je možné očekávat stabilní vývoj politické oblasti.

Co se týče otázky dání, v ČR platí již po 10 let sazba daně z příjmu pro právnické osoby ve výši 19 %. Sazba DPH v základní výši je stanovena na 21 %, přičemž jsou zde dvě sazby snížené (15 % a 10 %), které jsou platné pouze pro určité skupiny zboží.

V souvislosti se sníženou sazbou DPH je nutné zmínit právě pivo, které nově do této sazby částečně spadá a existuje okolo toho mezi veřejností řada nejasností. Nově od 1. května 2020 platí pro pivo dvě sazby DPH. Stávající sazba ve výši 21 % platí pro točené pivo konzumované zákazníkem mimo restaurační zařízení a rovněž na pivo balené. Snížená sazba DPH ve výši 10 % je platná pro točené pivo konzumované přímo v restauračním zařízení. Nealkoholické pivo bude nadále podléhat 15% sazbě DPH, nově však tyto nápoje podávané ve stravovacím zařízení podléhají pouze 10% sazbě DPH (Kadeřábková, 2019, MFCR, 2020).

Druhým typem daně, která platí pouze pro alkoholické pivo, je daň spotřební. Ta je závislá na tom, kolik hl za rok daný pivovar vyrobí. Zde platí základní sazba ve výši 32 Kč za hl (100 litrů) za každé celé hmotnostní procento extraktu původní mladiny (nebo též stupňovitost). Tato sazba je platná pro všechny velké pivovary, které vyrobí více než 200 hl ročně, tzn. i pro Budějovický Budvar. Malé pivovary, které vyrobí méně než 200 hl, mají tuto sazbu sníženou (finance.cz, 2020).

Nejvýznamnější zákony, které jsou obecně platné pro podniky působící v ČR jsou: zákon o obchodních korporacích, občanský zákoník, zákon o účetnictví, zákoník práce nebo zákon o daních z příjmů. Ze zákonů majících dopad na oblast pivovarů je vhodné zmínit zejména zákon o spotřebních daních nebo zákon o ochraně zdraví před škodlivými účinky návykových látek, na jehož základě je plošně zakázáno kouření v restauracích, což může mít vliv i na konzumaci piva.

Vzhledem k tomu, že Budějovický Budvar je druhým největším vývozcem piva z ČR a objem exportu představuje přibližně 67 % z celkové produkce pivovaru, je nutné zmínit faktory i mimo ČR. Hlavním exportním trhem je EU (cca 94 % z celkového exportu), jejímž členem je ČR od roku 2004. Na základě toho má ČR povinnost dodržovat smlouvy, vyhlášky a směrnice z EU plynoucí. Důležitým bodem je odchod Velké Británie z EU, která se aktuálně nachází v přechodném období (do konce roku 2020). V průběhu tohoto období budou dojednány budoucí vztahy mezi Británií a EU, avšak již je jasné, že její odchod bude mít na EU značný dopad (výroční zpráva Budějovický Budvar, 2018)

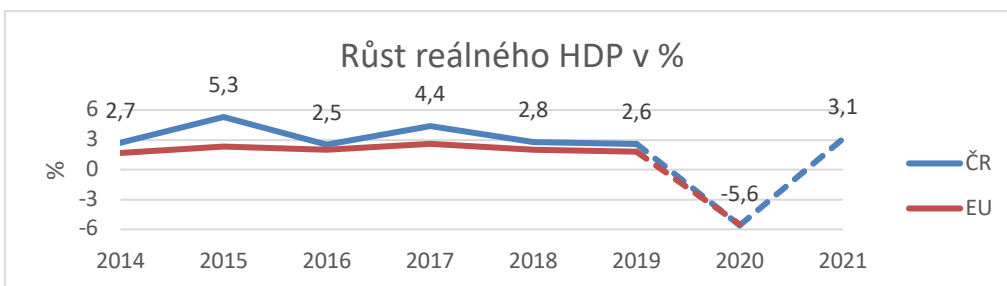
Ekonomické faktory

V rámci ekonomických faktorů budou rozebrány makroekonomické faktory, které mají na Budějovický Budvar nejzásadnější vliv. Těmi jsou: vývoj HDP, vývoj inflace, vývoj měnového kurzu EUR/CZK a vývoj míry nezaměstnanosti. Všechny tyto informace zobrazuje následující tabulka.

Tab. 4 Vývoj hlavních ekonomických faktorů

	Skutečnost						Predikce	
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Nominální HDP ČR mld. Kč (stále ceny)	4314	4596	4768	5047	5324	5653	5530	5781
<i>Růst reálného HDP ČR v %</i>	2,7	5,3	2,5	4,4	2,8	2,6	-5,6	3,1
<i>Růst reálného HDP EU v %</i>	1,7	2,3	2,0	2,6	2,0	1,8		
Průměrná míra inflace (v %)	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	2,8	3,2	1,6
Měnový kurz CZK/EUR	27,5	27,3	27,0	26,3	25,6	25,7	26,5	26,2
Míra nezaměstnanosti	6,1	5,1	4,0	2,9	2,2	2,0	3,3	3,5

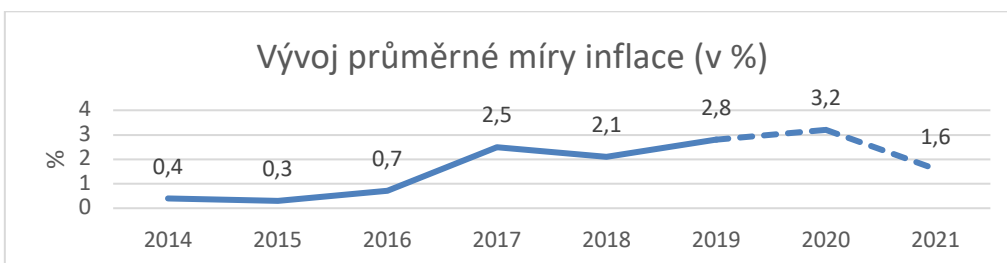
Zdroj: (MFCR, 2020, OECD, 2020), zpracování vlastní



Zdroj: (MFCR, 2020, OECD, 2020), zpracování vlastní

Obr. 10. Porovnání růstu reálného HDP v ČR a EU

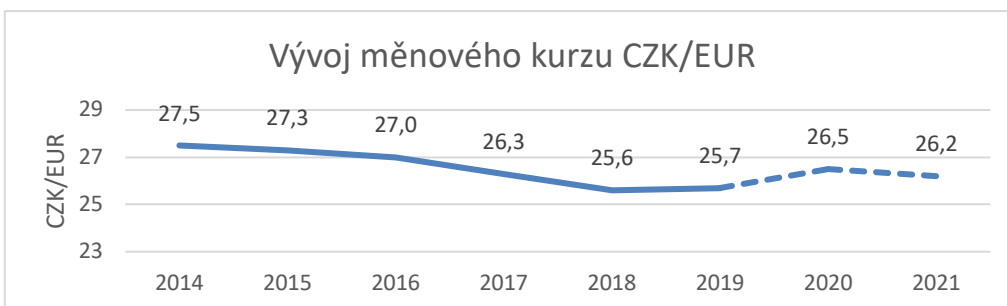
Z uvedených dat je možné vidět, že na základě HDP tuzemská ekonomika od roku 2014 neustále rostla. V porovnání s průměrným růstem reálného HDP v EU se jednalo o značně vyšší hodnoty. Od roku 2018 začal růst reálného HDP v ČR postupně zpomalovat. Na základě predikce MFCR bude v roce 2020 světová ekonomika silně ovlivněna pandemií koronaviru SARS-CoV-2. V důsledku toho je očekáván v roce 2020 pokles ekonomického výkonu o 5,6 %. Podobný propad je rovněž očekáván i v rámci celé EU. Od druhé poloviny roku 2020 je však predikováno postupné oživení ekonomiky a již v roce 2021 by mohl hospodářský růst dosahovat 3,1 %.



Zdroj: (MFCR, 2020), zpracování vlastní

Obr. 11. Vývoj průměrné míry inflace v ČR

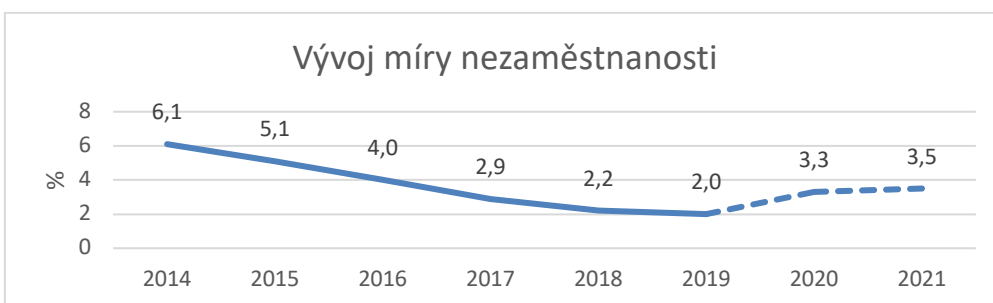
Průměrná míra inflace od roku 2014 postupně rostla až do roku 2017, kdy došlo k výraznému růstu cen na průměrnou hodnotu 2,5 %, čímž byl překročen inflační cíl ČNB (2 %). V roce 2018 došlo k poklesu na průměrnou hodnotu 2,1 %. Od tohoto roku však průměrná míra inflace roste. V roce 2019 dosahovala hodnoty 2,8 % a v roce 2020 je predikována ve výši 3,2 % v důsledku již zmíněného vývoje ekonomiky v tomto roce. V roce 2021 je však již předpokládáno postupné snížení až na hodnotu 1,6 %



Zdroj: (MFCR, 2020), zpracování vlastní

Obr. 12. Vývoj měnového kurzu CZK/EUR

Vzhledem k tomu, že primárním trhem, na který společnost exportuje své výrobky je trh EU, je důležité zmínit vývoj kurzu CZK/EUR. Z tabulky je patrné, že CZK vůči EUR postupně od roku 2014 do roku 2018 posilovala až na hodnotu 25,6 CZK/ EUR. V roce 2020 je predikováno oslabení měny na hodnotu 26,5. CZK/EUR. V následném roce by však již měla česká koruna opět mírně posílit.



Zdroj: (MFCR, 2020), zpracování vlastní

Obr. 13. Vývoj míry nezaměstnanosti

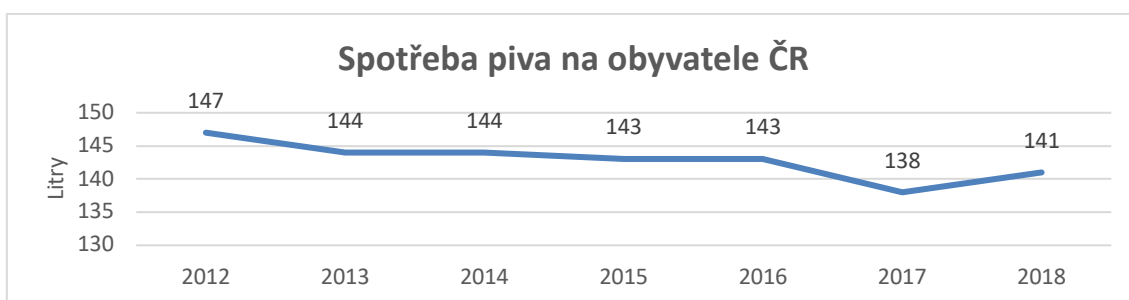
Na vývoji průměrné míry nezaměstnanosti je od roku 2014 patrný postupný pokles až na hodnotu 2 % v roce 2019, která byla jednou z nejnižších v EU. Vlivem současných opatření vedoucích k zabránění šíření nákazy však mnoho lidí přijde o své zaměstnání, což zapříčiní růst nezaměstnanosti až na predikovanou hodnotu 3,5 % v roce 2021.

Sociální faktory

Populace v ČR od roku 2003 neustále roste (s výjimkou roku 2013) až na celkový počet 10 681 161 obyvatel v roce 2019. V posledních letech zde však dochází k postupnému demografickému stárnutí obyvatelstva (tzn. přírůstek počtu obyvatel

ve věkové kategorii 65+) a dochází tak ke snižování počtu osob v produktivním věku (15-64 let). To má obecně negativní vliv na ekonomiku (CZSO, 2020).

O obyvatelích ČR je všeobecné známé, že mají k pivu velice kladný vztah. ČR je zemí, která má největší roční spotřebu piva na světě na jednoho obyvatele (141 l v roce 2018). To potvrzují i data organizace Brewers of Europe sdružující národní pivovarnické asociace z celé Evropy. Detailnější pohled na roční spotřebu piva na jednoho obyvatele a historický vývoj v ČR zobrazuje následující graf (The Brewers of Europe, 2019).



Zdroj: (The Brewers of Europe, 2019), zpracování vlastní

Obr. 14. Vývoj spotřeby piva na obyvatele ČR

Na základě dat uvedených v předchozím grafu je patrné, že od roku 2012 došlo k postupnému snížení konzumace piva na osobu. To mohlo být zapříčiněno změnou mnoha lidí na zdravý životní styl, která je v posledních letech populární či přechodem některých konzumentů na ochucená piva či cidery (které ovšem Budějovický Budvar také nabízí). Vzhledem k tomu, že pivní kultura je v ČR velice hluboce zakořeněna, není předpokládán v následujících letech žádný větší propad těchto hodnot.

Technologické faktory

V dnešních velice rychle se měnících podmínkách a preferencí zákazníků je nutné, aby i technologie firem držely s touto rychlostí krok. Jednou z těchto změn je aktuálně i způsob balení piv. Doba, kdy mnoho pivovarů své pivo prodávalo v plastových lahvích je již v podstatě minulostí a spíše dnes dochází k větší míře využívání tradičních skleněných lahví a velký boom nově zažívají plechovky. S tím souvisí i nutné investice do stáčecích linek (pivovary.info, 2019). K takovéto investici do stáčecí linky na pivo v plechovkách s výkonem 16 800 plechovek/hod došlo

v Budějovickém Budvaru již v roce 2013. Následně v roce 2018 byl v rámci rozvojového plánu podniku a na základě zvýšené poptávky po pivu v plechovkách zprovozněn nový plnič s výkonem 25 000 plechovek/hod. Z tohoto důvodu by měl být pivovar dostatečně připraven na tento aktuální trend balení piva.

