ŠKODA AUTO VYSOKÁ ŠKOLA, O.P.S.

Studijní program: N6208 Ekonomika a management
Studijní obor: 6208T138 Globální podnikání a finanční řízení podniku

OCENĚNÍ OBCHODNÍ KORPORACE PHILIP MORRIS ČR A.S.

Bc. Pavel KNORR

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

Tento list vyjměte a nahraďte zadáním diplomové práce

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci vypracoval(a) samostatně s použitím uvedené literatury pod odborným vedením vedoucího práce.

Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná a v práci jsem neporušil(a) autorská práva (ve smyslu zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Mladé Boleslavi dne 11. 5. 2019

Děkuji prof. Ing. Jiřímu Strouhalovi, Ph.D. za odborné vedení mé diplomové práce, včasné poskytování cenných rad a připomínek. Děkuji též své rodině za stálou podporu po celou dobu studia.

Obsah

Seznam použitých zkratek a symbolů 9

Úvod 10

1 Teoretická východiska 11

1.1 Definice podniku a hladiny hodnoty 11

1.2 Druhy hodnoty podniku 12

1.2.1 Tržní hodnota 13

1.2.2 Subjektivní hodnota 14

1.2.3 Objektivizovaná hodnota 14

1.2.4 Hodnota na základě přístupu Kolínské školy 15

1.3 Účel ocenění podniku 16

1.4 Metody ocenění podniku 16

1.4.1 Metody založené na majetkovém principu 16

1.4.2 Metody založené na výnosovém principu 17

1.4.3 Kombinované metody 23

1.4.4 Metody založené na tržním principu 24

1.4.5 Provozně nutná a provozně nepotřebná aktiva 26

1.5 Strategická analýza 26

1.5.1 Analýza makroprostředí 27

1.5.2 Analýza mikroprostředí 28

1.5.3 SWOT analýza 29

1.6 Finanční analýza 30

1.6.1 Kontrola vstupních dat 31

1.6.2 Analýza účetních výkazů 31

1.6.3 Použití poměrových ukazatelů 32

1.6.4 Souhrnné zhodnocení finančního stavu podniku 36

2 Účel ocenění společnosti Philip Morris ČR a.s. 38
3 Charakteristika společnosti Philip Morris ČR a.s. 39
3.1 Základní informace 39
3.2 Přehled výrobků 40
3.3 Historie společnosti 40
4 Strategická analýza 42
4.1 Analýza makroprostředí 42
4.1.1 Vymezení relevantního trhu 42
4.1.2 PESTLE analýza 44
4.1.3 Track and Trace tabákových výrobků 51
4.2 Analýza mikroprostředí 52
4.2.1 Porterův model pěti sil 52
4.2.2 IQOS 56
4.3 SWOT analýza 61
5 Finanční analýza 63
5.1 Účetní závěrka 63
5.2 Horizontální analýza rozvahy 64
5.3 Vertikální analýza rozvahy 66
5.4 Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát 68
5.5 Vertikální analýza výkazu zisků a ztrát 69
5.6 Poměrové ukazatele 70
5.6.1 Ukazatele rentability 71
5.6.2 Ukazatele aktivity 71
5.6.3 Ukazatele zadluženosti 72
5.6.4 Ukazatele likvidity 73
5.6.5 Ukazatele kapitálového trhu 73
5.7 Bonitní a bankrotní modely 74

5.7.1 Altmanovo Z-score ... 74
5.7.2 Index IN05 ... 75
5.8 Porovnání s konkurencí ... 75
5.9 Dividendová politika ... 77
6 Finanční plán ... 79
6.1 Provozně nutná a provozně zbytná aktiva ... 79
6.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření ... 79
6.3 Generátory hodnoty ... 80
6.3.1 Prognóza tempa růstu tržeb ... 80
6.3.2 Prognóza ziskové marže shora ... 82
6.3.3 Prognóza ziskové marže zdola ... 82
6.3.4 Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku ... 83
6.3.5 Investice do provozně nutného pracovního kapitálu ... 85
6.4 Finanční plán ... 87
6.4.1 Projekce výkazu zisků a ztrát ... 88
6.4.2 Projekce rozvahy ... 88
6.4.3 Projekce přehledu o peněžních tocích ... 90
6.5 Poměrové ukazatele finančního plánu ... 90
7 Stanovení hodnoty podniku Philip Morris ČR a.s. ... 92
7.1 Model DCF ... 92
7.1.1 Diskontní míra ... 92
7.1.2 Volné peněžní toky pro vlastníky ... 93
7.1.3 Hodnota podniku dle DCFE ... 94
7.2 Dividendový diskontní model ... 95
7.3 Účetní hodnota podniku ... 96
7.4 Tržní hodnota podniku ... 97
7.5 Srovnání jednotlivých hodnot podniku ... 97

Závěr 98

Seznam literatury 100

Seznam obrázků a tabulek 103

Seznam příloh 106

Seznam použitých zkratek a symbolů

BAT	British American Tobacco
CAPM	Capital Asset Pricing Model
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
DCF	Discounted Cash Flow
DDM	Dividend Discounted Model
EAT	Earnings After Taxes
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EU	Evropská unie
EVA	Economic Value Added
FCFE	Free Cash Flow to Equity
FCFF	Free Cash Flow to Firm
IT	Imperial Tobacco
IVS	International Valuation Standards
IVSC	International Valuation Standards Comittee
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
NOPAT	Net Operating Profit After Taxes
PM	Philip Morris ČR a.s.
PMI	Philip Morris International Inc.
ROA	Return On Assets
ROE	Return On Investment
ROI	Return On Investment
ROS	Return On Sales
SR	Slovenská republika
WACC	Weighted Average Cost of Capital

Úvod

Cílem této diplomové práce je ocenění obchodní korporace Philip Morris ČR a.s. ke dni 1. 1. 2019. Tato společnost byla zvolena z důvodu prezence na pražském burzovním parketu, díky čemuž je volbou stojící za zvážení i pro drobného investora. S produkty společnosti se běžný občan setkává na denní bázi, aniž by je sám aktivně využíval. Samotný předmět podnikání je sice kontroverzní, ale poměrně snadno pochopitelný. Celé odvětví se navíc nachází v bodě, ve kterém dochází k rozšiřování produktů fungujících na zcela odlišném principu, což znamená hrozbu a zároveň příležitost pro stávající hráče na trhu.

Aby mohlo dojít k samotnému ocenění, je nejprve nutné vyjasnění základních pojmů a jednotlivých přístupů k hodnotě a valuaci podniku. Samotná disciplína oceňování prochází neustálým vývojem, v němž musí reagovat na stávající trendy, které podnikání ovlivňují, čímž také mění pohled na hodnotu podniku. Před samotným začátkem oceňování je proto potřeba zvolit odpovídající metody, které budou co nejlépe reflektovat kontext a účel ocenění daného podniku.

Při oceňování podniku je důležité pochopení celého odvětví a všech relevantních faktorů, které činnosti dané společnosti ovlivňují skrze strategickou analýzu. Ta se zabývá jak vnějšími faktory působícími na společnost, tak činiteli vnitřními, jejichž působení může podnik sám do značné míry ovlivnit. V případě tabákového odvětví hraje veledůležitou roli legislativa, jejímž dopadům je v práci věnován značný prostor.

Dalším krokem je důkladná finanční analýza společnosti, jež na základě účetních výkazů hodnotí finanční zdraví podniku, a to v kontextu s jejími konkurenty. V rámci této kapitoly je klíčová identifikace a analýza generátorů hodnoty, které slouží jako východisko pro finanční plán. Finanční plán v sobě zohledňuje výstupy předešlých zkoumání a nastiňuje očekávanou výkonnost společnosti.

V práci je provedeno stanovení hodnoty společnosti několika metodami, u nichž jsou porovnány klady a zápory jednotlivých přístupů. Ze samotných výstupů se jeví jako nejplauzibilnější výsledek výnosové metody DCF equity, která v sobě plně zohledňuje očekávání budoucího vývoje podniku.

1 Teoretická východiska

Teoretická část této práce je zaměřená na definování základních, avšak klíčových pojmů spjatých s oceňováním podniku. Jsou zde rozebrány jednotlivé valuační metody a zároveň zde dochází k vymezení postupu procesu oceňování s jednotlivými kroky strategické a finanční analýzy.

1.1 Definice podniku a hladiny hodnoty

Samotná definice pojmu podnik se v odborné literatuře i praxi různí. Samotný občanský zákoník platný od 1. 1. 2014 nahradil dosavadní pojem podnik poněkud matoucím termínem výrobní závod. Jeho definice je následující: „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.“ (Občanský zákoník, §502).

Zmíněná definice je celkem vágní a nejde do detailu ekonomické podstaty podniku. Lepší je v tomto ohledu vymezení Evropské komise, jež je uvedené z nařízení č. 800/2008 ze dne 6. srpna 2008 následovně: „Podnikem se rozumí každý subjekt vykonávající hospodářskou činnost, bez ohledu na jeho právní formu. K těmto subjektům patří zejména osoby samostatně výdělečné činné a rodinné podniky vykonávající řemeslné či jiné činnosti a obchodní společnosti nebo sdružení, která běžně vykonávají hospodářskou činnost.“ Vhodné je též pojetí německých IDW standardů z roku 2005, jež za podnik považují účelnou kombinaci materiálních a nemateriálních hodnot, jejímž smyslem je nahospodařit zisk.

Při oceňování podniku je potřeba rozlišovat mezi hodnotami na hladině brutto a netto.

- Brutto hodnotou se rozumí hodnota podniku jakožto celku. Zahrnuje hodnotu pro vlastníky i pro věřitele.
- Netto hodnota vyjadřuje ocenění podniku pouze na úrovni vlastníků, tedy hodnotu vlastního kapitálu společnosti.

Samotné oceňování není v České republice plně podchyceno jakýmkoliv obecně závazným pravidlem. Vychází se především z ekonomické teorie, předpisů a

standardů, které se dílčím způsobem při valuaci uplatňují. Mezi nejdůležitější předpisy Mařík řadí:

- Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí – podchycuje pouze oceňování dílčích položek a jeho závaznost je daná pouze ve specifických případech, např. při oceňování v rámci zákona o konkurzu a vyrovnání, zákona o dani dědické, zákona o daních z příjmu…
- Metodický pokyn ZNAL vydaný Českou národní bankou – aplikovaný pouze pro posudky, které jsou povinně předkládány ČNB, např. při odkoupení akcií v rámci squeeze-outu.
- Mezinárodní oceňovací standardy (IVS) a Evropské oceňovací standardy (EVS) – rámcové zásady, jež by se měly při oceňování zohlednit, ale nejsou právně závazné. Jsou navíc zaměřeny především na nemovitosti.
- Oceňovací standardy US PAP – soubor oceňovacích principů používaných v USA. Jsou částečně použitelné i v českém prostředí a mnohdy slouží jako základ pro lokální standardy.
- Německý standard IDW S1 – určen speciálně pro potřebu ocenění podniků, geograficky je bližší než US PAP.

1.2 Druhy hodnoty podniku

Při oceňování podniku je důležité mít na paměti, že naprosto objektivní hodnotu nikdy stanovit nelze. Účetnictví dokáže velmi přesně popsat nastalé ekonomické transakce podniku a exaktně je vyčíslit. Navzdory tomu je hodnota podniku vždy pouze odhadem, a to z toho důvodu, že nutně musí zohledňovat budoucí užitek, který z držby podniku vyplyne. Právě predikce budoucí výkonnosti podniku a plynoucích příjmů je velmi ošemetná záležitost, v níž se odborníci mnohdy až diametrálně ve svých odhadech rozcházejí. Navíc užitky plynoucí z vlastnictví podniku mohou být na bázi společenské prestiže, či moci, a tudíž jen velmi těžko vyčíslitelné v penězích.

V praxi se proto zohledňuje v drtivé míře pouze užitek ekonomického charakteru. Hodnota podniku je tedy determinována očekáváním budoucích příjmů plynoucí z podnikatelské činnosti diskontovaných na současnou hodnotu. Vzhledem ke standardnímu předpokladu, že životnost podniku není časově omezená, je

oceňovatel nucen brát v potaz příjmy, které nastanou až za mnoho let. Takovéto příjmy nelze nijak exaktně určit, ale pouze odhadovat. Stanovení hodnoty je tak ve velké míře víra v budoucnost podniku převedená do peněžní částky. Tento efekt je dobře patrný u podniků, které nemají dostatečnou historii a jejich plná výkonnost by se měla teprve dostavit (typicky start-up). Navzdory účetním ztrátám a negativnímu cashflow si start-upy dokáží vydobýt astronomické valuace právě na základě příslibu budoucí výnosnosti.

V praxi existují čtyři základní přístupy, jimiž se stanovuje hodnota podniku:

- Tržní hodnota
- Subjektivní, nebo též investiční hodnota
- Objektivizovaná hodnota
- Hodnota stanovená komplexním přístupem Kolínské školy

1.2.1 Tržní hodnota

Aby mohla být tržní hodnota pro podnik relevantní, je nutné naplnění několika předpokladů. Musí existovat samotný trh s podniky, nebo trh pro směnu podílů na vlastním kapitálu. Na těchto trzích se pak musí vyskytovat nakupující a prodávající strana zastoupená více subjekty.

Hledisku tržní hodnoty věnují značný prostor mezinárodní oceňovací standardy IVS, jež tržní hodnotu definují jako „odhadnutou částku, za kterou by měl být majetek směněn ke dni ocenění mezi potenciálním kupcem a potenciálním prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými stranami po náležitém marketingu, kde oba partneři jednali informovaně, rozumně a bez nátlaku.“ (IVS, 2017).

K této definici poskytuje její autor Mezinárodní výbor pro oceňovací standardy (IVSC) vysvětlující komentář, ze kterého je dobré vypíchnout pár bodů. Předně se odhadnutou částkou rozumí nejvíce pravděpodobná a odpovídající cena požadovaná prodávajícím, a zároveň jako nejvýhodnější a cena přijatelná pro kupujícího. Tímto se vylučují především speciální cenotvorné faktory jako prodej a dohoda o zpětném pronájmu, atypické financování nebo výhody poskytnuté osobou spojenou s prodejem. Dále pak není podmínkou, aby ke směně došlo. Jedná se pouze o hypotetickou transakci mezi stranami, které nejsou do obchodu nuceny vnějšími okolnostmi. Je nutné též uvažovat pouze o transakci mezi nespřízněnými

stranami, kde absencí toho vlivu nedochází k atypickým podmínkám prodeje. Prodávaný majetek by měl být též na trhu co nejvhodněji prezentován a dostatečný počet potenciálních kupců bylo mělo mít možnost se o prodávaném majetku dozvědět.

IVS též upozorňují na nutnost vyjmutí transakčních nákladů a souvisejících daní z tržní hodnoty majetku. Naopak cena by měla reflektovat nejlepší možné využití aktiva, což IVS chápe jako „nejvyšší a nejlepší využití majetku, které tak maximalizuje svůj potenciál, a to způsobem reálným, legálním a finančně dostupným."

Pro použití tržní ceny je nezbytné, aby oceňovatel provedl odpovídající průzkum trhu a využíval při tom cenotvorných informací srovnatelných aktiv. Díky všem zmíněným faktorům tak není možné stanovit jednoznačnou a objektivní veličinu, ale pouze jakousi rovnovážnou cenu akceptovatelnou trhem.

1.2.2 Subjektivní hodnota

Optikou IVS je subjektivní, neboli investiční hodnota vyjádřením významu daného aktiva pro určitého vlastníka nebo potenciálního investora ve vztahu k jeho individuální investici nebo operativním cílům. Tento pohled spojuje specifické aktivum se specifickým investorem. Investiční hodnota se může od tržní hodnoty lišit a neměla by být s tímto termínem zaměňována (IVS, 2017).

Charakteristickým jevem této hodnoty je stanovení budoucích peněžních toků managementem nebo investorem, které jsou zpravidla oproti tržnímu konsenzu nadhodnoceny. V těchto projekcích jsou zakomponovány synergie ze zamýšlených transakcí, expanze na nové trhy a odlišný postoj k riziku. Důležitým faktorem je též individuální výše diskontní míry, jež zohledňuje alternativy využití kapitálu, které má oceňující subjekt k dispozici (Mařík, 2011).

1.2.3 Objektivizovaná hodnota

Ačkoliv čistě objektivní hodnotu podniku nelze ze své podstaty zjistit, objektivizovaná metoda se snaží podchytit hodnotu podniku takovým způsobem, aby byla výsledná hodnota relevantní pro co nejvíce subjektů. Objektivizovaná hodnota vychází z předpokladů, že podnik zachová své fungování v nezměněném konceptu, vlastník podléhá daním neomezeně a při stanovování hodnoty byla

využita realistická očekávání a zhodnocení rizik v rámci tržních možností. Výsledkem je potom typizovaná a přezkoumatelná hodnota stanovená výnosovou metodou.

Objektivizovaná hodnota by se měla považovat za relativně nespornou a tím tvořit bázi pro hodnotu tržní i subjektivní. Tržní hodnota vůči hodnotě objektivizované zohledňuje možnost změny strategie podniku, pokud je takováto změna trhem přijímána a obecně očekávána. Subjektivní hodnota pak staví na základech objektivizované hodnoty více individuálních očekávání, jakými jsou např. synergické efekty, dobývání nových trhů a odlišná diskontní míra (Mařík, 2011).

Dle Krabce je celý koncept objektivizované hodnoty nešťastný, jelikož ekonomie a oceňování nejsou a ani nikdy nebudou exaktními vědními disciplínami. Stanovování univerzálně platné hodnoty tak postrádá smyslu, jelikož dosažené výsledky vůbec neodrážejí realitu a nelze jim přikládat patřičnou relevanci (Krabec, 2009).

1.2.4 Hodnota na základě přístupu Kolínské školy

Kolínská škola reaguje na omezené možnosti stanovování tržní hodnoty v evropském prostoru, kde stále převládá vlastnictví formou private equity, což tržní podmínky značně deformuje. Chybí dostatečná transparentnost, abstrahování od synergií a nedostatečné množství a frekvence obchodů s obdobnými podniky.

Tento způsob oceňování staví na subjektivních předpokladech, které však nejsou zohledňovány na úrovni jednotlivých dílčích faktorů, ale jsou vnímány jako obecné funkce. Kolínská škola vymezuje těchto pět hlavních funkcí:

- Poradenská funkce
- Rozhodčí funkce
- Argumentační funkce
- Komunikační funkce
- Daňová funkce

Za nejpřínosnější lze považovat funkci poradenskou, jež poskytuje hraniční hodnoty pro obě strany transakce. V případě kupující stanovuje maximální cenu, kterou ještě může kupující zaplatit, aniž by na obchodu tratil. U prodávajícího pak vyměřuje minimální prodejní cenu, kdy ještě tato strana neprodělává.

Funkce rozhodčí by měla být naplněna nezainteresovanou stranou, která identifikuje hraniční hodnoty získané funkcí poradenskou a nezávisle stanoví optimální cenu transakce, která bude vyvažovat zájmy a argumenty jednotlivých stran. (Mařík, 2011)

1.3 Účel ocenění podniku

Samotný účel ocenění je základním determinantem při oceňování. Informace pro koho a z jakého důvodu se oceňuje slouží jako odrazový můstek pro volbu co nejvhodnější metody ocenění. Důvody pro stanovení hodnoty jsou rozmanité, ale zpravidla se dají zařadit do jedné ze dvou základních skupin – případy související se změnou vlastnictví a případy, kdy k vlastnickým změnám nedochází.

Ke změně vlastnictví dochází při fúzích a akvizicích, při rozdělení podniku, při squeeze-outu a při jiných příležitostech. Případy beze změny vlastnictví nebo vlastnické struktury jsou typicky změna právní formy podniku, ocenění související s poskytováním úvěru nebo se sanací podniku.

Každopádně by ve všech případech oceňování podniku mělo být jasně uvedeno, za jakým účelem se tak činí, na jaké úrovni hodnoty, o kterou kategorii hodnoty se jedná a ke kterému datu stanovená hodnota platí (Mařík, 2011).

1.4 Metody ocenění podniku

Existuje řada metod a přístupů k oceňování podniku. Volba nejideálnější metody by měla probíhat především v závislosti na účelu ocenění a stávající vývojové fázi podniku. Jednotlivé metody lze kategorizovat do čtyřech základních skupin (Kislingerová, 2001).