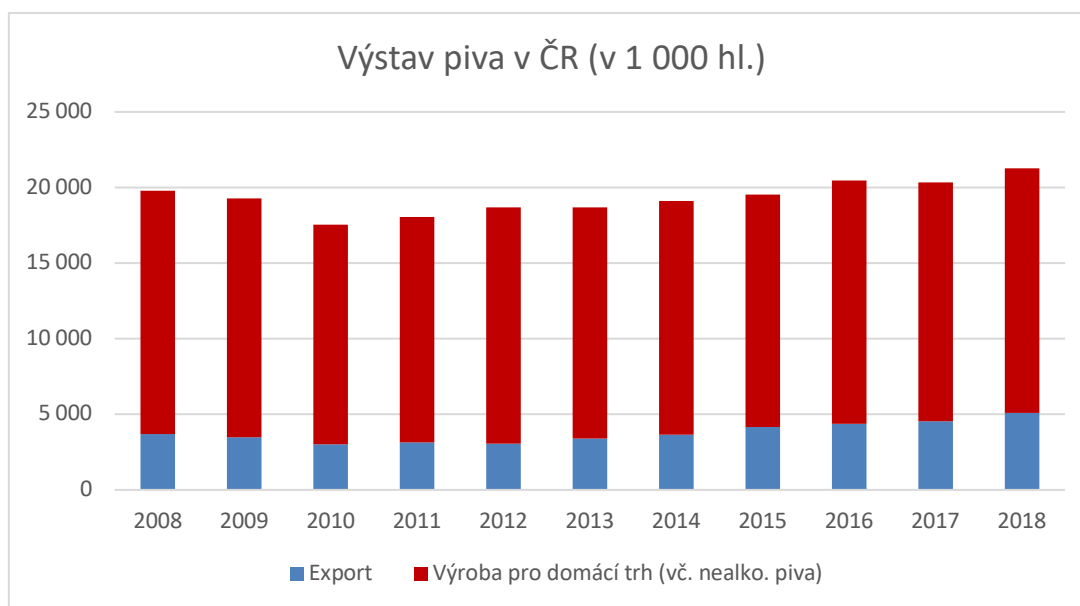
V rámci rozvojového plánu bylo i vybudování nového chlazeného ležáckého sklepa, v němž bylo v roce 2018 namontováno 24 velkých a 10 menších tanků. Instalací těchto nejmodernějších zařízení pivovar zvýšil výrobní kapacitu pro dozrávání piva o 20 %, došlo ke zvýšení efektivity výroby a zajištění nejvyšší úrovně kvality (budejovickybudvar.cz, 2020).

4.2.2 Analýza mikrookolí podniku

V rámci analýzy mikrookolí podniku budou nejdříve uvedena a popsána základní data charakterizující pivovarnictví v ČR jako celek a následně bude využito Porterova modelu pěti konkurenčních sil.

Obecná charakteristika pivovarnického trhu v ČR

Pivovarnictví má v ČR již dlouholetou tradici a produkty místních pivovarů jsou oblíbené po celém světě. Pro detailnější přiblížení tohoto trhu bude následně popsán vývoj ročních výstav piva, vývoj počtu pivovarů a rovněž trend posledních let velmi ovlivňující dané prostředí.



Zdroj: (The Brewers of Europe-Beer statistics, 2010-2019), zpracování vlastní

Obr. 15. Celkový výstav piva v ČR

Na počátku sledovaného období tzn. v roce 2008 se celkový roční výstav piva pohyboval okolo 19,8 mil. hl za rok. Následně v roce 2010 a 2011 došlo k výraznějšímu poklesu výroby. Od roku 2012 však dochází k postupnému růstu (s výjimkou roku 2013 a 2017) až na poslední naměřenou hodnotu celkového ročního výstavu 21,3 mil hl. v roce 2018. Tato hodnota rostla, ačkoliv v posledních letech dochází ke snižování průměrné spotřeby piva na obyvatele ČR (viz. předchozí kapitola). To je dáno primárně vývozem do zahraničí, který od roku 2013 značně roste. V roce 2018 meziroční nárůst exportu činil cca 12 % a nejvýznamnějšími odběrateli bylo Slovensko a Německo (exportovány převážně láhve, sudy a plechovky).

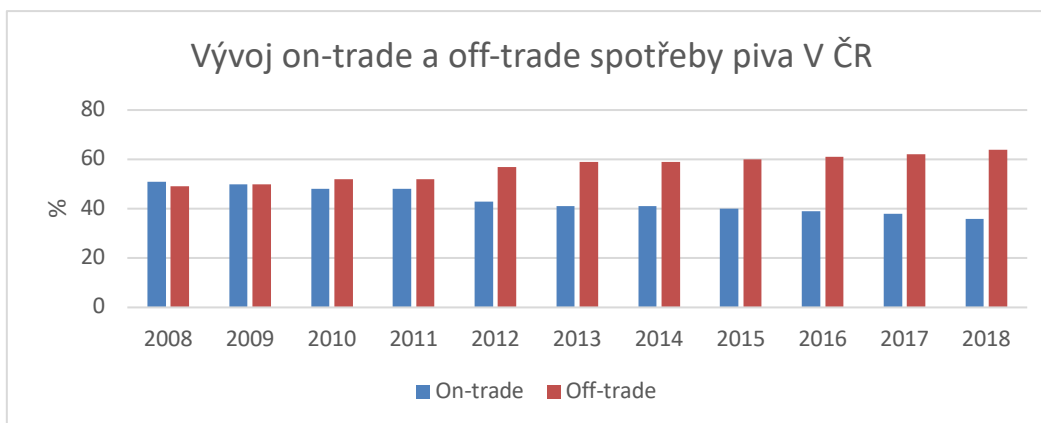
Import zahraničních výrobků směrem do ČR naopak značně poklesl na aktuální hodnotu 395 tis. hl. v roce 2018. Pro porovnání v roce 2010 import činil 1 000 tis. hl, tudíž pokles je přibližně 60 % od této doby. V současné době přibližně polovinu z celkového počtu importovaných výrobků činí výrobky z Polska. (Situační a výhledová zpráva chmel, pivo, 2019).



Zdroj: (The Brewers of Europe, 2019), zpracování vlastní

Obr. 16. Vývoj počtu pivovarů na území ČR

Z předchozího grafu vyplývá, že počet pivovarů od roku 2009 neustále roste. Poslední údaje z roku 2018 uvádí celkový počet 488 pivovarů, z toho 440 minipivovarů (tzn. pivovary s produkcí do 1 000 hl. za rok).



Zdroj: (The Brewers of Europe, 2019), zpracování vlastní

Obr. 17. Vývoj on-trade a off-trade spotřeby piva V ČR

Důležitým trendem v oblasti pivovarnictví v posledních cca 10 letech je také postupný přechod od piva točeného (on-trade) k pivu balenému (off-trade). To je možné pozorovat nejenom v ČR, ale i v jiných státech EU. Zatímco v roce 2009 poměr mezi točeným a baleným pivem byl v ČR přesně 50:50, v roce 2018 byl tento poměr již 36:64 ve prospěch piva baleného. Tento trend se však pivovary snaží zvrátit a podpořit tak tradiční čepované pivo (např. novým konceptem hospod, akcemi na podporu točeného piva atd.) (Situační a výhledová zpráva chmel, pivo, 2019)

Stávající konkurence

Jak již bylo zmíněno, pivovarnictví má v ČR již dlouhou tradici a celkový počet pivovarů v posledních letech neustále roste. Z celkového počtu pivovarů je však nutné se zabývat převážně těmi, které objemem své produkce přibližně odpovídají oceňovanému Budějovickému Budvaru. V následující tabulce jsou uvedeny a seřazeny největší pivovary v ČR na základě jejich ročního výstavu piva, včetně podílu na celkovém ročním výstavu a nejvýznamnějších značek z jejich produktového portfolia.

Tab. 5 Největší pivovary v ČR na základě ročního výstavu

	Výstav (hl.)	Podíl na celkovém výstavu	Hlavní značky	Většinový vlastník
Plzeňský Prazdroj	9 061 000	43%	Pilsner Urquell, Gambrinus, Velkopopovický Kozel, Radegast	Asahi Breweries
Pivovary Staropramen	5 410 000	25%	Staropramen, Braník, Ostravan	MolsonCoors Brewing Co.
Heineken Česká republika	2 400 000	11%	Heineken, Zlatopramen, Krušovice, Břežňák	Heineken International B.V.
Budějovický Budvar	1 602 000	8%	Budweiser Budvar, Pardál	Česká republika
Pivovary Lobkowicz	725 000	3%	Lobkovizc, Platan, Rychtář, Klášter, Černá Hora, Ježek	LAPASAN s.r.o (CIGCL)

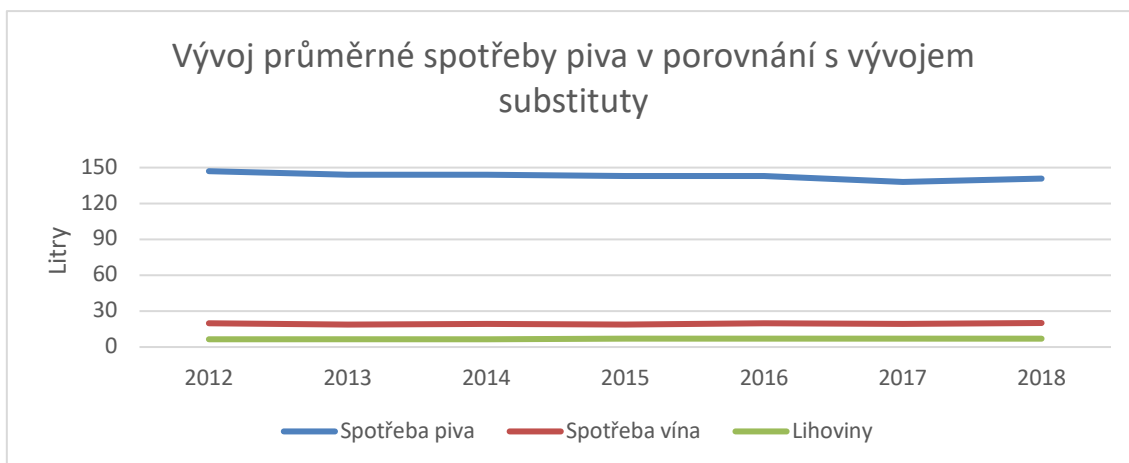
Zdroj: (Výroční zprávy uvedených podniků, 2018), zpracování vlastní

Hrozba vstupu nových konkurentů

Hrozba vstupu nových konkurentů není v případě Budějovického Budvaru nijak vysoká. Ačkoliv počet pivovarů stále roste, je to způsobeno převážně vznikem nových minipivovarů. Ty zákazníkům nabízí zpravidla pivní speciály často s odlišnými technikami a postupy vaření a jsou jakýmsi doplňkem k tradičnímu pivu. Tyto minipivovary mají však zpravidla pouze působnost na lokální úrovni a nejsou tedy větší hrozbou. Počet pivovarů na úrovni Budějovického Budvaru zůstává v podstatě neměnný.

Hrozba vzniku substitutů

Ačkoliv je pivo v české kultuře hluboce zakořeněné a jeho oblíbenost mezi občany je na vysoké úrovni, vždy je nutné počítat i s možnými substituty, které by jeho pozici mohly ohrozit. Za možné substituty k pivu je možné považovat víno, cider a případně tvrdší alkohol (lihoviny, destiláty).



Zdroj: (CZSO, 2018), zpracování vlastní

Obr. 18. Vývoj průměrné spotřeby piva v porovnání s vývojem substitutů

Víno si v ČR v posledních přibližně 30 letech postupně získalo na poměrně velké oblibě. Nárůst v průměrné spotřebě na osobu je od roku 1990 cca 30 %, avšak v posledních letech zobrazených v předchozím grafu již není tento nárůst patrný. Víno tedy není požadováno za substitut, který by výraznějším způsobem mohl ohrozit postavení piva. Stejně tak je tomu i v případě lihovin.

Poněkud dynamičtější nárůst je v kategorii ciderů, která meziročně roste přibližně o 45 %. Tento růst byl způsoben primárně vstupem nových prodejců do této kategorie. V následujících letech již není očekáván takto vysoký růst. Všechny významné pivovary v ČR již tyto produkty nabízejí, tudíž není oni očekáván žádný vstup většího hráče do této kategorie. Z případného růstu kategorie by však těžil i Budějovický Budvar, který dováží a prodává cider Somersby (zboziaprodej, 2018).

Vyjednávací síla dodavatelů

Pivovary obecně potřebují pro výrobu základní 3 suroviny: vodu, chmel a slad. Co se týče vody, tu si pivovar čerpá ze své vlastní 300 m hluboké artézské studně, tudíž riziko spojené s dodavatelem v tomto případě zcela odpadá. Budějovický Budvar využívá pro výrobu piva hlávkový chmel Žatecký poloraný Červeňák. Vzhledem k tomu, že tato odrůda je majoritně pěstovaná na území ČR (osázeno s ní je 86,6 % celkové pěstitelské plochy) a ČR zaujímá třetí místo na světě mezi pěstiteli (v ČR je 8,3 % z celkové světové plochy), není tak vyjednávací síla dodavatelů chmele nijak vysoká. Stejně jako u chmelu, tak i slad je odebírán pouze od českých dodavatelů

(v tomto případě konkrétně z Moravy). Slad je připravován ze sladovnického ječmene, který v ČR poskytuje mnoho výrobců. Za podmínek s příznivým počasím pro zemědělství by tak vyjednávací síla producentů sladu měla být také nízká. Vzhledem k tomu, že se poslední roky ČR potýká s dlouhodobým suchem, může nastat i situace, kdy bude úroda ječmene značně podprůměrná. V takovémto případě by vyjednávací síla producentů vzrostla. (budejovickybudvar.cz, 2020, Situační a výhledová zpráva chmel, pivo, 2019).

Vyjednávací síla zákazníků

Na začátku této kapitoly byl popsán trend postupného přechodu od piva točeného v restauracích, hospodách, barech atd. (on-trade) k pivu balenému (off-trade) a prodávanému převážně v obchodních řetězcích. S tímto trendem postupně dochází i ke změně vyjednávací síly odběratelů.

V rámci on-trade je vyjednávací síla zákazníků zpravidla nižší. Pokud dojde ke ztrátě určitého zákazníka (zpravidla hospody), nebude to pro pivovar nijak zvlášť citelné. Budějovický Budvar se však snaží prostřednictvím obchodních zástupců vytvořit fungující vztah na základě spolupráce a umožnit tak co nejlepší podmínky pro rozvoj pivovarnictví a jeho kvality. Poněkud odlišná situace panuje na off-trade trhu. Na tomto trhu působí jen několik velkých hráčů (zpravidla spadajících do nadnárodních skupin) a ztráta jednoho takového prodejce by již byla pro pivovar značná. Z tohoto důvodu vyjednávací síla těchto odběratelů poměrně vysoká.

Analýza atraktivity trhu

Po analyzování jednotlivých faktorů v rámci PEST analýzy následuje zpracování analýzy atraktivity trhu, v rámci které dojde k hlubšímu kvalitativnímu zhodnocení konkrétního trhu. V následující tabulce má každé kritérium svou váhu a bodové hodnocení. Na základě toho je vypočítaný celkový součet bodů. Jako výsledek je procentně vyjádřeno, jakou část z celkového možného počtu bodů dosahuje náš součet bodů z analýzy.

Tab. 6 Analýza atraktivity trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Váha x body
		Negativní			Průměr		Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5	6	
Růst trhu	3				x				9
Velikost trhu	2						x		10
Intenzita konkurence	3			x					6
Průměrná rentabilita	2						x		10
Bariéry vstupu	1						x		5
Možnosti substituce	1					x			4
Citlivost na konjukturu	1				x				3
Struktura zákazníků	2						x		10
Vlivy prostředí	1			x					2
Celkem	16								59

Maximální možný počet bodů	96
Dosažené hodnocení:	61 %

Zdroj: (Mařík, 2018), zpracování vlastní

Slovní hodnocení jednotlivých kritérií:

- **Růst trhu**-Ačkoli v posledních letech dochází k postupnému růstu celkového výstavu piva, je to způsobeno primárně růstem exportu do zahraničí. K růstu domácího trhu nedochází.
- **Velikost trhu**-ČR svou rozlohou patří k menším státům, avšak v rámci EU má sedmý největší roční výstav piva v hl. Sledovaný podnik své výroby rovněž exportuje, čímž se mu otvírají nové možnosti a zvětšuje si tak trh.
- **Intenzita konkurence**-Jak již bylo uvedeno v rámci předchozích analýz, počet pivovarů v ČR neustále roste (způsobeno zejména mini-pivovary). Počet přímých konkurentů pro sledovaný podnik je v rámci jednotek, avšak jedná se o silné konkurenty.
- **Průměrná rentabilita**-Průměrná rentabilita je z důvodu nedostatku oborových informací uvedena sumárně za celou skupinu CZ-NACE 11-Výroba nápojů, do které patří i podskupina 1105-Výroba piva. ROE v roce 2018 byla 17,9 %, ROA 11,78 % a ROS 16,3 %. Tyto hodnoty jsou vyšší,

než je průměr průmyslu jako celku, tudíž průměrná rentabilita je hodnocena pozitivně (MPO,2019).

- **Bariéry vstupu**-Bariéry vstupu na trh mezi největší hráče jsou vysoké. Jedná se zejména o vysoké finanční investice do zařízení a technologií. Pro stávající výrobce je to pozitivní fakt.
- **Možnosti substituce**-Jako možný substitut piva můžeme považovat víno a tvrdý alkohol, které ale nepředstavují větší nebezpečí pro pivo. Větší hrozbu pro pivo může představovat cider, který je však v portfoliu sledované firmy.
- **Citlivost na konjunkturu**-Jelikož pivo je součástí české kultury, není zjištěna vysoká závislost na vývoji ekonomických cyklů ekonomiky. V případě, že by ekonomika klesala a lidé by tak poptávali levnější produkty, sledovaný podnik může nabídnou svou značku Pardál.
- **Struktura zákazníků**-Konzumentem piva může být každý člověk starší 18 let. Struktura zákazníků je tedy velice široká a rozmanitá, což je považováno za pozitivum.
- **Vlivy prostředí**-Důležitým vlivem prostředí je trend posledních let, který upřednostňuje off-trade namísto tradičního on-trade, což produkuje nemalé investice. Pivovarnictví také ovlivňuje do určité míry sezónnost, kdy v letních měsících při příznivém počasí dochází k větší spotřebě piva.

V rámci analýzy atraktivity trhu dosáhl pivovarnický trh 59 bodů z celkových 96 možných. To udává celkové hodnocení ve výši 61 %, což představuje mírně nadprůměrný výsledek a pivovarnický trh je považován za atraktivní.

Prognóza vývoje pivovarnického trhu

Následným krokem po analýze atraktivity trhu s pivem je vytvoření prognózy, jak se tento trhu bude vyvíjet v budoucnu. Prognóza bude vytvořena pro celkové tržby pivovarnického trhu v ČR, ale rovněž i EU, jelikož Budějovický Budvar je významným exportérem piva právě do EU. Celkové dosavadní tržby jak za ČR, tak i za EU jsou převzaty z databáze Amadeus.

Pro vytvoření samotné prognózy v rámci ČR byla použita regresní analýza, v které byla zkoumána závislost ročních tržeb z piva v ČR na nominálním HDP. Koeficient determinace má hodnotu 0,82, což poukazuje na poměrně kvalitní model. Korelační

koeficient má hodnotu 0,91 a vyjadřuje tak vzájemný vztah mezi těmito ukazateli. Na základě získaných hodnot z této analýzy byla vytvořena lineární funkce, pomocí níž a predikce HDP od Ministerstva financí jsou dopočítány budoucí tržby v jednotlivých letech. V této predikci je již zohledněna aktuální ekonomická situace. V případě tržeb z celého evropského trhu bylo využito prognózy společnosti Allied Market Research, která předpovídá složenou roční míru růstu (CAGR) na tomto trhu ve výši 1,8 %. Vzhledem k tomu, že tato prognóza byla vytvořena ještě před současnými událostmi majícími významný vliv na celosvětovou ekonomiku a jiné aktuální prognózy evropského trhu nejsou k dispozici, bude dále brán v potaz pouze vývoj na českém trhu.

Tab. 7 Prognóza vývoje pivovarnického trhu v ČR a EU

	Rok	Celkové tržby trhu v ČR (v tis. Kč)	Tempo růstu	Celkové tržby trhu v EU (v tis. Kč)	Tempo růstu
Minulost	2013	31 801 816		1 949 977 283	
	2014	31 368 343	-1,4 %	2 085 724 401	7,0 %
	2015	33 466 671	6,7 %	2 073 470 744	-0,6 %
	2016	33 295 855	-0,5 %	2 139 284 990	3,2 %
	2017	33 536 733	0,7 %	2 231 667 168	4,3 %
	2018	34 484 404	2,8 %	2 388 686 554	7,0 %
Prognóza	2019	35 252 352	2,2 %	2 431 682 912	1,8 %
	2020	34 963 339	-0,8 %	2 475 453 204	1,8 %
	2021	35 553 114	1,7 %	2 520 011 362	1,8 %

Prům. růst 2013-2018	1,67 %		4,18 %
Prům. růst 2019-2021	1,03 %		1,80 %

Zdroj: Vlastní výpočty dle dat databáze Amadeus a účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

Prognóza vývoje tržního podílu a tržeb

Prognózané tempo růstu tržeb Budějovického Budvaru je odvozeno z prognózy tempa růstu celkového pivního trhu v ČR z předchozí kapitoly a změn tržního podílu podniku. Tento tržní podíl byl stanoven s ohledem na výsledky strategické analýzy. Důležitým faktorem při stanovení tržního podílu měl být investiční plán, který má být dokončen v průběhu roku 2020 a na základě kterého mělo dojít k navýšení celkového výstavu piva, a tedy i tržního podílu oceňovaného podniku. Vzhledem

k současné situaci však není počítáno s žádným větším nárůstem tržního podílu v tomto roce.

Tab. 8 Prognóza vývoje tržního podílu a tržeb

	Rok	Relevantní trh (v tis. Kč)	Tempo růstu trhu	Tržní podíl Budějovický Budvar	Tempo růstu tržeb Budějovického Budvaru	Tržby Budějovický Budvar (v tis. Kč)
Minulost	2013	31 801 816		7,1 %		2 248 790
	2014	31 368 343	-1,4 %	7,7 %	7,3 %	2 413 475
	2015	33 466 671	6,7 %	7,6 %	5,5 %	2 545 803
	2016	33 295 855	-0,5 %	7,8 %	2,6 %	2 611 891
	2017	33 536 733	0,7 %	7,6 %	-2,6 %	2 543 244
	2018	34 484 404	2,8 %	7,8 %	6,3 %	2 702 491
Prognóza	2019	35 252 352	2,2 %	7,9 %	3,0 %	2 784 202
	2020	34 963 339	-0,8 %	8,0 %	0,5 %	2 796 889
	2021	35 553 114	1,7 %	8,2 %	4,2 %	2 915 547

Zdroj: Vlastní výpočty dle dat databáze Amadeus a účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

SWOT analýza

Na závěr strategické analýzy je vhodné vytvořit SWOT analýzu, v rámci které dojde k vytvoření uceleného souhrnu vnitřních a vnějších faktorů souvisejících s oceňovaným podnikem.

Tab. 9 SWOT analýza

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> • Tradiční česká značka s dlouholetou tradicí • Čtvrtý největší pivovar v ČR na základě výstavu v hl • Široké portfolio výrobků založené na tradičních recepturách 	<ul style="list-style-type: none"> • Vyšší vyjednávací síla zákazníků v off-trade • Nedostatek pracovních sil v oboru • Nízká cena piva v porovnání se zahraničím • Velké množství pivovarů

<ul style="list-style-type: none"> • Rostoucí výsledky společnosti (tržby, výstav piva) • Minimum možných substitutů • Velké množství dokončených investic 	
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> • Růst vývozu do zahraničí • Rostoucí trend ciderů (Somersby) • Pokles importovaných výrobků 	<ul style="list-style-type: none"> • Stagnace růstu domácího trhu • Snižující se průměrná spotřeba piva na obyvatele • Růst off-trade na úkor on-trade • Síla konkurentů • Růst spotřební daně

Zdroj: zpracování vlastní

4.3 Finanční analýza

Po vypracování strategické analýzy přecházíme k finanční analýze, v které dojde ke kompletnímu zhodnocení finanční situace Budějovického Budvaru. Analyzovaná data budou za roky 2014-2018. To bude rovněž tvořit podklad pro finanční plán podniku.

4.3.1 Analýza absolutních ukazatelů

V analýze absolutních ukazatelů budou rozebrány údaje dostupné ze základních účetních výkazů společnosti: rozvaha a výkaz zisku a ztrát. Toho bude docíleno pomocí vertikální a horizontální analýzy. Vertikální analýza nám poskytne pohled na strukturu majetku podniku a způsobu financování, horizontální analýza pak změny jednotlivých položek účetních výkazů v čase.

Vertikální analýza aktiv

Z výsledků vertikální analýzy je od roku 2016 patrný postupný nárůst dlouhodobého majetku, konkrétně dlouhodobého hmotného majetku. To je způsobeno investičním

rozvojovým plánem pivovaru, který byl v tomto roce zahájen, jehož cílem je navýšení výrobní kapacity. Jedná se primárně o investice do rozšíření stávajících a vzniku nových výrobních prostor a rovněž nových technologií. S tím pak souvisí i postupné snižování oběžných aktiv od roku 2016, konkrétně krátkodobého finančního majetku, jelikož na tyto investice bylo použito financování z vnitropodnikových zdrojů. V roce 2018 již bylo využito kapacity nového logistického centra, čímž bylo zapříčiněno navýšení objemu zásob. Struktura aktiv podniku je v roce 2018 tvořena z 54,5 % dlouhodobým majetkem, z 42,7 % oběžnými aktivy a z 2,7 % časovým rozlišením aktiv.

Tab. 10 Vertikální analýza aktiv

	2014	2015	2016	2017	2018
Aktiva celkem	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Dlouhodobý majetek	39,2 %	40,5 %	41,1 %	48,6 %	54,5 %
DNM	0,4 %	0,6 %	0,7 %	0,6 %	0,6 %
DHM	38,3 %	39,5 %	40,2 %	47,8 %	53,8 %
DFM	0,4 %	0,4 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Oběžná aktiva	57,5 %	56,2 %	55,8 %	48,7 %	42,7 %
Zásoby	5,7 %	6,2 %	6,5 %	5,6 %	6,8 %
Krátkodobé pohledávky	8,0 %	8,7 %	8,0 %	8,5 %	8,8 %
Krátkodobý fin. majetek	43,7 %	41,2 %	41,3 %	34,5 %	27,1 %
Časové rozlišení aktiv	3,4 %	3,3 %	3,0 %	2,7 %	2,7 %

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

Vertikální analýza pasiv

Vertikální analýza pasiv nám zobrazuje strukturu pasiv podniku, tedy to, v jakém poměru je vlastní a cizí kapitál. V případě Budějovického Budvaru byl tento poměr ve sledovaném období cca 89:11 ve prospěch vlastního kapitálu. Poměr se v průběhu tohoto období změnil pouze minimálně, podíl vlastního kapitálu na celkových pasivech se snížil o 1 %, naopak podíl cizích zdrojů o 1 % vzrostl.

Při detailnějším pohledu na strukturu vlastního kapitálu je možné pozorovat navýšení podílu ZK v letech 2015 a 2018. K tomu došlo v důsledku odvodu části finančních zdrojů do státního rozpočtu, a tedy snížení pasiv. Dalším důsledkem bylo snížení VH minulých let v těchto dvou letech.

Cizí zdroje jsou z většiny tvořeny závazky, v rámci nichž dochází ve sledovaném období k postupnému snižování podílu dlouhodobých závazků a naopak mírnému nárůstu podílu krátkodobých závazků (nejvíce v roce 2016). V posledních dvou letech podíl krátkodobých závazků také pozvolna klesá. Hlavním důvodem mírného navýšení podílu cizích zdrojů v roce 2018 bylo zvýšení podílu rezerv.

Tab. 11 Vertikální analýza pasiv

	2014	2015	2016	2017	2018
Pasiva celkem	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Vlastní kapitál	89,6 %	88,8 %	88,2 %	89,2 %	88,6 %
Základní kapitál	62,3 %	65,0 %	60,8 %	58,2 %	61,1 %
Ážio a kapitálové fondy	-0,1 %	-0,1 %	-0,2 %	0,0 %	-0,4 %
Fondy ze zisku	12,5 %	13,0 %	12,2 %	11,7 %	12,4 %
VH minulých let	10,0 %	5,0 %	10,1 %	14,6 %	10,3 %
VH běžného účet. období	4,9 %	5,9 %	5,2 %	4,8 %	5,3 %
Cizí zdroje	10,4 %	11,0 %	11,8 %	10,8 %	11,4 %
Rezervy	0,9 %	0,8 %	0,8 %	0,6 %	1,9 %
Závazky	9,5 %	10,2 %	11,0 %	10,2 %	9,6 %
Dlouhodobé závazky	2,6 %	2,7 %	2,4 %	2,2 %	2,1 %
Krátkodobé závazky	6,9 %	7,5 %	8,6 %	7,9 %	7,5 %
Časové rozlišení pasiv	0,0 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

Horizontální analýza aktiv

Jak již bylo popsáno ve vertikální analýze, v rámci aktiv ve sledovaném období docházelo k postupnému nárůstu dlouhodobého majetku a ke snižování oběžných aktiv. To bylo zapříčiněno investičním plánem v celkové výši cca 2 mld. Kč. Největší nárůst v rámci dlouhodobého hmotného majetku je možné pozorovat mezi roky 2016 a 2017, kdy došlo k jeho navýšení o 24,4 %, tedy cca o 500 mil Kč. V důsledku toho došlo mezi lety 2016/17 ke snížení krátkodobého finančního majetku o 12,7 % a následně mezi lety 2017/18 o 25,1 %, tedy 460 mil. Kč. Navýšení zásob v roce 2018 o 15 % bylo z důvodu již zmíněného rozšíření logistického centra.

Tab. 12 Horizontální analýza aktiv

	2015/14	2016/15	2017/16	2018/17	2015/14	2016/15	2017/16	2018/17
Aktiva celkem	-4,2%	6,8%	4,6%	-4,7%	-207 346	323 100	232 577	-252 501
Dlouhodobý majetek	-0,8%	8,3%	23,6%	6,8%	-15 199	160 850	495 373	177 148
DNM	25,7%	31,3%	-13,2%	-8,6%	5 717	8 747	-4 838	-2 745
DHM	-1,1%	8,6%	24,4%	7,1%	-21 314	161 618	500 671	179 836
DFM	2,0%	-47,6%	-4,4%	0,6%	398	-9 515	-460	57
Oběžná aktiva	-6,3%	6,1%	-8,8%	-16,4%	-179 729	163 494	-250 050	-426 085
Zásoby	4,3%	12,1%	-9,9%	15,0%	12 168	35 777	-32 908	45 017
Krátkodobé pohledávky	4,2%	-2,2%	11,0%	-1,1%	16 903	-9 132	44 917	-4 955
Krátkodobý fin. majetek	-9,6%	7,0%	-12,7%	-25,1%	-208 801	136 849	-267 553	-460 653
Časové rozlišení aktiv	-7,4%	-0,8%	-8,2%	-2,5%	-12 418	-1 244	-12 746	-3 564

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

Horizontální analýza pasiv

Výsledky horizontální analýzy pasiv byly ovlivněny již zmíněnými odvody do státního rozpočtu. Tyto odvody činily 500 mil. Kč v letech 2015 a 2018. V jejich důsledku je možné pozorovat snížení VH minulých let v těchto dvou letech (tzn. odvody byly pokryty z tohoto účtu). Na základě toho došlo ke snížení VK, rovněž tedy i výše celkových pasiv a bylo tak způsobeno snížení bilanční sumy v těchto letech. Základní kapitál v pozorovaném období zůstává neměnný.