1.4.1 Metody založené na majetkovém principu

Základem pro tyto metody jsou stavové veličiny, kdy se ke kýžené hodnotě dojde rozdílem sum jednotlivých položek majetku a závazků. Tento přístup je obecně nejjednodušší a nejsrozumitelnější, avšak nikterak nereflektuje budoucí výkonnost podniku, a proto je ve většině případů nejméně vhodný.

Na základě volených hodnot můžeme aplikovat metody účetní, substanční nebo likvidační hodnoty. V případě využití účetních hodnot postačí pro stanovení hodnoty rozvaha, v níž jsou položky majetku a závazků vykázány zpravidla v historických

cenách, což velmi zkresluje reálný stav věcí. Na tento nedostatek reaguje metoda hodnot substančních, jež vyčísluje výši potenciálních nákladů, které by byly potřebné na znovuvybudování podniku v odpovídajícím stavu. Specifickou variantou je pak ocenění na základě likvidační hodnoty, kdy se neuvažuje další pokračování podniku. Aktiva jsou pak oceněna na základě zpětně získatelných částek k datu likvidace.

1.4.2 Metody založené na výnosovém principu

Výnosové metody zahrnují do svých kalkulací očekávaným užitkem, který podnik v budoucnu vyprodukuje. Užitkem jsou myšleny očekávané výnosy, jež mohou být reprezentovány peněžními toky, kapitalizovanými čistými výnosy nebo přidanou ekonomickou hodnotou. Tyto budoucí toky je nezbytné patřičně diskontovat na současnou hodnotu.

Pro svou reflexi budoucí výkonnosti podniku jsou výnosové metody ocenění vhodné za předpokladu going-concern podniku, což je nejčastější případ oceňování v praxi. Z důvodu využití výnosových metod v praktické části práce následuje detailnější rozbor jednotlivých metod.

1.4.2.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DFC)

Podstatou metody DCF je stanovení hodnoty aktiv na základě současné hodnoty budoucích peněžních toků (Kislingerová, 2001). Tato metoda má tři základní varianty, které pracují s odlišným vymezením peněžních toků a diskontní míry. Postup stanovení hodnoty vlastního kapitálu je u těchto metod odlišný, avšak všechny vedou ke shodnému výslednému stanovisku (Mařík, 2011)

DCF entity

Tato metoda vychází z peněžních toků připadajících na podnik jako celek, tudíž disponibilních jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Tento ukazatel bývá též nazýván jako volný peněžní tok pro společnost (FCFF). Způsob výpočtu peněžních toků v roce t je následující:

$$FCFFt = EBITt \text{ snížený o daň} + \text{odpisy} - \text{investice do dlouhodobého majetku} - \text{změna pracovního kapitálu}$$

Následným diskontováním se dostane brutto hodnota podniku. Diskontní míra je udávána váženými průměrnými náklady na kapitál (WACC). Diskontování probíhá

ve dvou fázích, kde první fáze představuje cash flow predikované na nadcházející období, zpravidla 3-5 let. Druhá fáze je takzvaná pokračující hodnota, která stanovuje výši cash flow od skončení první fáze až do zániku společnosti (do nekonečna). Netto hodnota podniku se potom získá očištěním brutto hodnoty o hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění.

DCF equity

Tento způsob stanovení hodnoty vlastního kapitálu vychází rovnou z peněžních toků, které jsou určeny vlastníkům, označované jako FCFE.

$$FCFEt = EBITt\ snížený\ o\ daň + odpisy - prioritní\ dividendy - splátky\ jistiny\ věřitelům - investice\ do\ dlouhodobého\ majetku - změna\ pracovního\ kapitálu$$

Narozdíl od DCF entity je zde diskontní míra udávána náklady na vlastní kapitál, ve kterém je potřeba zohlednit míru zadlužení podniku. Samotné diskontování probíhá obdobně ve dvou fázích.

1.4.2.2 Ekonomická přidaná hodnota (EVA)

Základní premisou metody ekonomické přidané hodnoty je měření ekonomického zisku, který zahrnuje veškeré náklady kapitálu. Účetní zisk zahrnuje náklady cizího kapitálu ve formě úroků. Ve vztahu k vlastníkům je však tento ukazatel nedostatečný, jelikož nereflektuje náklady kapitálu vlastního ve formě oportunitních nákladů a podstupovaného rizika. Abychom mohli hovořit o ekonomickém zisku, je nutné, aby účetní zisk plně kompenzoval rizika vlastníků a přinášel i něco navíc (Mařík, 2005). Z této myšlenky vychází vzorec pro výpočet EVA, který je následující:

$$EVA = NOPAT - WACC * Capital$$

NOPAT	zisk z hlavního provozu podniku snížený o daň
WACC	průměrné vážené náklady kapitálu
Capital	kapitál vázaný v aktivech, která jsou potřebná k hlavní provozní činnosti podniku

Operační výsledek hospodaření (NOPAT) není totožný s provozním výsledkem hospodaření vykazovaným dle českých účetních standardů. Pro správný výpočet EVA je tedy nutné v takových případech hodnotu výkazů očistit. Stejně tak je

potřeba upravit výši kapitálu, se kterým se kalkuluje, aby v sobě zahrnoval pouze aktiva nutná k dosažení operativního výsledku hospodaření.

V případě uvažování celkové EVA podniku je nutné zahrnout ekonomické zisky let budoucích, jenž je potřeba náležitě diskontovat na současnou hodnotu. Kladný ukazatel hodnoty EVA implikuje růst hodnoty akcií podniku v budoucnu a zároveň lze očekávat nárůst hodnoty udávané trhem (Kislingerová, 2001).

1.4.2.3 Dividendový diskontní model (DDM)

Jedná se o obdobu modelu DCF, v němž místo hodnoty volného cash flow uvažujeme dividendový výnos pro vlastníky. Hodnotu vnitřní hodnoty akcií společnosti v tomto modelu udávají pouze vyplácené dividendy. Neuvažuje se zhodnocování společnosti v důsledku reinvestic nevyplacených výnosů, což je velký nedostatek tohoto přístupu. Hodnota vlastního kapitálu je tvořena primárně investicemi a operativní činností společnosti. Samotné výplaty dividend jsou pouze výsledkem těchto aktivit. Navíc výše dividend a jejich načasování silně závisí na investičních příležitostech dané společnosti (Palepu a Krishna, 2010).

Pro použití této metody je nutné, aby měl podnik dlouhodobou a stabilní dividendovou politiku, která má v případě zisku ustálený poměr mezi částí připadající na výplatu dividend a částí určenou na reinvestování. Stejně tak je důležitá stabilní struktura financování podniku, která využívá ustálenou finanční páku (Kislingerová, 2001).

Dividendových diskontních modelů existuje celá řada. Liší se především svou komplexností a přístupem k proměnlivosti výplatního poměru a velikosti růstu dividendových toků.

Gordonův růstový model

Vzhledem k charakteru analyzované společnosti se v tomto případě jako nejvhodnější k aplikaci jeví Gordonův růstový model, který vychází ze stabilního tempa růstu výnosů i dividend. Popisuje vztah mezi hodnotou akcie vůči očekávaným dividendám v nadcházejících období, požadované míře návratnosti vlastního kapitálu a očekávanému tempu růstu dividend.

$$Hodnota\ akcie = DPS_1 / (r - g)$$

DSP_1 očekávané dividendy v následujícím roce

r požadovaná míra výnosnosti pro investory

g tempo růstu dividend

Nevýhodou tohoto modelu je velká míra nepřesnosti vzhledem k obtížné prediktabilitě dividend následujícího roku a ještě obtížnějšímu odhadu tempa růstu dividend. Jen drobné změny v těchto parametrech mají za následek výrazné nuance ve vypočtených hodnotách, a proto by měl mít tento model pouze doplňkovou roli ve valuační analýze.

1.4.2.4 Diskontní míra a tempo růstu

Jakožto důležité vstupní parametry působí u výnosových modelů diskontní míra a tempo růstu. Jejich co nejpřesnější stanovení je klíčové pro správnou aplikaci modelu.

Diskontní míra

Americká společnost odhadců definuje diskontní míru jako míru výnosnosti užívanou pro přepočet peněžní částky, která musí být vydána nebo přijata v budoucnosti, na současnou hodnotu této částky, a to při zohlednění rizika spojeného s tímto typem peněžního toku a budoucích operací daného aktiva.

Na straně investora diskontní míra představuje odměnu za vzdání se alternativního využití kapitálu a podstoupení rizika. Pro podnik tato míra udává náklady na kapitál, kde je potřeba rozlišovat na jaký typ kapitálu se vztahuje.

V případě kalkulace volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele (FCFF) a ekonomické přidané hodnoty (EVA) je třeba zahrnout do výpočtů náklady na vlastní i cizí kapitál, což reprezentují průměrné vážené náklady na kapitál (WACC).

$$WACC = N_{CK} * (1 - d) * \frac{CK}{K} + N_{VK(Z)} * \frac{VK}{K}$$

N_{CK} náklady na cizí kapitál

d sazba daně z příjmu relevantní pro podnik

CK tržní hodnota cizího kapitálu

K celková tržní hodnota investovaného kapitálu

$N_{VK(Z)}$ požadovaná výnosnost vlastního kapitálu při dané úrovni zadlužení podniku

VK tržní hodnota vlastního kapitálu

U tohoto výpočtu je nutné zdůraznit nutnost použití tržních (nikoliv účetních) hodnot cizího a vlastního kapitálu. Stejně tak důležité je zohlednit při stanovování požadované míry výnosnosti vlastního kapitálu míru zadlužení podniku, která se promítá do rizikovosti celé investice.

Při zjišťování volných peněžních toků pro vlastníky (FCFE) dochází k diskontování toků pouze na úrovni nákladů vlastního kapitálu. V zásadě se jedná o $N_{VK(Z)}$ z výpočtu WACC. Mezi nejpoužívanější metody stanovení nákladů vlastního kapitálu patří model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) a stavebnicová metoda.

Metoda CAPM odvozuje náklady na vlastní kapitál na základě tržních hodnot a zcela ignoruje individuální míru zadlužení podniku. Základem je tzv. bezriziková úroková míra, jíž reprezentují státní dluhopisy s minimální dobou splatnosti 10 let. K této míře se přičte riziková prémie trhu, která reflektuje rizikovost tržního portfolia.

$$E(R_A) = r_f + \left[E(R_m) - r_f\right] * \beta_A$$

$E(R_A)$ střední očekávaná výnosnost cenného papíru A

r_f bezriziková úroková míra

$E(R_m)$ střední očekávaná výnosnost kapitálového trhu

β_A koeficient beta cenného papíru A

Tato metoda s sebou nese řadu metodických problémů při stanovování $E(R_m)$ a koeficientu beta, jež ji činí dosti ohebnou a manipulovatelnou.

Střední očekávaná výnosnost kapitálového trhu se vztahuje k budoucnosti, ale bývá odvozována z minulých výsledků. Je sporné, jak dlouhý časový úsek minulosti vybrat, aby data byla co nejstabilnější, ale zároveň stále relevantní k budoucímu vývoji. Navíc volba mezi aritmetickým a geometrickým průměrem minulých výsledků se také podepíše na výsledné hodnotě. Volba podkladových dat rovněž vyvolává řadu potřebných očištění světových nebo amerických dat, pokud lokální kapitálový trh nemá dostatečný rozsah nebo časový rozměr.

Koeficient beta jednoznačností taktéž neoplývá. Jeho stanovení na základě historických dat je citlivé na volbu samotných dat, na délku období, za které se počítá, a na volbu použitého průměru. Stanovení bety odvozením od podobných podniků (případně celého odvětví) upraveným o odlišnosti v kapitálové struktuře. Avšak je třeba pamatovat na diference v obchodním riziku a diverzifikaci jednotlivých podniků (Mařík, 2011).

Stavebnicová metoda skýtá méně metodických dilemat, avšak je též subjektivnější. Její podstata je v přidávání přirážek za dílčí specifická i systémová rizika podniku k bezrizikové úrokové míře, jejíž koncept je stejný jako v metodě CAPM.

$$Úroková\ míra = bezriziková\ míra + přirážka\ za\ riziko_1 + ... + přirážka\ za\ riziko_n$$

Tempo růstu

Odhad tempa růstu do jisté míry připomíná věštění z křišťálové koule. Jedná se o odhady velmi vzdálené budoucnosti, a proto mají velmi omezenou přesnost. Při projekci tempa růstu lze vycházet z historických dat, pakliže lze očekávat obdobný vývoj také v budoucích letech. Další možností je odhad na základě budoucích investic, charakteru budoucích projektů a financování podniku (Kislingerová, 2001).

1.4.2.5 Generátory hodnoty

Zejména u výnosových metod je klíčová identifikace generátorů hodnot. Pod tímto pojmem se skrývá soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které svým působením určují hodnotu podniku (Mařík, 2011). Jakožto standardní generátory vystupují:

- tržby
- provozní marže
- investice do pracovního kapitálu
- investice do provozně nutného dlouhodobého kapitálu
- diskontní míra
- forma financování
- doba fungování podniku

Důkladný rozbor těchto parametrů umožní oceňovateli lépe pochopit aktivity podniku přinášející největší hodnotu pro vlastníky. Na tomto základě je posléze sestaven finanční plán, který je predikcí budoucí generované hodnoty.

1.4.3 Kombinované metody

Tyto metody korigují majetkové a výnosové ocenění jejich vzájemným propojením. V praxi existují dvě základní kombinované výnosové metody.

Metoda střední hodnoty

Velmi jednoduchá metoda, která není založena na žádném teoretickém východisku, avšak v praxi je hojně využívána. Jedná se o prostý aritmetický průměr hodnot zjištěných výnosovou a majetkovou metodou. Dochází tak k odladění nuancí mezi výnosovým a majetkovým přístupem.

U této metody je třeba dát pozor při zadávání vstupních parametrů. Musí se použít hodnoty výnosové a majetkové, které jsou stanovené pro totožnou hladinu. Průměrování brutto a netto hodnoty by nedávalo rozumný výsledek. Stejně tak je tato metoda použitelná pouze pro případy, kdy mezi výnosovou a majetkovou hodnotou není příliš velký rozdíl. Tolerovatelná diference je do 10 % (Mařík, 2011). Pokročilejší varianta této metody využívá namísto aritmetického průměr vážený, kdy valuátor může vybrané vstupní hodnotě přidat nebo ubrat na významu.

Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů

Stěžejní myšlenkou této metody je stanovení celkové hodnoty podniku ze dvou dílčích hodnot – majetkové (substanční) hodnoty a hodnoty firmy. Hodnotou firmy se rozumí její unikátní konkurenční výhody v podobě způsobu řízení, stálého okruhu zákazníků, značky apod. Ve své podstatě se jedná o goodwill společnosti. Tato hodnota firmy se vypočítá jako rozdíl mezi výnosovou a substanční hodnotou.

Samotný výpočet hodnoty podniku pak probíhá stanovením normálního čistého výnosu, což je výnosnost substanční hodnoty podniku, o který se poníží trvale očekávaný čistý výnos vycházející z výnosového ocenění. Tento rozdíl vymezuje mimořádný čistý výnos, jenž se posléze diskontuje na hodnotu firmy. Diskontní faktor je v tomto případě vyšší než u normálního čistého výnosu, jelikož jsou tyto výnosy rizikovější. Součet substanční hodnoty podniku a hodnoty firmy indikuje celkovou hodnotu daného podniku.

Výše popsaný postup pracuje s předpokladem trvale dosahovaného mimořádného výnosu, což není v praxi vždy vhodné. Existuje proto modifikace tohoto výpočtu,

která počítá s omezenou dobou trvání mimořádného čistého výnosu po libovolný úsek nadcházejících let (Mařík, 2011).

1.4.4 Metody založené na tržním principu

V těchto metodách je při stanovování hodnoty využíváno vhodně modifikovaných tržních dat.

1.4.4.1 Přímé ocenění kapitálovým trhem

Pakliže je samotná společnost volně obchodována, vychází se z aktuální trží ceny, kterou je ale potřeba patřičně upravit. Tržní kapitalizace (množství akcií společnosti krát jejich tržní cena) nemůže být s hodnotou podniku ztotožňována.

Za účelem eliminace volatility tržních cen je vhodné použít průměr za určité období, které musí být citlivě stanoveno oceňovatelem. Stejně tak je potřeba vzít v potaz vypovídací schopnost tržní ceny odrážející prodej pouze zlomku všech vlastnických podílů podniku. Společnosti zpravidla ani nemají dostupné všechny své akcie k obchodování na burze cenných papírů.

Ceny placené za minoritní podíly ve společnosti jsou nižší, než jaké by zaplatil majoritní vlastník, který může lépe kontrolovat chod společnosti a také dosahovat synergií v případě propojení s jinými podniky. Jediný vlastník je také schopen dosahovat nižších nákladů zastoupení, pakliže správně a aktivně pracuje s nejvyšším managementem.

Na druhou stranu může být majoritní vlastník v nevýhodě při prodeji společnosti. Shánění pouze jednoho kupce může být díky velikosti podniku náročnější. V některých případech se potom vyplatí rozprodat podnik po částech různým zájemcům, kteří však budou požadovat diskont za minoritu z důvodu nemožnosti plné kontroly společnosti a využívání synergií jako v případě sólového vlastnictví.

1.4.4.2 Ocenění na základě tržního porovnání

V případě, že tržní cena podílů podniku není dostupná, dochází k ocenění na základě vhodné modifikace tržních cen podobných podniků, uskutečněných transakcí či pomocí odvětvových multiplikátorů.

Metoda srovnatelných podniků

Tento přístup vychází z valuace podniků, které jsou srovnatelné s oceňovanou společností z hlediska výnosnosti a rizikovosti. Díky specifičnosti každého podniku je potřeba vyhledat alespoň 5 až 8 společností, jež se co nejvíce přibližují svým oborem podnikání, vyráběnými produkty, velikostí, strukturou financování apod. Díky mezipodnikovému srovnání je poté možné stanovit pozice oceňovaného podniku ve vztahu ke svým konkurentům a identifikovat co nejsrovnatelnější subjekt.

K porovnání podniků se používají multiplikátory, které vztahují tržní cenu podniku k určité vztahové veličině podniku, a to v přepočtu na jednu akcii podniku.

$$Multiplikátor = \frac{Tržní\ cena}{Vztahová\ veličina}$$

Vztahová veličina má buď majetkový nebo výnosový charakter. Z majetkových veličin se uvažuje pouze účetní hodnota vlastního kapitálu nebo kapitálu investovaného. Výnosové veličiny nabízejí větší variabilitu, používají se zejména parametry EBIT, EBITDA, tržby nebo peněžní toky.

Jak u tržní ceny, tak u vztahové veličiny je důležité vhodně zvolit časové období, kterému se hodnota váže (posledních 6 měsíců, 12 měsíců, účetní období…). Dané multiplikátory je možné počítat na úrovni vlastního kapitálu (netto hodnota), nebo na úrovni podniku jako celku (brutto hodnota).

Metoda srovnatelných transakcí

Metoda srovnatelných transakcí je až na jednu odlišnost totožná s předchozí metodou srovnatelných podniků. Místo tržní ceny vstupuje do kalkulace na místě čitatele skutečně zaplacená cena za srovnatelné podniky z transakcí uskutečněných v nedávné době. Díky tomu můžeme rovnou dosazovat a počítat hodnotu podniku jako celku, a nikoliv přes jednu akcii, čímž je tato metoda použitelná i pro podniky, které nejsou akciovými společnostmi (Mařík, 2011).

Problematickým bodem toho postupu může být získání informace o realizované ceně podobného podniku, jelikož může podléhat utajení. Případně není srovnatelných transakcí v oboru dostatek, nebo jsou příliš historické. Obecně je obtížné stanovit, co lze přesně považovat za „transakci uskutečněnou v nedávné době“.

Metoda odvětvových multiplikátorů

Pakliže existuje dostatečná datová základna o podnicích působících v daném odvětví, lze k ocenění použít metodu odvětvových multiplikátorů. Narozdíl od výše zmíněných metod totiž uvažuje jako vstupní parametry hodnoty, které jsou obvyklé v odvětví, v němž daná společnost působí.

Odvětvová hodnota by měla tvořit pouze základní bázi pro valuaci podniku. Je potřeba zohlednit specifika daného podniku, jeho postavení v odvětví, strukturu zákazníků, regionální rozdíly atd.