V rámci cizích zdrojů nedocházelo k žádným větším výkyvům s výjimkou roku 2016, kdy hodnota cizích zdrojů narostla o 14,6 %. To bylo zapříčiněno nárůstem krátkodobých závazků o 21,6 % v tomto roce, které však v následujících dvou letech postupně opět klesaly. Hodnota dlouhodobých závazků ve sledovaném období neustále klesala. V oblasti rezerv je možné pozorovat v roce 2018 nárůst o 186 %, které byly vytvořeny z důvodu sporů o ochranné známky v zahraničí.

Tab. 13 Horizontální analýza pasiv

	2015/14	2016/15	2017/16	2018/17	2015/14	2016/15	2017/16	2018/17
Pasiva celkem	-4,2%	6,8%	4,6%	-4,7%	-207 346	323 100	232 577	-252 501
Vlastní kapitál	-5,0%	6,0%	5,8%	-5,4%	-222 728	254 325	259 606	-258 687
Základní kapitál	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0	0	0	0
Fondy ze zisku	0,0%	0,1%	0,0%	0,7%	-252	636	159	4 413
VH minulých let	-52,0%	115,9%	50,3%	-32,8%	-258 499	276 865	259 651	-254 565
VH běž. účet. období	14,5%	-6,1%	-3,6%	4,8%	35 625	-17 088	-9 454	12 208
Cizí zdroje	1,4%	14,6%	-4,5%	1,1%	7 338	76 728	-26 939	6 187
Rezervy	-7,7%	8,0%	-21,2%	186,9%	-3 262	3 119	-8 977	62 264
Závazky	2,2%	15,2%	-3,2%	-10,4%	10 600	73 609	-17 962	-56 077
Dlouhodobé závazky	-2,3%	-3,3%	-3,1%	-10,8%	-2 980	-4 170	-3 738	-12 778
Krátkodobé závazky	3,9%	21,6%	-3,3%	-10,2%	13 580	77 779	-14 224	-43 299

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

Vertikální analýza výkazu zisku a ztrát

Celkové tržby jsou složeny z tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb a tržeb za prodej zboží, což dohromady tvoří základ 100 %. Podíl výkonové spotřeby na celkových tržbách v průběhu sledovaného období postupně s menším výkyvem v roce 2016 rostl, avšak v roce 2018 se tento podíl snížil cca o 3,5 %. To znamená, že sledovaný podnik v tomto roce ušetřil na nákladech nutných k jeho činnosti. Podíl osobních nákladů na celkových tržbách se v prvních třech letech držel okolo 12 %, následně však tento podíl vzrostl až na hodnotu 14,1 % v roce 2018. Tento nárůst je způsoben nedostatkem pracovníků, situací na trhu práce a z tohoto důvodu velkým tlakem na růst mezd. V posledním sledovaném roce taktéž došlo ke skokovému navýšení podílu ostatních provozních nákladů, zejména rezerv (na obaly, na odměny a bonusy). VH po zdanění tvoří přibližně 10% podíl na celkových tržbách.

Tab. 14 Vertikální analýza výkazu zisku a ztrát

	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Výkonová spotřeba	67,2 %	68,4 %	66,4 %	67,9 %	64,5 %
Osobní náklady	12,0 %	11,8 %	12,0 %	13,2 %	14,1 %
Úprava hodnot v provozní oblasti	8,0 %	7,6 %	9,0 %	7,4 %	9,5 %
Ostatní provozní výnosy	5,5 %	4,1 %	3,6 %	2,5 %	3,6 %
Ostatní provozní náklady	1,8 %	3,2 %	2,5 %	2,1 %	5,3 %
Provozní VH	12,3 %	13,3 %	13,3 %	12,6 %	11,8 %
Finanční VH	0,6 %	0,5 %	-0,4 %	-0,2 %	0,4 %
VH před zdaněním	12,8 %	13,7 %	12,9 %	12,4 %	12,1 %
Daň z příjmu	2,6 %	2,7 %	2,8 %	2,4 %	2,2 %
VH po zdanění	10,3 %	11,1 %	10,1 %	10,0 %	9,9 %

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát

Z výsledků horizontální analýzy je možné pozorovat neustálý meziroční růst tržeb (s výjimkou roku 2017), který v roce 2018 dosahoval hodnoty 6,3 %. To bylo způsobeno vyšším podílem prodeje prémiových značek, a to hlavně na export. Zvýšení tržeb souvisí rovněž s investičním plánem podniku, zejména s nově otevřeným logistickým centrem v tomto roce, které umožnilo rychlejší odbavení a distribuci výrobku. Positivem je fakt, že ačkoli docházelo k meziročnímu nárůstu tržeb, až na první sledovaný rok nedocházelo téměř k růstu výkonové spotřeby.

Důvody nárůstu osobních nákladů a ostatních provozních nákladů v roce 2018 byly již popsány v rámci vertikální analýzy. Výrazný nárůst finančního VH v roce 2018 byl zapříčiněn zejména nárůstem výnosových úroků a ostatních finančních výnosů. Z výsledku vertikální analýzy je však patrné, že finanční VH má pouze minimální podíl na celkových tržbách.

Tab. 15 Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát

	2015/14	2016/15	2017/16	2018/17	2015/14	2016/15	2017/16	2018/17
Tržby	6,4%	2,6%	-2,6%	6,3%	152 459	66 088	-68 647	159 247
Výkonová spotřeba	8,2%	-0,4%	-0,5%	1,1%	132 345	- 6 218	- 8 316	18 474
Osobní náklady	5,0%	4,4%	7,3%	13,5%	14 368	13 111	22 993	45 568
Úprava hodnot v provozní oblasti	1,5%	21,8%	-20,4%	36,0%	2 815	42 186	-48 281	67 672
Ostatní provozní výnosy	-21,2%	-9,9%	-32,0%	51,8%	- 27 913	-10 300	-29 882	32 977
Ostatní provozní náklady	88,1%	-19,5%	-17,3%	167,1%	37 992	-15 783	-11 316	90 283
Provozní VH	15,2%	2,8%	-7,6%	-0,9%	44 482	9 400	-26 430	- 2 761
Finanční VH	-14,8%	-186,5%	38,1%	253,0%	- 2 050	-21 968	3 887	15 946
VH před zdaněním	13,8%	-3,6%	-6,7%	4,2%	42 432	-12 568	-22 543	13 185
Daň z příjmu	11,1%	6,6%	-18,0%	1,6%	6 807	4 520	-13 089	977
VH po zdanění	14,5%	-6,1%	-3,6%	4,8%	35 625	-17 088	- 9 454	12 208

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

4.3.2 Analýza rozdílových ukazatelů

V analýze rozdílových ukazatelů je rozebrán čistý pracovní kapitál, který je dán rozdílem oběžných aktiv a krátkodobých cizích zdrojů. Tento ukazatel nám dává informaci, jak je oceňovaná společnost schopna platit své závazky.

Tab. 16 Čistý pracovní kapitál

	2014	2015	2016	2017	2018
Oběžná aktiva	2 860 912	2 681 183	2 844 677	2 594 627	2 168 542
Krátkodobé závazky	345 698	359 278	437 057	422 833	379 534
ČPK	2 515 214	2 321 905	2 407 620	2 171 794	1 789 008

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

Z výsledků předchozí tabulky je patrné, že výše ČPK je v jednotlivých letech na vysoké úrovni. Podnik tak nemá problém s likviditou a je bez problému schopen dostát svým závazkům. Z dat je patrný postupný pokles ČPK ve sledovaném období, což souvisí se snižováním aktiv z důvodu investičního plánu podniku popsaného již ve vertikální analýze. Výsledek ČPK však stále zůstává na vysoké úrovni.

4.3.3 Analýza poměrových ukazatelů

Jak je již z názvu patrné, v této analýze budou dány určité položky z účetních výkazů do poměru s jinými. V rámci analýzy poměrových ukazatelů budou rozebrány ukazatele likvidity, rentability, aktivity a zadluženosti.

Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity nám říkají, jak je podnik schopen dostát svým závazkům.

Tab. 17 Ukazatele likvidity

	2014	2015	2016	2017	2018
Okamžitá likvidita	6,3	5,5	4,8	4,3	3,6
Pohotová likvidita	7,5	6,6	5,7	5,4	4,8
Běžná likvidita	8,3	7,5	6,5	6,1	5,7

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

Na základě předchozí tabulky seskupující ukazatele je patrné, že hodnoty u oceňovaného podniku mnohonásobně převyšují doporučené hodnoty a podnik je tak schopný bez problému dostát svým závazkům. Ty jsou v případě okamžité likvidity 0,2-0,5, u pohotové likvidity 1-1,5 a u běžné likvidity 1,5-2,5. Takto vysoké hodnoty jsou způsobeny držením velkého množství finančního majetku, což je obecně v takovéto míře považováno za neefektivní. U všech třech typů likvidity je však možné pozorovat postupné snižování těchto hodnot (z důvodu snižování krátkodobého finančního majetku), čímž se postupně přibližují k doporučeným hodnotám.

Ukazatele rentability

Ukazatele rentability nám vytváří přehled o tom, jak je sledovaný podnik schopný využívat investované zdroje a vytvářet nové.

Tab. 18 Ukazatele rentability

	2014	2015	2016	2017	2018
ROE	5,5 %	6,6 %	5,9 %	5,4 %	5,9 %
ROA	6,2 %	7,3 %	6,6 %	5,9 %	6,5 %
ROS	10,2 %	11,1 %	10,1 %	10,0 %	9,9 %

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

Rentabilita vlastního kapitálu dosahuje ve sledovaných letech průměrné hodnoty 5,9 % a není možné pozorovat žádné větší odchylky od této hodnoty v jednotlivých letech. Při porovnání s hodnotami celého odvětví (CZ NACE 11- Výroba nápojů), které v těchto letech dosahovalo průměrné hodnoty ROE 10,4 %, můžeme konstatovat, že sledovaný podnik je pod průměrem daného odvětví.

V případě výsledků ukazatele ROA se oceňovaná společnost pohybuje okolo průměru 6,5 % za sledované období. ROA odvětví dosahovalo hodnoty 6,4 % a podnik se tedy pohybuje okolo průměru odvětví. Ukazatele ROE a ROA jsou v případě Budějovického Budvaru značně ovlivněny způsobem využití krátkodobých finančních zdrojů, které financují vlastní investiční činnost. Volné peněžní prostředky by mohli být investovány efektivnějším způsobem.

Jelikož ukazatel ROS není ovlivněn výší finančního majetku jako předchozí dva ukazatele, dosahuje v průměru vyšších hodnot, než dosahoval trh. Průměrná hodnota profitability tržeb společnosti za sledované období činí 10,3 %, zatímco trh dosáhl průměru pouze 7,1 %.

Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti vyjadřují, jaké úrovni rizika čelí podnik při konkrétním poměru mezi vlastním a cizím kapitálem.

Tab. 19 Ukazatele zadluženosti

	2014	2015	2016	2017	2018
Celková zadluženost	10,4 %	11,0 %	11,8 %	10,8 %	11,4 %
Koeficient samofinancování	89,6 %	88,8 %	88,2 %	89,2 %	88,6 %
Úrokové krytí	-	-	-	-	-

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

Celková zadluženost podniku se v jednotlivých sledovaných letech pohybuje na nízké úrovni a průměrná hodnota za toto období tak činí 11,1 %. Z toho je patrné, že podnik využívá cizí kapitál jako formu financování pouze v minimální míře. Doporučená hodnota u tohoto ukazatele je přibližně 30-60 %. Koeficient samofinancování je možné považovat pouze za doplňkový ukazatel k ukazateli předešlému, který vyjadřuje poměr vlastního kapitálu a celkových aktiv. Součet těchto dvou ukazatelů dává dohromady 100 %.

Ukazatel úrokového krytí nám vyjadřuje, kolikrát zisk podniku je schopný pokrýt úrokové platby. Budějovický Budvar však nevykazuje ve sledovaných letech žádné úrokové náklady, tudíž hodnotu tohoto ukazatele není možné vyčíslit.

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity nám říkají, jak je podnik schopen efektivně zacházet s vloženými prostředky.

Tab. 20 Ukazatele aktivity

	2014	2015	2016	2017	2018
Obrat aktiv	0,48	0,53	0,51	0,48	0,53
Doba obratu zásob	43,05	42,55	46,48	43,01	46,55
Doba splatnosti pohledávek	55,40	56,05	54,49	56,15	54,26
Doba splatnosti závazků	28,72	28,43	38,49	42,42	29,44

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

Ukazatel obratu aktiv nám říká, kolikrát se všechna aktiva podniku obrátí za jeden rok a jeho hodnota by měla být nejméně jedna. V tomto případě se však hodnota pohybuje okolo 0,5, což naznačuje, že aktiva podniku nejsou efektivně využívána.

Doba obratu zásob nám udává, po jakou dobu (počet dnů) jsou zásoby vázány v daném podniku na skladě, než dojde k jejich použití. V případě sledovaného podniku se tato hodnota pohybuje v průměru okolo 44 dnů. V posledním roce tato hodnota vyrostla až na 46,5 dnů, což není považováno za pozitivní, jelikož zásoby na sebe vážou peněžní prostředky, které by podnik mohl využít jiným efektivnějším způsobem. Nicméně doba obratu zásob se pohybuje na průměru daného odvětví, který je 45 dní.

Dále je patrné, že sledovaný podnik dostane zapláceno od odběratelů v průměru za 55 dní (doba splatnosti pohledávek) a platí své závazky v průměru za 33,5 dne (doba splatnosti závazků). Společnost tak platí závazky dříve, než obdrží platby od odběratelů. Pozitivní by byla však opačná situace (CZSO, 2019).

4.3.4 Altmanův model (Z-skóre)

Za účelem souhrnného zhodnocení a vyjádření finanční situace Budějovického Budvaru je dále využito Altmanova modelu. Jeho hlavním cílem je konstatování, zda sledovaný podnik nebude v dohledné době čelit bankrotu.

Tab. 21 Altmanův model (Z-skóre)

	2014	2015	2016	2017	2018
X1	0,51	0,49	0,47	0,41	0,35
X2	0,10	0,05	0,10	0,15	0,10
X3	0,06	0,07	0,07	0,06	0,06
X4	8,62	8,08	7,47	8,27	7,74
X5	0,48	0,53	0,51	0,48	0,53
Z-skóre	4,77	4,57	4,30	4,57	4,34

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

Jelikož výsledky Altmanova modelu v jednotlivých letech značně převyšují hodnoty 2,9, je možné konstatovat, že Budějovický Budvar se nachází v dobré finanční situaci a v dohledné době by neměl čelit bankrotu.

4.3.5 Model In-Index důvěryhodnosti

Následně je finanční zdraví oceňovaného podniku ještě zhodnoceno na základě indexu důvěryhodnosti, který je uzpůsobený pro podmínky na českém trhu.