1.4.5 Provozně nutná a provozně nepotřebná aktiva

Zásada dělení aktiv podniku na provozně nutná a provozně nepotřebná by měla být uplatňována u všech oceňovacích přístupů. Účelem je identifikovat aktiva, která podnik využívá ke své provozní činnosti, tudíž by měly být hlavním generátorem příjmů. Aktiva nevyužitá v provozní činnosti žádné příjmy generovat nemusí a v případě výnosových metod ocenění by proto nemusela být oceněna vůbec, navzdory tomu, že svou hodnotu mají. Takováto aktiva mohou být prodána nebo pronajata, aniž by narušila chod společnosti. Ideálně by proto měla být oceňována zvlášť substanční metodou, kde je zohledněna také odlišná rizikovost tohoto majetku (Mařík, 2010).

1.5 Strategická analýza

Strategická analýza společnosti je klíčovým parametrem při oceňování podniku a její hodnota by neměla být podceňována. Výstupem a hlavní funkcí strategické analýzy je vymezení celkového výnosového potenciálu podniku. Tento výnosový potenciál je závislý jak na vnějším, tak na vnitřním potenciálu, kterým podnik disponuje.

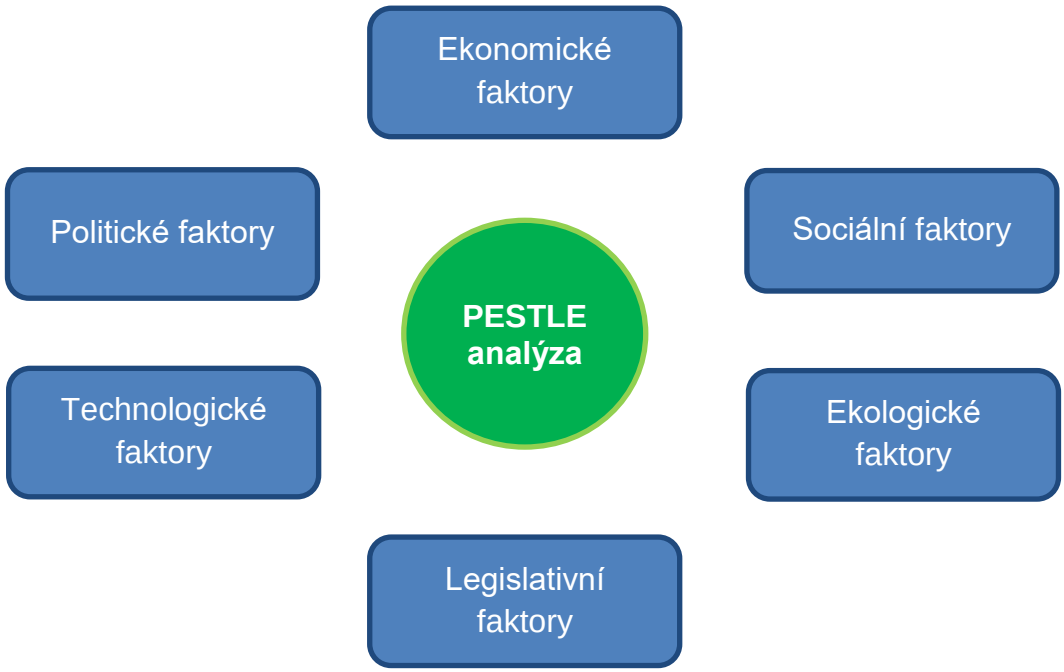
Standardní proces strategické analýzy obnáší zkoumání vnějších vlivů působící na výkonnost podniku (analýza makroprostředí), rozbor vnitřního prostředí podniku (analýza mikroprostředí) a následná syntéza obou dílčích analýz do jednoho výstupu, nejčastěji do podoby SWOT analýzy.

1.5.1 Analýza makroprostředí

Makroprostředím se rozumí vlivy zvenčí, nad kterými nemá podnik žádnou kontrolu. Tyto faktory přesto ovlivňují chod společnosti a ta je nucena na ně reagovat. Může se jednat o události přinášející pro podnik zajímavé příležitosti, ale stejně tak mohou představovat hrozby, které se mohou stát pro podnik likvidační. Identifikace těchto vlivů je tedy klíčová nejen pro vlastníky, ale také pro top management, jenž by měl mít připravené scénáře, jak na nastalé situace reagovat. Nejpoužívanějším nástrojem na rozbor těchto vlivů je PESTLE analýza.

PESTLE analýza

Základním konceptem této analýzy je klasifikace vnějších faktorů do šesti základních skupin – politické, ekonomické, sociální, technologické, legislativní a ekologické faktory.



Zdroj: vlastní zpracování

Obr. 1 PESTLE analýza

Politické faktory představují zájmy mocenských a politických tlaků v dané zemi či regionu, které mají přímý či nepřímý dopad na fungování podniku. Jedná se o embarga, cla, kvóty, tarify, cenové politiky atp.

Ekonomické vlivy vyplývají z ekonomické situace země a jejím rozvojem. Tyto vlivy jsou zastoupeny např. úrokovou mírou, inflací, fiskální politikou, měnovým kurzem a cenovou hladinou. Ekonomické vlivy jsou do značné míry navázány na politická rozhodnutí.

Sociální a demografické faktory reflektují vývoj společnosti skrze množství a kvalifikaci pracovní síly, trend růstu populace, průměrný věk a dobu dožití, trend životního stylu a životní úrovně obyvatel. Do této kategorie částečně spadají také tlaky na ochranu životního prostředí (Sedláková, 2000).

Technické a technologické faktory mohou mít naprosto disruptivní dopad na celé fungování sektoru, ve kterém společnost působí. V závislosti na povaze činnosti podniku je různě důležité pro podniky tyto vlivy monitorovat a na nové trendy na tomto poli vhodně reagovat.

Národní i mezinárodní legislativní rámec může velmi silné dopady na fungování a profitabilitu podniku. Zákonné regulace se soustředí zejména na ochranu spotřebitele a zdraví a bezpečnost všech zainteresovaných stran. V závislosti na typu odvětví však mohou zasahovat i do dalších oblastí, a to velmi detailně. Tabákový průmysl patří mezi silně regulovaná odvětví, analýzu legislativních faktorů je proto nutné nepodcenit.

V posledních letech je na ekologické aspekty produktů a samotné fungování podniků kladen stále větší důraz ze strany legislativy, ale také od samotných spotřebitelů. Díky těmto tlakům musejí společnosti více dbát na ekologickou zátěž svých aktivit a udržitelnost procesů, což s sebou nese řadu nákladů.

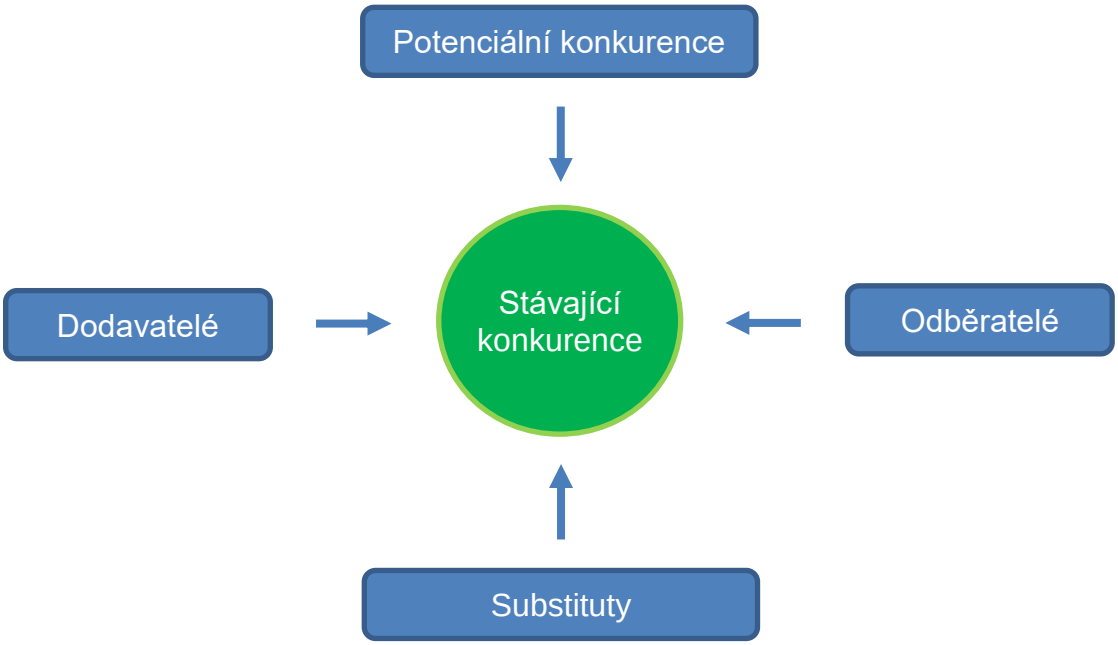
Při provádění PESTLE analýzy je potřebné zabývat se pouze vlivy relevantními pro danou společnost a identifikovat vlivy s největším možným dopadem pro konkrétní subjekt. Významnost jednotlivých faktorů se může v čase měnit, je proto vhodné provádět PESTLE analýzu na pravidelné bázi.

1.5.2 Analýza mikroprostředí

Odvětví, ve kterém podnik působí, do značné míry udává charakter fungování a výkonnosti společnosti. Identifikace klíčových odvětvových faktorů, prognóza jeho dalšího vývoje a vymezení relevantního trhu tudíž hodně napoví o budoucím

směřování podniku. Z hlediska kontroly a ovládání vlivů má podnik v rámci odvětví zpravidla pouze velmi omezenou moc.

V rámci mikroprostředí je při oceňování důležité zvážit také konkurenční sílu podniku, od níž se odvíjí zejména tržní podíl společnosti a cenová pozice na trhu. Vnitřní potenciál společnosti detailně zkoumá Porterova analýza pěti sil, která se zaměřuje na postavení společnosti vůči dodavatelům, odběratelům, stávajícím a potenciálním konkurentům a také substitutům. Porozumění těmto silám umožňuje porozumět fungování daného odvětví a identifikovat jeho nejdůležitější hybné síly (Magretta, 2012).



Zdroj: Magretta, 2012, vlastní zpracování

Obr. 2 Porterova analýza pěti sil

1.5.3 SWOT analýza

SWOT analýza syntetizuje poznatky analýz makroprostředí a mikroprostředí do přehledné tabulky o čtyřech kvadrantech zobrazující vnitřní faktory (silné a slabé stránky) a faktory vnější (příležitosti a hrozby). SWOT nutí třídit jevy na pozitivní a negativní, což v některých případech nelze jednoznačně definovat a výsledný obrázek tak může být zkreslený. Jeden jev se může případně vyskytovat ve více kvadrantech.

Identifikované silné stránky podniku slouží jako základní stavební kameny pro prohloubení konkurenční výhody a využití naskytnutých příležitostí. Oba faktory jsou předpokladem pro budoucí růst společnosti. Slabé stránky skýtají rovněž příležitost pro zlepšení výkonnosti společnosti, pakliže se je podaří úspěšně odstranit. Hrozby jsou mimo přímý vliv podniku a nemůže se jim jednoduše vyhnout. Úkolem managementu je společnost na potenciální negativní dopady připravit a jejich důsledky eliminovat.

Faktory	Pozitivní	Negativní
Vnitřní	Silné stránky	Slabé stránky
Vnější	Příležitosti	Hrozby

Zdroj: vlastní zpracování

Obr. 3 SWOT analýza

1.6 Finanční analýza

Logickým krokem navazujícím na strategickou analýzu je zhodnocení stávajícího finančního zdraví podniku v podobě finanční analýzy, od níž se potom odvíjí projekce budoucí výnosnosti podniku. Hlavním výstupem finanční analýzy je tedy nastínění perspektivnosti podniku, které zohledňuje závěry strategické analýzy, a určení míry rizika podniku ve vztahu k jeho finanční situaci.

Vstupy pro provedení analýzy jsou dostupné ve finančních výkazech společnosti. Užitečnými nástroji finanční analýzy jsou zejména poměrové ukazatele popisující likviditu, rentabilitu, aktivitu a zadlužení podniku. Tyto ukazatele je potřeba oceňovatelem správně interpretovat v kontextu fungování podniku.

Mařík člení vypracování finanční analýzy do čtyřech následujících fází:

- Prověření úplnosti a správnosti vstupních dat
- Sestavení analýzy základních účetních výkazů
- Kalkulace a vyhodnocení poměrových ukazatelů
- Souhrnné hodnocení finančního stavu podniku

1.6.1 Kontrola vstupních dat

Věrná a poctivá vypovídací schopnost účetních výkazů je základním předpokladem pro úspěšnou finanční analýzu. U auditovaných podniků ručí za patřičnou kvalitu účetních výkazů nezávislý auditor, na jehož výrok se dá ve většině případů spolehnout.

Komplikovanější situace může nastat u subjektů, které externím auditem neprocházejí. V takových případech je žádoucí prověření stavu účetnictví oceňovatelem a zaměření se na podstatné informace, které ve finančních výkazech uvedeny nejsou (Mařík, 2011).

1.6.2 Analýza účetních výkazů

Rozvaha

Pro kvalitní zhodnocení stavu aktiv a pasiv je potřeba dostupnost rozvah za více účetních období. Vhodným nástrojem pro zhodnocení historického vývoje aktiv a pasiv podniku je horizontální analýza, která zkoumá výši jednotlivých položek rozvahy a jejich vývoj v čase. Vertikální analýza oproti tomu zkoumá podíly jednotlivých položek vůči bilanční sumě či jiné volitelné veličině. Výstupy analýz je žádoucí porovnat s hlavními konkurenty a odvětvovými standardy.

Cílem rozboru rozvahy je zjištění stavu a vývoje bilanční sumy, struktury a vývoje jednotlivých položek aktiv s přihlédnutím k přiměřenosti jejich zastoupení, struktury a vývoje pasiv se zaměřením na podíly vlastního kapitálu, úročeného a neúročeného kapitálu cizího.

Zároveň musí oceňovatele zajímat vztahy mezi složkami aktiv a pasiv, u kterých platí řada bilančních pravidel. Tato pravidla nemusí být pro podnik plně relevantní, jelikož povaha jeho aktivit dovoluje se od těchto norem bez negativních následků odchýlit. V takových případech je potřebná dobrá znalost fungování podniku a jeho odvětví.

Zlaté bilanční pravidlo stanovuje financování dlouhodobého majetku pouze pomocí vlastního kapitálu a dlouhodobého cizího kapitálu. Rovněž by oběžná aktiva měla být kryta skrze krátkodobé cizí zdroje.

Pravidlo vyrovnání rizika se zaměřuje na poměr vlastního a cizího kapitálu, přičemž nedoporučuje převahu cizích zdrojů nad vlastními. Pari pravidlo vyzývá

k zastoupení převážně vlastního kapitálu v rámci dlouhodobých pasiv. Primárně je u těchto pravidel potřeba zohlednit povahu činnosti podniku, která může dovolovat vyšší přípustnou míru zadlužení.

Poměrové pravidlo udává maximální tempo růstu investic, jež by nemělo převýšit tempo růstu tržeb. Díky této premise jsou nové investice financovány stávajícími úspěšnými projekty a podnik je přinucen optimalizovat špatné investice, které se nepromítly do nárůstu tržeb.

Výkaz zisku a ztráty

Obdobně jako u rozvahy je důležité sledovat strukturu a dynamiku vývoje jednotlivých položek výkazu a výstupy zasadit do kontextu obvyklých hodnot v daném odvětví. Struktura výsledovky vypovídá o hlavních generátorech zisku, přičemž je vhodné se zaměřit i na dílčí výsledky hospodaření.

Během analýzy výkazů je potřeba též zhodnotit vhodnost zvolené odpisové politiky, tvorbu a čerpání rezerv a také způsob oceňování zásob (Mařík, 2011).

Výkaz peněžních toků

Tento výkaz zachycuje oblasti vzniku peněžních prostředků a udává, na jaké účely byly využity. Vypovídá tak zejména o likviditě podniku, do jaké míry odpovídá výsledek hospodaření za běžnou činnost skutečným peněžním tokům a jak změny pracovního kapitálu ovlivňují produkci peněz (Kislingerová, 2001).

1.6.3 Použití poměrových ukazatelů

Poměrových ukazatelů existuje celá řada a jejich hlavním posláním je postavit hodnoty z jednotlivých účetních výkazů do jiné perspektivy propojením s dalšími položkami stejného nebo i jiného výkazu. Díky tomu se vytvoří komplexnější obraz s lepší vypovídací hodnotou o finanční situaci podniku. Jednotlivé ukazatele jde kategorizovat do pěti základních skupin:

- Ukazatele rentability
- Ukazatele aktivity
- Ukazatele zadluženosti
- Ukazatele likvidity
- Ukazatele kapitálového trhu

1.6.3.1 Ukazatele rentability

Tyto ukazatele se zaměřují na výnosnost ekonomické činnosti podniku. Výnosy podnikatelské činnosti se vztahují zejména k použitému kapitálu, aktivům a tržbám.

Rentabilita kapitálu se dá měřit na úrovni celkového investovaného kapitálu (ROI) nebo na úrovni kapitálu vlastního (ROE). Dané variantě je potřeba přizpůsobit volbu podnikových výstupů, kde v případě ROI se zpravidla používá EBIT, kdežto u ROE dává větší smysl použití výsledku hospodaření po zdanění (EAT), což je výsledný příspěvek k vlastnímu kapitálu společnosti.

$$Rentabilita\ celkového\ investovaného\ kapitálu\ (ROI) = \frac{EBIT}{Celkový\ kapitál}$$

$$Rentabilita\ vlastního\ kapitálu\ (ROE) = \frac{EAT}{Vlastní\ kapitál}$$

Rentabilita aktiv (ROA) měří schopnost podniku efektivně využívat svůj majetek. Vzhledem k financování aktiv vlastním i cizím kapitálem se jako plauzibilní jeví dosazení EBIT.

$$Rentabilita\ aktiv\ (ROA) = \frac{EBIT}{Aktiva}$$

Rentabilita tržeb (ROS) udává ziskovou marži podniku. Dle účelu použití ukazatele lze čisté tržby vztáhnout vůči EBIT nebo EAT. Čistými tržbami jsou myšleny pouze tržby z prodeje výrobků a služeb navýšené o prodej zboží.

$$Rentabilita\ tržeb\ (ROS) = \frac{EBIT\ nebo\ EAT}{Čisté\ tržby}$$

1.6.3.2 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity hodnotí vázanost kapitálu v aktivech. Pomáhají tak identifikovat vytížení jednotlivých aktiv a tím poskytují informaci o efektivnosti podniku. Z hlediska budoucího vývoje indikují možnost nebo nemožnost růstu společnosti bez dodatečných investic, případně nabízejí prostor pro úspory v podobě prodeje nadbytečných aktiv.

Obrat aktiv udává, kolikrát za rok se celková aktiva obrátí v tržby. Ideální hodnota obratu aktiv se napříč odvětvími značně liší.

$$Obrat\ aktiv = \frac{Tržby}{Aktiva\ celkem}$$

Doba obratu zásob vyčísluje průměrný počet dnů, po které jsou zásoby surovin a materiálu drženy v podniku, než dojde k jejich spotřebě, nebo průměrný počet dnů výrobku na skladě do doby jejich prodeje. Zásoby a tržby musí být oceněny ve stejných cenách. Pakliže jsou např. zásoby zboží evidovány na skladě v pořizovacích cenách, je nezbytné místo tržeb dosadit do jmenovatele náklady na prodané zboží (Mařík, 2011).

$$Doba\ obratu\ zásob = \frac{Zásoby}{Průměrné\ denní\ tržby}$$

Průměrná doba splatnosti pohledávek udává průměrný počet dnů potřebných na proplacení pohledávky dodavateli. Je třeba zvážit, zda je žádoucí vyjmout prodeje v hotovosti, jelikož výsledek průměrné doby splatnosti zkreslují, avšak při porovnávání ukazatele s průměrnou dobou splatnosti závazků dává smysl zahrnout veškeré tržby.

$$Průměrná\ doba\ splatnosti\ pohledávek = \frac{Pohledávky\ z\ obchodního\ styku}{Průměrné\ denní\ tržby}$$

Průměrnou dobu splatnosti závazků je zajímavé porovnat s předchozím ukazatelem a na jeho základě stanovit, zda podnik čerpá nebo poskytuje obchodní úvěr.