Tab. 22 Model In-Index důvěryhodnosti

	2014	2015	2016	2017	2018
IN 05	2,70	2,62	2,42	2,45	2,38

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

Budějovický Budvar i v tomto případě dosáhl vysoce pozitivních hodnot. Ačkoliv v posledním sledovaném roce je výsledná hodnota nižší než na počátku sledovaného období, stále se podnik nachází vysoko nad spodní hranicí pro tvorbu hodnota, která je ve výši 1,6.

4.4 Rozčlenění podnikových aktiv na potřebná a nepotřebná

Ještě před tím, než se dostaneme k samotným generátorům hodnoty, je nejdříve nutné rozdělit aktiva oceňovaného podniku na provozně potřebná a nepotřebná.

4.4.1 Dlouhodobý hmotný, nehmotný a finanční majetek

Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek je v celé své výši považován za nutný pro provoz podniku.

Budějovický Budvar disponuje ve sledovaných letech dlouhodobým finančním majetkem, který je tvořen zejména majetkovými účastmi. Vzhledem k tomu, že nejsou dostupná přesnější data týkající se charakteru těchto investic, nebude dlouhodobý finanční majetek zahrnut do potřebných aktiv.

4.4.2 Peněžní prostředky

Jak již bylo v průběhu předchozích analýz zmíněno, Budějovický Budvar drží v jednotlivých sledovaných letech peněžní prostředky ve vysoké hodnotě, které je však nutné rozdělit na provozně potřebné a nepotřebné. Provozně nutná likvidita byla stanovena v maximální výši 0,23 (na základě průměru trhu NACE-11). Z toho je patrné, že nutné peněžní prostředky by měly obnášet 23 % z krátkodobých závazků v jednotlivých letech. V peněžních prostředcích jsou zahrnuty jak peníze na pokladně a účtech, tak krátkodobý finanční majetek.

Tab. 23 Výpočet provozně nutných peněžních prostředků

	2014	2015	2016	2017	2018
Hotovostní (okamžitá) likvidita podniku	6,30	5,48	4,82	4,35	3,63
Provozně nutná likvidita (max. 0,23)	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23
Krátkodobé závazky	345 698	359 278	437 057	422 833	379 534
Peněžní prostředky v rozvaze	2 176 802	1 968 001	2 104 850	1 837 297	1 376 644
Peněžní prostředky nutné (v tis. Kč)	79 511	82 634	100 523	97 252	87 293

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

4.4.3 Provozně nutný investovaný kapitál

Následným krokem je určení hodnoty investovaného kapitálu provozně nutného v jednotlivých sledovaných letech. Ten vznikne sečtením provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu. Z aktiv jsou

vyřazeny provozně nepotřebné položky. Od oběžných aktiv jsou odečteny krátkodobé neúročené závazky a v důsledku toho dále pracujeme již s upraveným pracovním kapitálem.

Tab. 24 Výpočet investovaného kapitálu provozně nutného

	2014	2015	2016	2017	2018
DNM	22 266	27 983	36 730	31 892	29 147
DHM	1 908 297	1 886 983	2 048 601	2 549 272	2 729 108
Dlouhodobý majetek provozně nutný	1 930 563	1 914 966	2 085 331	2 581 164	2 758 255
+ Zásoby	284 629	296 797	332 574	299 666	344 683
+ Pohledávky	399 482	416 385	407 253	452 170	447 215
+ Peněžní prostředky nutné	79 511	82 634	100 523	97 252	87 293
+ Ostatní aktiva (časové rozlišení)	168 457	156 039	154 795	142 049	138 485
- Krátkodobé neúročené závazky	345 698	359 278	437 057	422 833	379 534
- Ostatní pasiva (časové rozložení)	0	8 044	91	1	0
Pracovní kapitál provozně nutný	586 381	584 533	557 997	568 303	638 142
Investovaný kapitál provozně nutný	2 516 944	2 499 499	2 643 328	3 149 467	3 396 397

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

4.4.4 Korigovaný výsledek hospodaření

V závěrečné fázi rozdělování podnikových aktiv na potřebná a nepotřebná je potřeba vyčíslit, jaká výše výsledku hospodaření je vyprodukována provozně nutným investovaným kapitálem. Tuto hodnotu dostaneme výpočtem korigovaného výsledku hospodaření (KPVH). Pro potřeby dalších výpočtů jsou dále přičteny odpisy a dostaneme tak KPVH před odpisy a daněmi.

Tab. 25 Výpočet Korigovaného provozního výsledku hospodaření před daní

	2014	2015	2016	2017	2018
Provozní VH z výsledovky	293 571	338 053	347 453	321 023	318 262
Vyloučení VH z prodeje majetku	- 6 176	- 26 108	- 19 119	- 20 089	- 6 592
Vyloučení mimořádných výnosů	- 83 168	- 51 101	- 51 008	- 32 325	- 36 250
Vyloučení mimořádných nákladů	22 920	53 407	24 759	36 488	20 525
KPVH před daní	227 147	314 251	302 085	305 097	295 945
+ Odpisy	249 285	242 293	233 709	238 895	257 233
KPVH před odpisy a daní	476 432	556 544	535 794	543 992	553 178

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

4.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty jsou základními veličinami, které v souhrnu svým vzájemným působením utváří hodnotu konkrétního podniku. V této kapitole budou tyto jednotlivé generátory analyzovány a na základě toho bude vytvořena jejich prognóza do budoucna. To dále bude sloužit jako podklad pro finanční plán podniku.

4.5.1 Tržby

Samotná analýza prognózy tržeb již byla vypracována a popsána v závěru strategické analýzy. Z tohoto důvodu jsou v této části uvedeny informace ve zjednodušené formě. Prognózovaná data zohledňují aktuální složitou ekonomickou situaci spojenou s šířením pandemie a z toho důvodu je možné v roce 2020 pozorovat zpomalení tempa růstu tržeb Budějovického Budvaru.

Tab. 26 Prognóza tržeb

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby (v tis. Kč)	2 248 790	2 413 475	2 545 803	2 611 891	2 543 244	2 702 491	2 784 202	2 796 889	2 915 547
Tempo růstu	-	7,3%	5,5%	2,6%	-2,6%	6,3%	3,0%	0,5%	4,2%
Průměrné tempo růstu	-	3,8%					2,6%		

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

4.5.2 Provozní zisková marže

Pro výpočet provozní ziskové marže potřebujeme KPVH před odpisy a daní, který již máme z předešlé kapitoly. Samotná zisková marže se pak v jednotlivých letech vypočítá podílem KPVH před odpisy a daní a tržeb podniku. Prognóza ziskové marže bude vypočítána na základě tzv. metody prognózy shora.

Tab. 27 analýza a prognóza ziskové marže

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
KPVH před daní a odpisy	476 432	556 544	535 794	543 992	553 178	584 682	573 362	603 518
Tržby	2 393 344	2 545 803	2 611 891	2 543 244	2 702 491	2 784 202	2 796 889	2 915 547
Zisková marže	19,9%	21,9%	20,5%	21,4%	20,5%	21,0%	20,5%	20,7%

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

Provozní zisková marže se ve sledovaném období pohybovala okolo hodnoty 20 %. V prvním prognózovaném roce 2019 autor předpokládá růst tržeb oceňovaného podniku při standartní úrovni nákladů. V následujícím roce 2020 je předpoklad mírného propadu z důvodu již zmíněné pandemie. Rovněž v tomto období autor předpokládá zvýšené náklady na propagaci produktů, které povedou ke zvýšení tržního podílu. Zisková marže by dlouhodobě měla růst zpět k hodnotě 21 % a vyšší.

4.5.3 Pracovní kapitál

V této části je nutné použít pracovní kapitál pouze v provozně nutné výši. To znamená, že od oběžných aktiv bude odečten pouze neúročený cizí kapitál a všechny uvedené položky budou započítány pouze v rozsahu nutném pro hlavní provoz podniku. Tyto hodnoty již byly vypočítány v předchozí kapitole při výpočtu provozně nutného investovaného kapitálu.

Dále je vhodné vyjádřit vztah mezi těmito jednotlivými složkami pracovního kapitálu a tržbami. Za nejvhodnější způsob je doporučováno využití doby obratu zásob u jednotlivých položek. Tato hodnota je vypočtena jako podíl jednotlivých složek pracovního kapitálu a tržeb, což zachycuje následující tabulka. Prognóza pro budoucí roky pak byla vytvořena na základě analýzy minulosti a rovněž na základě výsledků z předchozích analýz.

Tab. 28 Pracovní kapitál-analýza a prognóza doby obratu

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Doba obratu zásob	43,0	42,6	46,5	43,0	46,6	43,0	43,0	43,0
Doba obratu pohledávek	60,4	59,7	56,9	64,9	60,4	60,0	65,0	60,0
Doba obratu krátkodob. neúroč. závazků	52,3	51,5	61,1	60,7	51,3	55,0	55,0	55,0

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

Co se týče doby obratu zásob, autor předpokládá, že tato hodnota se v rámci prognózovaného období měnit nebude a je tedy konstantní na úrovni 43 dní. Drobné výkyvy v roce 2016 a 2018 není možné z dostupných informací identifikovat. Pravděpodobně se jednalo o nákup sezónních materiálů.

Z časové řady v minulosti vyplývá, že splatnost u většiny pohledávek má společnost nastavenou na 60 dnů. V roce 2020 je předpokládán negativní dopad pandemie,

kdy se očekává, že odběratelské subjekty budou splácet své závazky se zpožděním z důvodu nedostatků volných peněžních prostředků. Dále je očekáván pokles hodnoty opět na 60 dní.

U doby obratu krátkodobých neúročených závazků je předpoklad, že doba jejich splatnosti se nebude v prognózovaném období měnit a zůstane na hodnotě 55 dní.

Tab. 29 Prognóza pracovního kapitálu (v tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
+ Zásoby	284 629	296 797	332 574	299 666	344 683	328 002	329 497	343 475
+ Pohledávky	399 482	416 385	407 253	452 170	447 215	457 677	498 076	479 268
+ Peněžní prostředky nutné	79 511	82 634	100 523	97 252	87 293	96 494	96 933	101 046
+ Ostatní aktiva (časové rozlišení)	168 457	156 039	154 795	142 049	138 485	138 485	138 485	138 485
- Krátkodobé neúročené závazky	345 698	359 278	437 057	422 833	379 534	419 537	421 449	439 329
- Ostatní pasiva (časové rozložení)	0	8 044	91	1	0	0	0	0
Pracovní kapitál provozně nutný	586 381	584 533	557 997	568 303	638 142	601 120	641 542	622 945
Koeficient náročnosti růstu tržeb na růstu pracovního kapitálu	18%					17%		

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

Na základě výše uvedené prognózované doby obratu jednotlivých položek pracovního kapitálu byla dopočítána jejich hodnota v tis. Kč v prognózovaném období. Hodnota ostatních aktiv a pasiv (časové rozlišení) byla pro následující období stanovena ve výši z roku 2018. Nutné peněžní prostředky opět tvoří 23 % z hodnoty krátkodobých závazků. Rovněž byl vypočítán koeficient náročnosti růstu tržeb na růstu pracovního kapitálu za historické období, který je ve výši 18 % a pro prognózované období ve výši 17 %.

4.5.4 Investice do dlouhodobého majetku

Dalším generátorem hodnoty podniku jsou investice do dlouhodobého majetku společnosti. Nejprve budou analyzována dostupná data za dlouhodobý nehmotný majetek, stavby a hmotné movité věci, u kterých bude cílem zjištění investiční náročnosti za roky 2015-2018. Ta je vypočítána jako podíl sumy brutto investic do dlouhodobého majetku a sumy tržeb za dané časové období. Jednotlivé výsledky jsou zachyceny v následujících tabulkách.

Tab. 30 Výpočet koeficientu náročnosti tržeb na investice do DNM (v tis. Kč)

Dlouhodobý nehmotný majetek	2014	2015	2016	2017	2018
Stav majetku ke konci roku	22 266	27 983	36 730	31 892	29 147
Odpisy		10 392	8 859	12 163	17 852
Investice netto		5 717	8 747	-4 838	-2 745
Investice brutto		16 109	17 606	7 325	15 107
Investiční náročnost tržeb 2015-2018		0,54%			

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

Tab. 31 Výpočet koeficientu náročnosti tržeb na investice do staveb (v tis. Kč)

Stavby	2014	2015	2016	2017	2018
Stav majetku ke konci roku	964 871	982 489	983 614	946 228	1 589 327
Odpisy		39 285	44 605	47 087	58 001
Investice netto		17 618	1 125	-37 386	643 099
Investice brutto		56 903	45 730	9 701	701 100
Investiční náročnost tržeb 2015-2018		7,82%			

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

Tab. 32 Výpočet koeficientu náročnosti tržeb na investice do hmot. movitých věcí (v tis. Kč)

Hmotné movité věci	2014	2015	2016	2017	2018
Stav majetku ke konci roku	781 076	690 430	678 196	657 458	971 392
Odpisy		78 783	56 978	2 816	113 820
Investice netto		-90 646	-12 234	-20 738	313 934
Investice brutto		-11 863	44 744	-17 922	427 754
Investiční náročnost tržeb 2015-2018		4,26%			

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

Výsledné hodnoty jednotlivých investičních náročností jsou souhrnně zobrazeny v následující tabulce spolu s odhadovaným koeficientem náročnosti a s celkovým odhadem tržeb pro období 2019-2021. V letech 2019 a 2020 bylo počítáno se stejnou výší investiční náročnosti na jednotlivé složky majetku jako tomu bylo v předchozím období. Následně však bylo nutné zohlednit plánované ukončení rozvojového investičního plánu v roce 2020. Z tohoto důvodu již bylo v roce 2021

počítáno s nižší investiční náročností než v předchozích letech a tím pádem byla snížena i celková investiční náročnost pro prognózované období.

Tab. 33 Celkový přehled koeficientu náročnosti tržeb na investice do DM a jejich odhad (v tis. Kč)

Majetek	Koeficient náročnosti (2015-2018)	Koeficient náročnosti (2019-2021)-odhad	Odhad investic brutto pro plán tržeb 2019-2021
DNM	0,5%	0,5%	45 856
Stavby	7,8%	6,6%	557 896
Hmotné movité věci	4,3%	3,8%	321 047
Celkem	12,6%	10,9%	924 799

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

Odhadnuté hodnoty pro budoucí období jsou následně rozděleny do jednotlivých let s tím, že je zohledněno již zmíněné ukončení rozvojového investičního plánu v roce 2020. Na základě těchto údajů je dále zpracován plán dlouhodobého majetku, brutto a netto investic a plán odpisů. Odpisy stávajícího majetku jsou pro následující roky stanoveny na úrovni roku 2018. V prvním prognózovaném roce je již přidána hodnota nových investic, u kterých je předpokládáno, že jsou pořízeny vždy ke konci roku a odepisovány jsou od roku následujícího. Průměrná doba odepisování byla stanovena na základě informací z výročních zpráv u DNM na 4 roky, u staveb na 30 let a u hmotných movitých věcí na 8 let.

Tab. 34 Odhad investic do dlouhodobého nehmotného majetku (v tis. Kč)

Dlouhodobý nehmotný majetek		2018	2019	2020	2021
Původní	-odpisy	17 852	17 852	11 295	
	-zůstatková hodnota	29 147	11 295	0	0
Nový	-investice brutto		15 285	15 285	15 285
	-pořizovací hodnota k 31.12		15 285	30 571	45 856
	-odpisy (1/4 z pořiz. hod. k 31.12)		0	3 821	7 643
	-investice netto		-2 567	169	7 643
Celkem	-odpisy	17 852	17 852	15 116	7 643
	zůstatková hodnota	29 147	26 580	26 749	34 392

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

Tab. 35 Odhad investic do staveb (v tis. Kč)

Stavby		2018	2019	2020	2021
Původní	-odpisy	58 001	58 001	58 001	58 001
	-zůstatková hodnota	1 589 327	1 531 326	1 473 325	1 415 324
Nový	-investice brutto		221 448	221 448	115 000
	-pořizovací hodnota k 31.12		221 448	442 896	557 896
	-odpisy (1/30 z pořiz. hod. k 31.12)		0	7 382	14 763
	-investice netto		163 447	156 065	42 236
Celkem	-odpisy	58 001	58 001	65 383	72 764
	zůstatková hodnota	1 589 327	1 752 774	1 908 839	1 951 075

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

Tab. 36 Odhad investic do hmotných movitých věcí (v tis. Kč)

Hmotné movité věci		2018	2019	2020	2021
Původní	-odpisy	113 820	113 820	113 820	113 820
	-zůstatková hodnota	971 392	857 572	743 752	
Nový	-investice brutto		120 523	120 523	80 000
	-pořizovací hodnota k 31.12		120 523	241 047	321 047
	-odpisy (1/8 z pořiz. hod. k 31.12)		0	15 065	30 131
	-investice netto		6 703	-8 362	-63 951
Celkem	-odpisy	113 820	113 820	128 885	143 951
	zůstatková hodnota	971 392	978 095	969 734	905 783

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

Následující tabulka pak zobrazuje celková data týkající se odhadovaných investic, včetně zůstatkové hodnoty a celkových odpisů v jednotlivých letech.

Tab. 37 Celkové investice do dlouhodobého hmotného majetku (v tis. Kč)

Celkem	2019	2020	2021
Odpisy	189 673	209 384	224 358
Zůstatková hodnota	2 757 450	2 905 322	2 891 250
Celkové investice brutto do DM	357 257	357 257	210 285
Celkové investice netto do DM	167 584	147 872	-14 072

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

4.6 Sestavení finančního plánu

Po vytvoření prognózy jednotlivých generátorů hodnoty podniku je možné přejít k sestavení finančního plánu, který bude právě na těchto datech z velké části založen. V rámci finančního plánu bude naplánován výkaz zisku a ztrát, výkaz peněžních toků a rozvaha oceňovaného podniku pro období 2019-2021.

4.6.1 Plán výkazu zisku a ztráty

Jak již bylo zmíněno, některé údaje jsou převzaty z dříve vytvořených prognóz z předchozích kapitol. Konkrétně tomu tak je u tržeb a výše odpisů. Výkonová spotřeba byla stanovena na základě průměrného podílu na tržbách v minulém období. U osobních nákladů je prognózován růst stejný jako je meziroční nárůst tržeb v jednotlivých letech. Výše daní a poplatků je stanovena na základě podílu vůči tržbám v posledním roce. V rámci ostatních provozních položek je počítáno s prodejem materiálu, který se zdá být periodickým. Výnosy z neprovozního majetku pak představují výnosy z finančního majetku, jejichž hodnota byla stanovena na základě dat z roku 2018. Daňová sazba je očekávána ve stabilní výši 19 %.

Tab. 38 Plánovaný výkaz zisku a ztrát (v tis. Kč)

	2019	2020	2021
Tržby	2 784 202	2 796 889	2 915 547
Výkonová spotřeba	1 862 631	1 871 119	1 950 501
Osobní náklady	393 822	395 617	412 401
Odpisy	189 673	209 384	224 358
Daně a poplatky	7 991	8 027	8 368
Ostatní provozní položky	14 400	14 400	14 400
Korigovaný provozní VH	344 485	327 142	334 320
Výnosy z neprovozního majetku	9 643	9 643	9 643
VH před zdaněním	354 128	336 785	343 963
Daň z příjmu	67 284	63 989	65 353
VH po zdanění	286 844	272 796	278 610

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

4.6.2 Plán výkazu peněžních toků

Hodnota KPVH před daní je převzata z výkazu zisku a ztrát, která je následně snížena o daň ve výši 19 %. Úpravy o nepeněžní operace jsou rovněž převzaty z výkazu zisku a ztrát. Úpravy oběžných aktiv jsou vypočítány na základě prognózy

pracovního kapitálu z předchozích kapitol. Hodnoty v rámci nabytí provozně nutného dlouhodobého majetku byly získány z již vytvořené prognózy investic do dlouhodobého majetku. Výše příjmů z neprovozního majetku a mimořádných příjmů byla převzata z plánovaného výkazu zisku a ztrát. Diference v platbě daně oproti dani z KPVH představuje rozdíl výše daně připadající na KPVH v rámci výkazu peněžních toků a výše daně připadající na celkový VH z výkazu zisku a ztrát.

Tab. 39 Plánovaný výkaz peněžních toků (v tis. Kč)

	2019	2020	2021
Stav peněžních prostředků k počátku roku	1 417 220	1 582 882	1 667 824
KPVH před daní	344 485	327 142	334 320
Daň připadající na KPVH	65 452	62 157	63 521
KPVH po dani	279 033	264 985	270 799
Úpravy o nepeněžní operace (odpisy)	189 673	209 384	224 358
Úpravy oběžných aktiv (provozně nutných)	46 402	-39 982	22 709
<i>Změna stavu pohledávek</i>	-10 462	-40 399	18 808
<i>Změna stavu krátkodob. neúroč. závazků</i>	40 003	1 912	17 880
<i>Změna stavu zásob</i>	16 861	-1 495	-13 979
Peněžní tok z hlavní provozní činnosti celkem	515 108	434 387	517 866
Nabytí provozně nutného dlouhodob. majetku	-357 257	-357 257	-210 285
Peněžní tok z investiční činnosti celkem	-357 257	-357 257	-210 285
Peněžní tok z prov. majetku celkem	157 851	77 131	307 581
Příjmy z neprov. majetku a mimoř. příjmy	9 643	9 643	9 643
Diference v platbě daně oproti dani z KPVH	-1 832	-1 832	-1 832
Peněžní tok z neprovozního majetku celkem	7 811	7 811	7 811
Peněžní tok celkem	165 662	84 941	315 392
Stav peněžních prostředků na konci období	1 582 882	1 667 824	1 983 216

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

4.6.3 Plán rozvahy

Tak jako u předchozích výkazů, tak i v případě plánování rozvahy byly využity prognózy z předchozích kapitol. Takto byla převzata výše dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku. U pozemků nejsou předpokládány žádné nové investice a jeho hodnota je tedy ponechána ve výši z roku 2018. Taktéž dlouhodobý finanční majetek byl ponechán ve výši z tohoto roku. Zásoby a krátkodobé pohledávky jsou převzaty z prognózy pracovního kapitálu. Krátkodobý majetek byl

převzat z plánu peněžních toků. Výše časového rozlišení aktiv je pak ponechána na úrovni z roku 2018.

V rámci pasiv je počítáno u základního kapitálu, fondů ze zisku, rezerv, dlouhodobých závazků a časového rozlišení pasiv se stejnou výší, jako tomu bylo v roce 2018. VH minulých let je v jednotlivých letech navyšován výsledkem VH běžného účetního období, který je převzat z výkazu zisku a ztrát. Výše krátkodobých závazků je převzata z prognózy generátorů hodnoty.

Tab. 40 Plán rozvahy (v tis. Kč)

	2019	2020	2021
Aktiva celkem	5 424 545	5 699 253	5 995 743
Dlouhodobý majetek	2 917 499	3 065 371	3 051 299
Dlouhodobý nehmot. majetek	26 580	26 749	34 392
Dlouhodobý hmot. majetek	2 880 859	3 028 563	3 006 848
<i>Stavby</i>	1 752 774	1 908 839	1 951 075
<i>Pozemky</i>	149 990	149 990	149 990
<i>Hmotné movité věci</i>	978 095	969 734	905 783
Dlouhodobý fin. majetek	10 059	10 059	10 059
Oběžná aktiva	2 368 561	2 495 396	2 805 959
Zásoby	328 002	329 497	343 475
Krátkodobé pohledávky	457 677	498 076	479 268
Krátkodobý fin. majetek	1 582 882	1 667 824	1 983 216
<i>provozně potřebný</i>	96 494	96 933	101 046
<i>provozně nepotřebný</i>	1 486 388	1 570 890	1 882 170
Časové rozlišení aktiv	138 485	138 485	138 485

	2019	2020	2021
Pasiva celkem	5 424 545	5 699 253	5 995 743
Vlastní kapitál	4 803 618	5 076 415	5 355 025
Základní kapitál	3 100 000	3 100 000	3 100 000
Fondy ze zisku	627 454	627 454	627 454
VH minulých let	789 321	1 076 164	1 348 961
VH běžného účet. období	286 844	272 796	278 610
Cizí zdroje	620 926	622 838	640 718
Rezervy	95 584	95 584	95 584
Závazky	525 342	527 254	545 134
Dlouhodobé závazky	105 805	105 805	105 805
Krátkodobé závazky	419 537	421 449	439 329
Časové rozlišení pasiv	0	0	0

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

4.7 Ocenění podniku

Po sestavení finančního plánu podniku je již možné přistoupit k samotnému ocenění společnosti Budějovický Budvar. Pro tyto účely bude využito metody diskontovaných peněžních toků, konkrétně metoda DFC entity a metody EVA (ekonomická přidaná hodnota). Rovněž bude vypracována metoda účetní hodnoty na principu historických cen, která však slouží pouze jako doplněk k předchozím metodám.

Stanovení diskontní míry

Jak bylo uvedeno v teoretické části práce, pro stanovení diskontní míry pro metodu DCF entity je třeba diskontní míru stanovit na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál (WACC). Vzhledem k tomu, že Budějovický Budvar nevyužívá úročený cizí kapitál, diskontní míra bude stanovena pouze na úrovni nákladů vlastního kapitálu. Pro výpočet bude využito modelu CAPM, jehož vzorec je uveden v teoretické části práce.

Bezriziková úroková míra (r_f) byla na základě informací od ČNB stanovena průměrem výnosnosti za 10-leté státní dluhopisy na úrovni 1,9 %. Hodnota β nezadlužená je převzata ze stránek Damodaran pro oblast alkoholických nápojů v rámci Evropy. Její hodnota je stanovena ve výši 0,45. Hodnota prémie za tržní riziko ($r_m - r_f$) byla rovněž převzata ze stránek Damodaran. Její hodnota je stanovena na úrovni 5,8 % (ČNB, 2020, Damodaran, 2020).

Výsledná hodnota nákladů vlastního kapitálu po dosazení do vzorce vychází na úrovni 4,51 %. Této hodnotě se tedy z již zmíněného důvodu absence úročeného cizího kapitálu bude rovnat i hodnota WACC.

Stanovení tempa růstu g

Tempo růstu g bude stanoveno pro potřeby modelu DCF entity, v rámci kterého bude využit při výpočtu pokračující hodnoty. Vzhledem k současné situaci panující nejenom v ČR, ale i ve světě týkající se pandemie je poněkud obtížnější stanovit tuto hodnotu, jelikož zatím není jasné, jak velké budou dopady na ekonomiku. Po přihlédnutí k prognóze základních makroekonomických ukazatelů bude při zásadě opatrnosti stanoveno tempo růstu ve výši 1,5 %.

4.7.1 Metoda DCF entity

První metodou použitou pro ocenění Budějovického Budvaru bude metoda DCF entity, jejímž základním východiskem jsou volné peněžní toky určené vlastníkům a věřitelům společnosti (FCFF). Samotný výpočet této metody je rozdělen do dvou částí, kdy v první části je určena současná hodnota na základě informací z finančního plánu a v druhé části je pak určena současná hodnota pokračující hodnoty podniku. Výpočet volného peněžního toku zobrazuje následující tabulka, která čerpá z již vytvořených analýz z předchozích kapitol.

Tab. 41 Výpočet volného peněžního toku (v tis. Kč)

	2019	2020	2021
KPVH před daní	344 485	327 142	334 320
- Upravená daň	65 452	62 157	63 521
KPVH po daní	279 033	264 985	270 799
+ Odpisy	189 673	209 384	224 358
- Investice do uprav. prac. kapitálu (provozně nutného)	37 022	-40 422	18 597
- Investice do provozně nutného DM	-357 257	-357 257	-210 285
Volný peněžní tok do podniku (FCFF)	148 471	76 691	303 469

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

Po získání volných peněžních toků v jednotlivých letech je možné přistoupit k jejich diskontování a následně získání současné hodnoty první fáze výpočtu. Diskontní míra byla převzata z výpočtu z úvodu této kapitoly, pomocí níž byl následně vypočítán odúročitel. Současná hodnota 1. fáze pak představuje součet diskontovaných FCFF v jednotlivých letech.

Tab. 42 Výpočet současné hodnoty první fáze metody DCF entity (v tis. Kč)

	2019	2020	2021
Volný peněžní tok do podniku (FCFF)	148 471	76 691	303 469
Diskontní míra	4,51%		
Odúročitel pro diskontní míru	0,9569	0,9156	0,8761
Diskontované FCFF	142 066	70 217	265 865
Současná hodnota 1. fáze	478 149		

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

Pro výpočet současné hodnoty 2. fáze je nejdříve nutné vypočítat její pokračující hodnotu. Tato druhá fáze začíná od konce první fáze a pokračuje do nekonečna. Pokračující hodnota je vypočítána pomocí tzv. Gordonova vzorce, který je uveden v rámci teoretické části. Tempo růstu g bylo převzato z úvodu této kapitoly, na jehož základě byla vypočítána výše FCFF v prvním roce druhé fáze ($FCFF_{t+1}$). Ta byla získána odečtením netto investic 2022 od KPVH 2022. KVPV v roce 2022 bylo vypočteno z KVPH 2021 navýšeného o tempo růstu ve výši 1,5 %. Netto investice pro rok 2022 byly získány z provozně nutného investovaného kapitálu (hodnota DM + hodnota provozně nutného upraveného pracovního kapitálu) z roku 2021 vynásobeného tempem růstu. Tím došlo k získání podkladů pro výpočet pokračující hodnoty, která byla následně diskontována na základě odúročitele pro rok 2021 a dostali jsme tak současnou hodnotu PH.

Tab. 43 Výpočet současné hodnoty druhé fáze metody DCF entity (v tis. Kč)

Tempo růstu g	1,50%
FCFF $t+1$	219 748
PH	7 304 813
Současná hodnota PH	6 399 665

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

Sečtením současné hodnoty první a druhé fáze dostaneme brutto hodnotu podniku. Od té je dále ve standardním postupu nutné odečíst hodnotu úročeného cizího kapitálu, kterým však Budějovický Budvar nedisponuje, tudíž netto hodnota bude na stejné úrovni jako brutto hodnota. Následně se přičte hodnota aktiv, která nejsou provozně nutná a dojde tak k výpočtu výsledné hodnoty VK.