$$Průměrná\ doba\ splatnosti\ závazků = \frac{Závazky\ z\ obchodního\ styku}{Průměrná\ denní\ hodnota\ nákupu}$$

1.6.3.3 Ukazatele zadluženosti

Ukazatel poměru cizího a vlastního kapitálu jednoduše vyjadřuje strukturu pasiv z hlediska cizího a vlastního kapitálu. Jak praví pravidlo vyrovnání rizika, cizí kapitál by neměl mít vyšší zastoupení než kapitál vlastní. Kislingerová uvádí jako základní, tzv. bezpečnou míru zadlužení 40 % v poměru k vlastnímu kapitálu. Nicméně v tomto ohledu je potřeba mít na zřeteli povahu daného businessu, která může opodstatnit i vyšší míru zadlužení.

$$Poměr\ cizího\ a\ vlastního\ kapitálu = \frac{Cizí\ kapitál}{Vlastní\ kapitál}$$

Ukazatel věřitelského rizika vypovídá o krytí cizích zdrojů z pohledu veškerého majetku podniku.

$$Ukazatel\ věřitelského\ rizika = \frac{Celkové\ cizí\ zdroje}{Aktiva}$$

Ukazatel úrokového krytí reflektuje pokrytí úrokových nákladů výkony dané společnosti. Hodnota 3 a nižší, značí významné problémy podniku pokrývat náklady na cizí kapitál a z pohledu věřitelů se stává taková společnost spíše spekulativní (Kislingerová, 2001).

$$Úrokové\ krytí = \frac{EBIT}{Nákladové\ úroky}$$

1.6.3.4 Ukazatele likvidity

Na likviditu samotnou je praktické nahlížet ze dvou úhlů. Existuje likvidita krátkodobá, která udává schopnost hradit závazky podniku splatné v období nadcházejícího roku, a pak také ukazatelé finanční stability, které tuto schopnost sledují v delším časovém měřítku (Mařík, 2011).

V rámci krátkodobé likvidity se rozlišují následující ukazatele.

$$Běžná\ likvidita = \frac{Oběžná\ aktiva}{Krátkodobý\ cizí\ kapitál}$$

$$Pohotová\ likvidita = \frac{Oběžná\ aktiva - Zásoby}{Krátkodobý\ cizí\ kapitál}$$

$$Okamžitá\ likvidita = \frac{Peněžní\ prostředky}{Krátkodobý\ cizí\ kapitál}$$

Oběžná aktiva jsou veškerá aktiva přeměnitelná na peníze během jednoho roku. Z těchto aktiv je potřeba vyjmout dlouhodobé pohledávky, které jsou v rozvaze běžně pod oběžnými aktivy uváděné. Krátkodobý cizí kapitál představuje všechny závazky splatné do jednoho roku a minimálně v případě běžné likvidity by tato hodnota měla být navýšena o část dlouhodobých rezerv, jež bude v následujícím roce čerpána.

Ideální hodnoty těchto ukazatelů se napříč odbornou literaturou liší, zejména z důvodu zohlednění specifik daného podniku ve vztahu k jeho činnosti a situaci v odvětví. Při vyhodnocování daného podniku je tedy nutné vzít v potaz odvětvové hodnoty. Nicméně za širší intervaly, ve kterých by se měly výsledné hodnoty

pohybovat, lze v případě běžné likvidity považovat rozmezí 1,5 – 3, u pohotové likvidity 0,7 – 1,5 a v případě likvidity okamžité je vhodná blízkost hodnotě 0,2. Hodnoty nižší než spodní hranice ideálního intervalu značí problémy podniku splatit své krátkodobé závazky. Oproti tomu vysoké hodnoty indikují neefektivní alokaci kapitálu, jelikož oběžná aktiva umožňují pouze minimální zhodnocení.

1.6.3.5 Ukazatele kapitálového trhu

Propojením dat z účetních výkazů s tržní cenou akcie vznikají ukazatele mající vypovídací schopnost zaměřenou především na návratnost potenciální investice do podniku.

Poměr tržní ceny akcie vůči zisku na akcii (P/E ratio) vypovídá o tom, kolik korun jsou akcionáři ochotni zaplatit za jednu korunu zisku připadající na akcii podniku. Běžně se jako vstupní data používá zisk na minulé účetní období, případně za posledních 12 měsíců. Takovýto ukazatel je náchylný na účetní manipulaci a nezohledňuje hospodářský cyklus, takže u zavedených společností, u nichž se nepředpokládá významný nárůst zisku, dává větší smysl použít průměrný zisk na akcii za delší časový úsek.

$$Tržní\ cena\ vůči\ zisku = \frac{Tržní\ cena\ akcie}{Čistý\ zisk\ na\ akcii}$$

Dalšími využívanými ukazateli jsou poměr tržní ceny akcie vůči její účetní hodnotě (P/B ratio) a dividendový výnos (dividenda na akcii / tržní cena akcie). Investoři na kapitálových trzích sledují další charakteristické poměrové ukazatele, do kterých však tržní cena nevstupuje. Jedná se především o čistý zisk na akcii, dividendové krytí nebo výplatní poměr (dividenda na akcii / čistý zisk na akcii).

1.6.4 Souhrnné zhodnocení finančního stavu podniku

Posledním krokem finanční analýzy je utvoření uceleného obrazu o finanční situaci podniku na základě předchozích analýz. Vhodným doplňujícím nástrojem pro stanovení finálního verdiktu jsou vertikální a horizontální analýzy rozvahy a výsledovky, případně pak bonitní a bankrotní modely.

Bonitní a bankrotní modely jsou komplexní nástroje hodnotící stav podniku známkou, body či indexem. Jejich záměrem je unifikace výstupu finanční analýzy a jednodušší porovnání podniků mezi sebou. Při interpretaci výsledků je důležité

zohledňovat specifika daného podniku a odvětví ve vztahu k měřenému parametru. Mezi nejpoužívanější modely patří Kralickův quick test, Altmanův model (Z-skóre), Tafflerův model a Beaverův model. V českém prostředí vznikl index IN95, který manželé Neumaierovi sestavili na základě statisticko-matematických metod aplikovaných na 100 českých podniků.

Při provádění finanční analýzy je důležité pamatovat na omezenou vypovídací schopnost finančních výkazů směrem k hodnotě společnosti. Mezi hlavní důvody patří především historická významnost reportovaných dat a jejich zpoždění oproti aktuálnímu stavu, které navíc popisují spíše následky než příčiny situace podniku. Mezi finančními výkazy a podnikovou strategií ohledně budoucího vývoje chybí jasná vazba, stejně tak nic nevypovídají o důležitých faktorech jako zákaznické spokojenosti, věrnosti značce atd. (Hálek, 2016).

2 Účel ocenění společnosti Philip Morris ČR a.s.

Důležitost jasného vymezení účelu ocenění daného podniku je rozebrána v teoretické části. Tato práce má za úkol stanovit hodnotu společnosti PM pro individuálního investora, který nemá ambice jakkoliv zasahovat do řízení chodu společnosti. Jeho primárním cílem je zhodnocení investovaných prostředků v dlouhodobém časovém horizontu, při preferenci průběžných finančních toků z investice v podobě dividend.

Modelovým případem je investor s prostředky v řádu statisíců až nižších jednotek milionů korun. O investování se aktivně zajímá, avšak chce jím trávit jen omezené množství času. Z tohoto důvodu preferuje dlouhodobé investice, které nejsou náročné na správu. Jelikož si je vědom svého časového i informačního omezení ohledně investičních aktivit, preferuje průběžný peněžní tok z investice před jednorázovými kapitálovými zisky vznikajícími vhodným načasováním nákupu a prodeje daného aktiva.

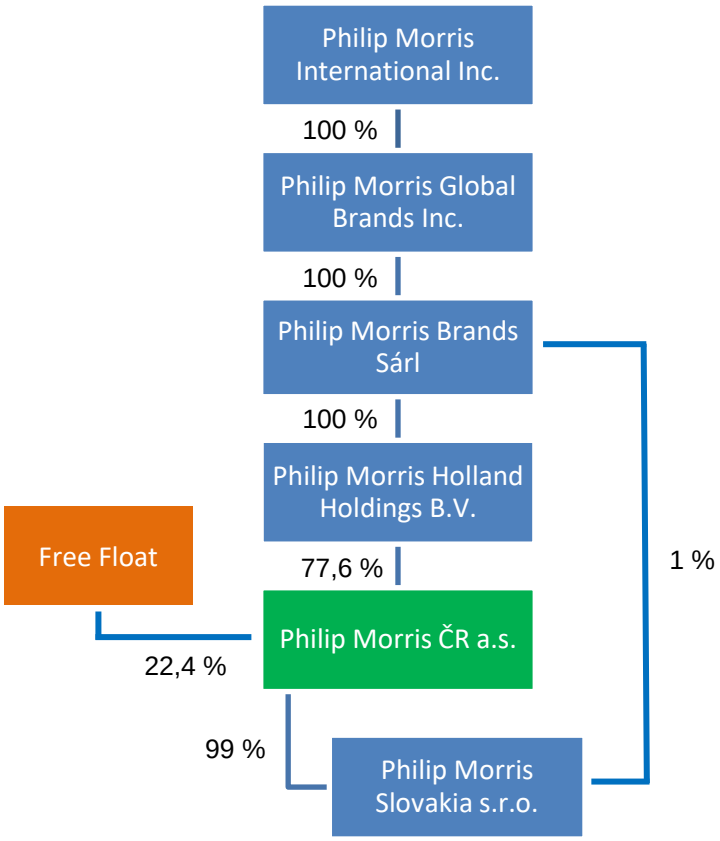
PM se díky stabilní dividendové politice a charakteristice odvětví, v němž působí, jeví jako ideální investiční příležitost. Přítomnost PM na pražské burze cenných papírů navíc eliminuje kurzové riziko, které je spojené akciemi či dluhopisy kotovanými v cizích měnách. Modelový investor se nechává informovat o fungování společnosti, avšak nehodlá do vedení společnosti aktivně zasahovat. Naopak vítá synergie a další výhody vznikající díky začlenění podniku do nadnárodní skupiny PMI.

Při zohlednění těchto předpokladů dojde ke stanovení hodnoty společnosti PM ke dni 1. 1. 2019 na hladině netto za využití výnosových oceňovacích metod. Nejvhodnějšími ukazateli se pro tyto potřeby jeví dividendový diskontní model a model DCF.