Tab. 44 Výsledná hodnota VK vypočítaná metodou DCF Entity (v tis. Kč)

Současná hodnota 1. fáze	478 149
Současná hodnota 2. fáze	6 399 665
Hodnota podniku brutto	6 877 814
- Hodnota úročeného cizího kapitálu	0
Hodnota podniku netto	6 877 814
+ Hodnota neprovozního majetku	1 330 107
Výsledná hodnota VK	8 207 921

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

4.7.2 Metoda EVA

Druhou metodou pro výpočet hodnoty Budějovického Budvaru je metoda ekonomické přidané hodnoty EVA. Stejně jako v případě předchozí metody, výpočet vychází z hodnoty KPVH po dani, který je zde označen jako NOPAT. Dále je nutné dopočítat hodnotu NOA (čistá operační aktiva), která svou hodnotou odpovídají provozně nutnému investovanému kapitálu. Ten je získán součtem hodnoty dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu v jednotlivých letech. Následně již je možné vypočítat hodnotu EVA dle vzorce z teoretické části ($\text{NOPAT} - \text{WACC} * \text{NOA}_{t-1}$). Po následném diskontování těchto hodnot a jejich součtu získáme současnou hodnotu 1. fáze.

Tab. 45 Výpočet současné hodnoty první fáze metody EVA (v tis. Kč)

	2019	2020	2021
NOPAT	279 033	264 985	270 799
NOA	3 518 619	3 706 913	3 674 244
WACC	4,51%		
WACC * NOA _{t-1}	152 742	158 628	167 117
EVA	126 291	106 357	103 682
odúročitel	0,9569	0,9156	0,8761
Diskontovaná EVA	120 843	97 379	90 835
Současná hodnota 1.fáze	309 056		

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

V rámci druhé části výpočtu je nejprve nutné vypočítat hodnotu NOPAT pro rok 2022, kterou dostaneme navýšením NOPAT 2021 o tempo růstu. Následně je již možné opět podle vzorce z teoretické části dopočítat hodnotu EVA pro rok 2022, na jejíž základě dopočítáme výši pokračující hodnoty. Tu je následně nutné diskontovat pomocí odúročitele z roku 2021 a dostaneme tak současnou hodnotu PH.

Tab. 46 Výpočet současné hodnoty druhé fáze metody EVA (v tis. Kč)

Tempo růstu g	1,5%
NOPAT _{t+1}	274 861
EVA _{t+1}	109 217
PH	3 630 569
Současná PH	3 180 701

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

V závěrečné části této metody dojde k součtu současných hodnot z obou předchozích částí, čímž dostaneme hodnotu MVA, neboli současnou hodnotu budoucích EVA. Následně jsou k tomu přičtena čistá operační aktiva v jejich výši k datu ocenění a dostaneme tak hodnotu podniku brutto. Dále by mělo dojít k odečtení úročeného cizího kapitálu, ale jak již bylo uvedeno v rámci předchozí metody, společnost tímto kapitálem nedisponuje. Z tohoto důvodu se opět hodnota podniku brutto rovná hodnotě podniku netto. Posledním krokem je pak přičtení hodnoty neprovozního majetku k datu ocenění a dostáváme výslednou hodnotu VK.

Tab. 47 Výsledná hodnota VK vypočítaná metodou DCF Entity (v tis. Kč)

Současná hodnota 1. fáze	309 056
Současná hodnota 2. fáze	3 180 701
MVA	3 489 757
+ NOA k datu ocenění	3 388 057
Hodnota podniku brutto	6 877 814
- Hodnota úročeného cizího kapitálu	0
Hodnota podniku netto	6 877 814
+ Hodnota neprovozního majetku	1 330 107
Výsledná hodnota VK	8 207 921

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

4.7.3 Účetní hodnota na principu historických cen

Třetí metodou použitou pro ocenění Budějovického Budvaru je účetní metoda na principu historických cen. Ta však bude sloužit pouze jako doplněk k předchozím metodám.

Samotný výpočet této metody je založen na odečtení výše cizího kapitálu od celkové výše aktiv. Na základě posledních dostupných hodnot z účetních výkazů společnosti z roku 2018 má výpočet následující podobu:

5 075 341 (celková aktiva) – 580 923 (cizí zdroje) = 4 494 418 tis. Kč.

4.7.4 Určení výsledné hodnoty podniku

Použití účetní hodnoty na principu historických cen nebude přikládána velká váha, jelikož bere v potaz data platná k určitému časovému okamžiku, u kterých však postupně dojde k odpojení od reality. Z tohoto důvodu bude výsledná hodnota stanovena na základě výnosových metod. Tato účetní hodnota však bude brána jako minimální možná hodnota podniku.

Z výsledků metody DCF entity a metody EVA je patrné, že obě tyto metody došly ke stejné hodnotě podniku. To je zapříčiněno tím, že obě tyto metody čerpají ze stejných dat. V rámci obou metod došlo k použití průměrných nákladů na kapitál, oba výpočty vychází z KPVH (NOPAT) a rovněž byla použita stejná výše provozně nutného investovaného kapitálu.

Výsledná hodnota Budějovického Budvaru je stanovena k 1. 1. 2019 ve výši **8 207 921 tis. Kč.**

Závěr

Hlavním cílem této diplomové práce bylo ocenění společnosti Budějovický Budvar, národní podnik a určení tak její tržní hodnoty pro případ potencionálního prodeje.

První část diplomové práce se zabývala teoretickými východisky, postupy a metodami spojenými s problematikou oceňování podniků, které jsou nezbytné pro vypracování samotného ocenění.

V úvodu praktické části byl představen podnik Budějovický Budvar, včetně základních údajů a stručné historie. Následovala strategická analýza, konkrétně analýza makrookolí podniku, při které bylo využito analýzy PEST zkoumající základní faktory, které mají vliv na pivovarnický průmysl. V druhé části strategické analýzy bylo zkoumáno mikrookolí, kde byla nejdříve popsána základní data charakterizující pivovarnický průmysl a dále bylo využito Porterova modelu pěti konkurenčních sil. Následovala analýza atraktivity trhu, která dříve zjištěné informace seskupila a vyhodnotila. Pivovarnický průmysl zde dosáhl mírně nadprůměrných hodnot a je tak považován za atraktivní. Dále byla vytvořena prognóza pivovarnického průmyslu, kde bylo využito regresní analýzy, a které jako podklad sloužil predikovaný nominální HDP Ministerstvem financí. V důsledku současných událostí souvisejících s pandemií je predikováno tempo růstu tržeb pro období 2019-2021 pouze na úrovni 1,03 %.

V následné finanční analýze byla nejprve provedena analýza absolutních ukazatelů, kde byla rozebrána rozvaha a výkaz zisku a ztrát pomocí horizontální a vertikální analýzy. Dále byla provedena analýza rozdílových a poměrových ukazatelů. V závěru finanční analýzy byl vytvořen Altmanův model (Z-skóre) a model IN-index důvěryhodnosti uzpůsobený pro podmínky českého trhu. Na základě všech těchto analýz je možné konstatovat, že podnik se nachází v dobré finanční situaci a neměl by v budoucnu čelit bankrotu. Podnik tak splnil podmínku „going concern“. Podnik však disponuje nadměrným množstvím krátkodobého finančního majetku, který by mohl být využit efektivnějším způsobem. Jeho objem se ale v průběhu analyzovaného období snížil, zejména jeho využitím pro financování rozvojového investičního plánu podniku.

Dále bylo nutné rozdělit aktiva podniku na potřebná a nepotřebná a provést analýzu a prognózu generátorů hodnoty, které svým vzájemným působením utváří hodnotu

podniku. Následně již bylo možné přejít k vypracování finančního plánu, v němž byl naplánován výkaz zisku a ztrát, výkaz peněžních toků a rozvaha pro období 2019-2021.

V závěrečné části diplomové práce je již vypracováno samotné ocenění společnosti. Nejprve však bylo nutné stanovit diskontní míru, která na základě výpočtu vyšla na úrovni 4,51 %. Jelikož podnik nevyužívá zpoplatněný cizí kapitál, byla tato hodnota stanovena na úrovni nákladů vlastního kapitálu. Následně bylo stanoveno tempo růstu ve výši 1,5 %. Pro ocenění podniku bylo využito metody DCF Entity, metody EVA a metody účetní hodnoty na principu historických cen, která však slouží pouze jako doplněk k předchozím metodám.

Výsledná hodnota ocenění společnosti Budějovický Budvar, národní podnik byla na základě totožných výsledků z obou použitých výnosových metod ocenění stanovena k 1. 1. 2019 ve výši 8 207 921 tis. Kč a došlo tak k naplnění cíle diplomové práce.

Seznam literatury

- Budějovický Budvar. Historie pivovaru [online]. [cit. 2020-03-05]. Dostupné z: <https://www.budejovickybudvar.cz/pivovar/historie>
- BUREŠ, Michal. Zdanění piva a vína v roce 2020. Finance.cz [online]. 6. února 2020 [cit. 2020-03-06]. Dostupné z: <https://www.finance.cz/530616-spotrebni-dan-u-piva-a-vina/>
- ČNB. Výnosy státních dluhopisů [online]. Březen 2020 [cit. 2020-04-21]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_SESTAVY?p_strid=A_EBA&p_sestuid=&p_lang=CS
- ČSÚ. Ekonomické výsledky průmyslu ČR - 2017 [online]. 30. srpna 2019 [cit. 2020-04-05]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/ekonomicke-vysledky-prumyslu-cr-2017>
- Damodaran Online [online]. 5. ledna 2020 [cit. 2020-04-21]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- DLUHOŠOVÁ, Dana. Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-68-2.
- DVOŘÁČEK, Jiří a Peter SLUNČÍK. Podnik a jeho okolí: jak přežít v konkurenčním prostředí. V Praze: C.H. Beck, 2012. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-224-3.
- Gross domestic product (GDP). OECD [online]. 2019 [cit. 2020-03-12]. Dostupné z: <https://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=60703>
- INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL. International Valuation Standards. London, 2019. ISBN 978-0-9931513-3-3-0.
- JANÍČEK, Přemysl a Jiří MAREK. Expertní inženýrství v systémovém pojetí. Praha: Grada, 2013. ISBN 978-80-247-4127-7.
- KADEŘÁBKOVÁ, Markéta. Sazby DPH v roce 2020. Orange Academy [online]. 18. října 2019 [cit. 2020-03-06]. Dostupné z: <https://orangeacademy.cz/clanky/sazby-dph-v-roce-2020-vite-kde-usetrite/>

- KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-717-9529-1.
- KISLINGEROVÁ, Eva a kol. Manažerské finance. 3. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2010. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-194-9.
- KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ, Daniel REMEŠ a Karel ŠTEKER. Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady. 3., kompletně aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2017. Prosperita firmy. ISBN 978-80-271-0563-2.
- KRABEC, Tomáš. Oceňování podniku a standardy hodnoty. Praha: Grada, 2009. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-2865-0.
- MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.
- MFCR. Jak je to ve skutečnosti s DPH u piva? [online]. 4. února 2020 [cit. 2020-03-06]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/aktualne/v-mediich/2020/jak-je-to-ve-skutecnosti-s-dph-u-piva-37446>
- MFCR. Makroekonomická predikce - duben 2020 [online]. 4. dubna 2020 [cit. 2020-04-08]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2020/makroekonomicka-predikce-leden-2020-37433>
- Ministerstvo zemědělství. Situační a výhledová zpráva chmel, pivo [online]. 9. ledna 2020 [cit. 2020-03-15]. Dostupné z: http://eagri.cz/public/web/file/643719/SVZ_Chmel_2019.pdf
- MPO. Finanční analýza podnikové sféry za rok 2018 [online]. 17. září 2019 [cit. 2020-03-22]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/financni-analyza-podnikove-sfery-za-rok-2018--248883/>
- OECD. Gross domestic product (GDP) [online]. 2019 [cit. 2020-03-12]. Dostupné z: <https://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=60703>

- PALEPU, Krishna G., Paul M. HEALY a Erik PEEK. Business Analysis and Valuation: IFRS Edition: Text and Cases. Second edition. Andover: South – Western Cengage Learning, 2010. ISBN 978-1-4080-1749-4.
- PESTLE Analysis: Business Environmental Analysis [online]. 15.12.2011 [cit. 2020-01-25]. Dostupné z: <https://pestleanalysis.com/pestle-analysis-business-environmental-analysis/>
- Pivovary.info. Co se událo v českém pivovarském světě v roce 2019? [online]. 26. prosince 2019 [cit. 2020-03-12]. Dostupné z: <https://www.pivovary.info/view.php?cisloclanku=2019120001>
- PORTER, Michael E. On Competition: Updated and Expanded Edition. 2 edition. Harvard Business Review Press, 2008. ISBN 978-1422126967.
- RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2015. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-5534-2.
- SABLE, Kiran a Roshan DESHMUKH. Allied market research. Europe Beer Market Outlook - 2025 [online]. Květen 2019 [cit. 2020-04-03]. Dostupné z: <https://www.alliedmarketresearch.com/europe-beer-market>
- SYNEK, Miloslav a Eva KISLINGEROVÁ. Podniková ekonomika. 5., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2010. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-336-3.
- The Brewers of Europe. European beer trends-statistic report:2019 edition [online]. 5. prosince 2019 [cit. 2020-03-13]. Dostupné z: <https://brewersofeurope.org/uploads/mycms-files/documents/publications/2019/european-beer-trends-2019-web.pdf>
- VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ. Podniková ekonomika. Praha: Grada, 2012. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1.
- Zboziaprodej. Zboží&Prodej 5/2018: Cidery stále rostou [online]. 19. května 2018 [cit. 2020-03-18]. Dostupné z: <https://www.zboziaprodej.cz/2018/05/19/cidery-prodeje-rust/>

- ČESKÁ REPUBLIKA. Občanský zákoník č. 89/2012 Sb. In: Sbírka zákonů. Dostupné také z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2012-89>
- ČESKÁ REPUBLIKA. Obchodní zákoník č. 513/1991. In: Sbírka zákonů. Dostupné také z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1991-513>
- ČESKÁ REPUBLIKA. Zákon o znalcích a tlumočnících č. 36/1967 Sb. In: Sbírka zákonů. Dostupné také z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1967-36>
- ČESKÁ REPUBLIKA. Zákon o znalcích, znaleckých kancelářích a znaleckých ústavech č. 254/2019 Sb. In: Sbírka zákonů. Dostupné také z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2019-254>
- ČESKÁ REPUBLIKA. Živnostenský zákon č. 455/1991 Sb. In: Sbírka zákonů. Dostupné také z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1991-455>

Seznam obrázků a tabulek

Seznam obrázků

Obr. 1. Vztah objektivizované hodnoty, tržní hodnoty a investiční (subjektivní) hodnoty	17
Obr. 2. Obecný postup při ocenění podniku	21
Obr. 3. Sběr vstupních dat.....	22
Obr. 4. Faktory v rámci strategické analýzy.....	24
Obr. 5. Porterův model pěti konkurenčních sil.....	26
Obr. 6. Interpretace výsledku Altmanova modelu.....	37
Obr. 7. Interpretace výsledku modelu IN	38
Obr. 8. Přehled metod pro oceňování podniku	43
Obr. 9. Budějovický budvar-logo.....	52
Obr. 10. Porovnání růstu reálného HDP v ČR a EU	56
Obr. 11. Vývoj průměrné míry inflace v ČR	56
Obr. 12. Vývoj měnového kurzu CZK/EUR.....	57
Obr. 13. Vývoj míry nezaměstnanosti.....	57
Obr. 14. Vývoj spotřeby piva na obyvatele ČR.....	58
Obr. 15. Celkový výstav piva v ČR	59
Obr. 16. Vývoj počtu pivovarů na území ČR.....	60
Obr. 17. Vývoj on-trade a off-trade spotřeby piva V ČR	61
Obr. 18. Vývoj průměrné spotřeby piva v porovnání s vývojem substitutů	63

Seznam tabulek

Tab. 1 Výpočet KPVH pro metodu DCF entity.....	46
Tab. 2 Výpočet FCFF	46
Tab. 3 Metoda FCFF: Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu.....	48

Tab. 4 Vývoj hlavních ekonomických faktorů.....	55
Tab. 5 Největší pivovary v ČR na základě ročního výstavu.....	62
Tab. 6 Analýza atraktivity trhu	65
Tab. 7 Prognóza vývoje pivovarnického trhu v ČR a EU.....	67
Tab. 8 Prognóza vývoje tržního podílu a tržeb	68
Tab. 9 SWOT analýza	68
Tab. 10 Vertikální analýza aktiv.....	70
Tab. 11 Vertikální analýza pasiv.....	71
Tab. 12 Horizontální analýza aktiv.....	72
Tab. 13 Horizontální analýza pasiv.....	73
Tab. 14 Vertikální analýza výkazu zisku a ztrát.....	74
Tab. 15 Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát.....	75
Tab. 16 Čistý pracovní kapitál	75
Tab. 17 Ukazatele likvidity	76
Tab. 18 Ukazatele rentability	76
Tab. 19 Ukazatele zadluženosti.....	77
Tab. 20 Ukazatele aktivity.....	78
Tab. 21 Altmanův model (Z-skóre)	79
Tab. 22 Model In-Index důvěryhodnosti	79
Tab. 23 Výpočet provozně nutných peněžních prostředků.....	80
Tab. 24 Výpočet investovaného kapitálu provozně nutného	81
Tab. 25 Výpočet Korigovaného provozního výsledku hospodaření před daní	81
Tab. 26 Prognóza tržeb	82
Tab. 27 analýza a prognóza ziskové marže	82
Tab. 28 Pracovní kapitál-analýza a prognóza doby obratu	83
Tab. 29 Prognóza pracovního kapitálu (v tis. Kč).....	84

Tab. 30 Výpočet koeficientu náročnosti tržeb na investice do DNM (v tis. Kč).....	85
Tab. 31 Výpočet koeficientu náročnosti tržeb na investice do staveb (v tis. Kč) ...	85
Tab. 32 Výpočet koeficientu náročnosti tržeb na investice do hmot. movitých věcí (v tis. Kč).....	85
Tab. 33 Celkový přehled koeficientu náročnosti tržeb na investice do DM a jejich odhad (v tis. Kč).....	86
Tab. 34 Odhad investic do dlouhodobého nehmotného majetku (v tis. Kč)	86
Tab. 35 Odhad investic do staveb (v tis. Kč)	87
Tab. 36 Odhad investic do hmotných movitých věcí (v tis. Kč)	87
Tab. 37 Celkové investice do dlouhodobého hmotného majetku (v tis. Kč)	87
Tab. 38 Plánovaný výkaz zisku a ztrát (v tis. Kč)	88
Tab. 39 Plánovaný výkaz peněžních toků (v tis. Kč)	89
Tab. 40 Plán rozvahy (v tis. Kč).....	90
Tab. 41 Výpočet volného peněžního toku (v tis. Kč)	92
Tab. 42 Výpočet současné hodnoty první fáze metody DCF entity (v tis. Kč).....	92
Tab. 43 Výpočet současné hodnoty druhé fáze metody DCF entity (v tis. Kč).....	93
Tab. 44 Výsledná hodnota VK vypočítaná metodou DCF Entity (v tis. Kč)	93
Tab. 45 Výpočet současné hodnoty první fáze metody EVA (v tis. Kč).....	94
Tab. 46 Výpočet současné hodnoty druhé fáze metody EVA (v tis. Kč)	95
Tab. 47 Výsledná hodnota VK vypočítaná metodou DCF Entity (v tis. Kč)	95

Seznam příloh

Příloha 1: Rozvaha Budějovického Budvaru 2014-2018	106
Příloha 2: Výkaz zisku a ztrát Budějovického Budvaru 2014-2018	108

Příloha 1: Rozvaha Budějovického Budvaru 2014-2018

	2014	2015	2016	2017	2018
Aktiva celkem	4 979 511	4 772 165	5 095 265	5 327 842	5 075 341
Dlouhodobý majetek	1 950 142	1 934 943	2 095 793	2 591 166	2 768 314
Dlouhodobý nehmotný majetek	22 266	27 983	36 730	31 892	29 147
Ocenitelná práva	22 266	19 531	23 301	31 071	29 147
-Software	9 332	8 345	6 089	18 569	18 701
-Ostatní ocenitelná práva	12 934	11 186	17 212	12 502	10 446
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek		8 452	13 429	821	
Dlouhodobý hmotný majetek	1 908 297	1 886 983	2 048 601	2 549 272	2 729 108
Pozemky	148 273	148 273	149 951	149 951	149 990
Stavby	964 871	982 489	983 614	946 228	1 589 327
Hmotné movité věci a jejich soubory	781 076	690 430	678 196	657 458	971 392
Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	405	405	405	405	405
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	13 672	65 386	236 435	795 230	17 994
-Poskytnuté zálohy nadlouhodobý hmotný majetek	8 060	44 436	85 827	231 535	6 886
-Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	5 612	20 950	150 608	563 695	11 108
Dlouhodobý finanční majetek	19 579	19 977	10 462	10 002	10 059
Podíly-ovládání nebo ovládající osoba	17 520	17 918	8 403	7 943	8 000
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	2 059	2 059	2 059	2 059	2 059
Oběžná aktiva	2 860 912	2 681 183	2 844 677	2 594 627	2 168 542
Zásoby	284 629	296 797	332 574	299 666	344 683
Materiál	159 726	175 035	225 373	177 727	172 408
Nedokončená výroba a polotovary	85 187	89 836	84 022	86 309	111 077
Výrobky a zboží	39 716	31 926	23 179	35 630	61 198
-Výrobky	33 887	28 869	20 347	34 036	52 502
-Zboží	5 829	3 057	2 832	1 594	8 696
Dlouhodobé pohledávky				5 494	
Ostatní pohledávky				5 494	
Krátkodobé pohledávky	399 482	416 385	407 253	452 170	447 215
Pohledávky z obchodních vztahů	366 324	390 948	389 916	391 231	401 728
Ostatní pohledávky	33 158	25 437	17 337	60 939	45 487
-Stát-daňové pohledávky	22 965	18 210	12 563	46 914	40 593
-Krátkodobé poskytnuté zálohy	1 801	800	1 000	487	565
-Dohadné účty aktivní	4 290	1 962	319	1 406	667
-Jiné pohledávky	4 102	4 465	3 455	12 132	3 662
Krátkodobý finanční majetek	2 176 801	1 968 001	2 104 850	1 837 297	1 376 644
Ostatní krátkodobý finanční majetek	1 151 520	901 368	200 000	1 100 034	599 999
Peněžní prostředky v pokladně	1 020 082	1 062 613	5 238	4 772	4 391
Peněžní prostředky na účtech	5 199	4 020	1 899 612	732 491	772 254
Časové rozlišení aktiv	168 457	156 039	154 795	142 049	138 485
Náklady příštích období	9 952	10 136	12 451	10 930	12 059
Komplexní náklady příštích období	158 056	145 326	140 670	130 780	125 193
Příjmy příštích období	449	577	1 674	339	1 233

	2014	2015	2016	2017	2018
Pasiva celkem	4 979 511	4 772 165	5 095 265	5 327 842	5 075 341
Vlastní kapitál	4 461 902	4 239 174	4 493 499	4 753 105	4 494 418
Základní kapitál	3 100 000	3 100 000	3 100 000	3 100 000	3 100 000
Kapitálové fondy	-3 860	-3 462	-9 550	-300	-21 043
Ostatní kapitálové fondy	2 920	2 920	2 920	2 920	2 920
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	-6 780	-6 382	-12 470	-3 220	-23 963
Fondy ze zisku	622 498	622 246	622 882	623 041	627 454
Ostatní rezervní fondy	620 000	620 000	620 000	620 000	620 000
Statutární a ostatní fondy	2 498	2 246	2 882	3 041	7 454
VH minulých let	497 420	238 921	515 786	775 437	520 872
Nerozdělený zisk nebo neuhrazená ztráta minulých let	497 420	238 921	515 786	775 437	520 872
VH běžného účet. období	245 844	281 469	264 381	254 927	267 135
Cizí zdroje	517 609	524 947	601 675	574 736	580 923
Rezervy	42 440	39 178	42 297	33 320	95 584
Rezerva na daň z příjmu	12 765	18 978	12 005		
Ostatní rezervy	29 675	20 200	30 292	33 320	95 584
Závazky	475 169	485 769	559 378	541 416	485 339
Dlouhodobé závazky	129 471	126 491	122 321	118 583	105 805
-Dlouhodobé přijaté zálohy	705	690	690	690	690
-Závazky z obchodních vztahů	500	500	500	500	
-Odložený daňový závazek	128 266	125 301	118 205	117 393	102 025
-Jiné závazky			2 926		3 090
Krátkodobé závazky	345 698	359 278	437 057	422 833	379 534
-Krátkodobé přijaté zálohy	40 725	39 374	28 177	2 750	49
-Závazky z obchodních vztahů	189 899	198 278	275 396	295 565	217 961
-Závazky k zaměstnancům	13 689	13 589	15 416	16 135	17 488
-Závazky ze soc. zabezpečení a zdrav. pojištění	7 755	8 182	8 608	9 363	10 469
-Stát-daňové závazky a dotace	13 380	16 942	15 710	8 978	10 299
-Dohadné účty pasivní	80 225	82 139	91 701	89 127	111 348
-Jiné závazky	25	774	2 049	915	11 920
Časové rozlišení pasiv	0	8 044	91	1	0
Výdaje příštích období		8 043	90		
Výnosy příštích období		1	1	1	

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

Příloha 2: Výkaz zisku a ztrát Budějovického Budvaru 2014-2018

	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	2 319 093	2 465 436	2 537 273	2 471 243	2 633 064
Tržby za prodej zboží	74 251	80 367	74 618	72 001	69 427
Výkonová spotřeba	1 667 181	1 740 311	1 734 093	1 725 777	1 744 251
Náklady vynaložené na prodané zboží	59 215	65 341	61 043	58 712	52 174
Spotřeba materiálu a energie	942 669	988 080	1 016 665	1 049 736	1 079 365
Služby	665 297	686 890	656 385	617 329	612 712
Změna stavu zásob vlastní činnosti	- 20 131	- 4 426	8 663	- 18 513	- 45 525
Osobní náklady	286 224	300 592	313 706	336 696	382 264
Mzdové náklady	210 828	220 983	230 502	248 164	281 890
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	70 784	74 910	77 863	82 990	94 155
Ostatní náklady	4 612	4 699	5 341	5 542	6 219
Úprava hodnot v provozní oblasti	249 285	193 953	236 139	187 858	255 530
Úprava hodnot dlouhodobého nehmot. a hmot. majetku	249 285	242 293	233 709	238 895	257 233
Úprava hodnot zásob			3 917	- 2 603	2 579
Úprava hodnot pohledávek		- 48 340	- 1 487	- 48 434	- 4 282
Ostatní provozní výnosy	131 722	103 809	93 509	63 627	96 604
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	17 001	7 962	5 035	6 420	15 594
Tržby z prodaného materiálu	31 553	44 746	37 466	24 882	44 760
Jiné provozní výnosy	83 168	51 101	51 008	32 325	36 250
Ostatní provozní náklady	48 936	81 129	65 346	54 030	144 313
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	30 769	871	1 558	315	18 093
Zůstatková cena prodaného materiálu	11 609	25 729	21 824	10 898	35 669
Daně a poplatky	5 465	10 597	7 113	3 301	7 762
Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	- 21 827	- 9 475	10 092	3 028	62 264
Jiné provozní náklady	22 920	53 407	24 759	36 488	20 525
Provozní VH	293 571	338 053	347 453	321 023	318 262
Výnosové úroky a podobné výnosy	3 743	876	1 286	764	3 467
Úprava hodnot a rezervy ve finanční oblasti	8 898		6 895	- 1 400	- 12
Ostatní finanční výnosy	19 482	11 412	7 768	6 252	9 013
Ostatní finanční náklady	499	510	12 349	14 719	2 849
Finanční VH	13 828	11 778	- 10 190	- 6 303	9 643
VH před zdaněním	307 399	349 831	337 263	314 720	327 905
Daň z příjmu	61 555	68 362	72 882	59 793	60 770
VH po zdanění	245 844	281 469	264 381	254 927	267 135

Zdroj: zpracování vlastní na základě účetních výkazů společnosti Budějovický Budvar

ANOTAČNÍ ZÁZNAM

AUTOR	Bc. David Vencel		
STUDIJNÍ PROGRAM/OBOR/SPECIALIZACE	6208T138 Globální podnikání a finanční řízení podniku		
NÁZEV PRÁCE	Ocenění podniku Budějovický Budvar, n.p.		
VEDOUCÍ PRÁCE	prof. Ing. Jiří Strouhal, Ph.D.		
KATEDRA	KFU - Katedra financí a účetnictví	ROK ODEVZDÁNÍ	2020
POČET STRAN	108		
POČET OBRÁZKŮ	18		
POČET TABULEK	47		
POČET PŘÍLOH	2		
STRUČNÝ POPIS	<p>Cílem této diplomové práce je ocenění společnosti Budějovický Budvar, národní podnik a určit její tržní hodnotu pro případ potencionálního prodeje. Práce je rozdělena na část teoretickou a část praktickou. V teoretické části jsou popsány základní informace související s oceněním podniku potřebné pro jeho vypracování. V praktické části je zpracována strategická analýza, finanční analýza, analýza a prognóza generátorů hodnoty a finanční plán. Na základě těchto informací je vypracováno ocenění Budějovického Budvaru. To bylo provedeno pomocí metody DCF Entity, metody EVA a doplňkové metody účetní hodnoty na principu historických cen.</p>		
KLÍČOVÁ SLOVA	<p>Ocenění podniku, strategická analýza, finanční analýza, generátory hodnoty, finanční plán, metoda DCF Entity, metoda EVA</p>		

ANNOTATION

AUTHOR	Bc. David Vencľ		
FIELD	6208T138 Corporate Finance Management in the Global Environment		
THESIS TITLE	Valuation of the Budweiser Budvar, National Corporation		
SUPERVISOR	prof. Ing. Jiří Strouhal, Ph.D.		
DEPARTMENT	KFU - Department of Finance and Accounting	YEAR	2020
NUMBER OF PAGES	108		
NUMBER OF PICTURES	18		
NUMBER OF TABLES	47		
NUMBER OF APPENDICES	2		
SUMMARY	<p>The aim of this diploma thesis is to evaluate the company Budweiser Budvar, National Corporation, and to determine its market value in case of potential sale. The work is divided into a theoretical and a practical part. The theoretical part describes basic information related to the valuation of the company needed for its elaboration. The practical part deals with strategic analysis, financial analysis, analysis and forecast of value drivers and financial plan. The valuation of Budweiser Budvar is prepared based on this information. For this purpose, the DCF Entity method, the EVA method and the book value method based on historical prices were used.</p>		
KEY WORDS	<p>Company valuation, strategic analysis, financial analysis, company value drivers, financial plan, DCF Entity method, EVA method</p>		