3 Charakteristika společnosti Philip Morris ČR a.s.

3.1 Základní informace

Datum vzniku:	28. března 1991
Spisová značka:	B 627 vedená u Městského soudu v Praze
Sídlo:	Vítězná 1, Kutná Hora, 284 03
Identifikační číslo:	148 03 534
Emitované akcie:	2 745 386 ks kmenové akcie na jméno ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč - 831.688 kmenových listinných akcií na jméno - 1.913.698 kmenových zaknihovaných akcií na jméno
Kotace:	Burza cenných papírů Praha
BIC:	BAATABAK



Zdroj: vlastní zpracování dle výroční zprávy společnosti Philip Morris ČR a.s. za rok 2018

Obr. 4 Vlastnická struktura Philip Morris ČR a.s.

Philip Morris ČR je součástí skupiny Philip Morris International, kde obstarává výrobu (CZ NACE 12.00) a distribuci (CZ NACE 46.35) tabákových výrobků na českém trhu. Dceřiná společnost Philip Morris Slovakia s.r.o. se zabývá distribucí (SK NACE 46.35) výrobků společnosti PM nebo ostatních společností spadající do skupiny PMI na slovenském trhu. Od roku 1993 je PM kotován na Burze cenných papírů Praha. Vedení společnosti sídlí v Praze a výrobní závod se nachází v Kutné Hoře. PM zaměstnává 1 159 lidí v České republice a 135 zaměstnanců eviduje na Slovensku skrze svou dceřinou společnost.

Jako členové představenstva a členové dozorčí rady vystupovaly ke dni účetní závěrky následující osoby.

	Představenstvo	**Dozorčí rada**
Předseda:	Árpád Könye	Johannes Gerardus Vroemen
Členové:	Tomáš Korkoš	Alena Zemplinerová
	István Borus	Sergio Colarusso
	Zarina Maizel	Stanislava Juríková
	Petr Šedivec	

3.2 Přehled výrobků

PM vyrábí a distribuuje celkem 8 značek cigaret, které se vyrábějí ve více než 50 variantách. Mezi tyto značky patří jak globální brandy (Marlboro, L&M, Chesterfield, Philip Morris a RGD), tak lokální značky (Petra, Sparta, Start by Chesterfield). Marginální část portfolia tvoří též řezaný tabák, který sdílí značku s vybranými cigaretami uvedenými výše.

V červenci roku 2017 představil PM na českém trhu bezdýmnou cigaretu IQOS. Na slovenský trh byla tato novinka uvedena o měsíc později. Aspekty tohoto výrobku, v němž vidí PM svoji budoucnost, jsou detailně rozebrány v kapitole 4.2.2.

3.3 Historie společnosti

Výroba tabákových výrobků v Kutné Hoře má prvopočátky v roce 1812, kdy byla v chátrajícím cisterciánském klášteře zahájena výroba dýmkového a šňupacího tabáku. První ručně balené cigarety začala tato továrna vyrábět o 70 let později. Po zavedení strojní výroby v roce 1896 byl závod schopen vyrobit na 5 milionů kusů

cigaret ročně. Už o 5 let později přesahovala produkce 200 milionů cigaret za rok. První cigarety s filtrem sjely z výrobní linky v roce 1963.

V rámci privatizace byl kutnohorský podnik Tabák a.s. odkoupen společností PMI, tím se jednalo o největší americkou investici ve střední Evropě v 90. letech. Závod začal být záhy modernizován a rozšiřován, aby se v něm mohla koncentrovat veškerá výroba tabákových produktů pod značkou PM na českém území. Stávající výrobní kapacita činí 40 miliard kusů cigaret ročně, jež se exportují do 46 zemí po celém světě.

4 Strategická analýza

Pro kvalitní provedení strategické analýzy je důležité nejdříve porozumět činnosti podniku, od čehož se odvíjejí zkoumané parametry. Aktivity PM je účelné rozdělit na výrobní a distribuční část.

Výrobní úsek podniku poskytuje výrobní služby pro PMI, který je od roku 2015 vlastníkem veškerého materiálu vstupujícího do výroby. Následná transformace na finální tabákové výrobky je služba, kterou PM vykonává pro svou mateřskou společnost. Vyprodukované cigarety jsou tudíž rovněž majetkem PMI a mohou být českou dcerou odkoupeny pro distribuci na tuzemském trhu.

Distribuční část podniku se zabývá prodejem tabákových výrobků v České republice, které byly za tímto účelem nakoupeny od PMI. Současně PM odvádí své matce licenční poplatky za využívání ochranných známek vztahující se na prodávané zboží. Prostřednictvím své dceřiné společnosti obsluhuje PM obdobným způsobem také slovenský trh.

4.1 Analýza makroprostředí

Tato část je věnována externím vlivům, které formují tabákové odvětví a ovlivňují aktivity PM. Na tyto faktory má podnik minimální vliv, přitom mohou představovat zajímavé příležitosti nebo hrozby.

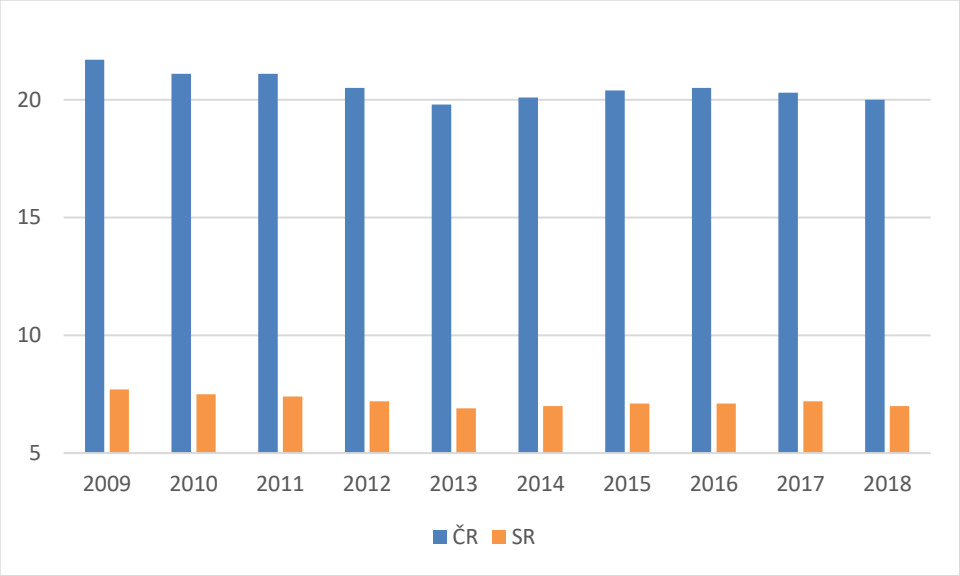
4.1.1 Vymezení relevantního trhu

Z hlediska územního vymezení působí podnik v České a Slovenské republice skrze své distribuční aktivity. U výrobních služeb není teritoriální hledisko relevantní, jelikož výhradním klientem je PMI, který následně dané produkty distribuuje v rámci evropského trhu.

Z věcného hlediska PM obstarává výrobu a prodej tabákových výrobků. Zákazníkem PM jsou distribuční mezičlánky v podobě velkoobchodů a maloobchodů, které obsluhující finálního spotřebitele. Stěžejním produktem PM jsou klasické cigarety, jejichž spotřeba v čase spíše klesá, z důvodu klesající společenské akceptace kouření. Tento trend je patrný v podstatě na všech trzích vyspělejší části světa, avšak neznamená nutně úpadek tabákového průmyslu. Vzniká řada méně škodlivých alternativ a celý koncern PMI se snaží přeorientovat

na zdravější alternativy kouření, které však zatím reprezentují značně menší část celkových prodejů. Ve výsledku by se však mohly řady kuřáků rozrůstat díky sníženým zdravotním dopadům tzv. „kouření nové generace“ v podobě produktů fungujících na bázi zahřívaného tabáku.

Dle informací ČTK bylo v roce 2017 zastoupení kuřáků v české populaci starší 15 let přibližně 28,5 % (více než 2 miliony obyvatel). O 11 let dříve to bylo pouze o půl procentního bodu více. Na Slovensku podle stejného zdroje došlo dokonce v daných letech k nárůstu z 25 % na 26 %, z čehož je patrné, že kuřácká základna je nadále silná. Nutno však podotknout, že v zemích západní Evropy je pokles obliby cigaret citelný a jednoho dne by tento trend mohl dospět i do našich končin. Například Švédsko evidovalo v roce 2014 celkem 18 % kouřící populace starší 15 let a v roce 2017 už to bylo pouhých 7 %.



Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Philip Morris ČR a.s.

Obr. 5 Vývoj prodeje cigaret v mld. kusů v ČR a SR

Graf výše znázorňuje vývoj odbytu cigaret v uplynulých letech v jednotkách miliard kusů. Takovéto naturální vyjádření má větší vypovídací hodnotu než vykázání velikosti trhu v peněžních jednotkách, jelikož není zkreslováno změnou výše spotřební daně z tabáku a tabákových výrobků. Ve sledovaném období je patrný pozvolný pokles prodaných objemů cigaret na obou trzích. V České republice se v roce 2009 prodalo na 21,7 mld. kusů cigaret, kdežto o 9 let později to bylo už jen 20 mld. kusů, což představuje průměrný pokles o necelé 1 % ročně. Na Slovensku

má pokles poněkud hladší průběh a v průměru trh ztrácí lehce přes 1 % za rok. S klesajícími objemy se PM zvládá vypořádávat citlivými cenovými kroky. V roce 2018 by pokles prodaných cigaret znamenal ztrátu tržeb ve výši 0,4 mld. Kč, avšak příjmy z distribuce cigaret celkově 0,1 mld. Kč vzrostly.

Pakliže vezmeme v potaz především legislativní políčky, které byly tabákovému průmysl uštědřeny skrze nařízení přikazující umisťovat na cigaretové krabičky odpudivé fotografie a skrze plošný zákaz kouření ve veřejných prostorech, je takovýto mělký propad relativně pozitivní zprávou. Oba legislativní vlivy jsou společně s průběžným zvyšováním spotřební daně z tabáku a tabákových výrobků detailně rozebrány v PESTLE analýze.

4.1.2 PESTLE analýza

Celé odvětví je značně exponované veřejnému zájmu, především díky své kontroverzi kvůli zdravotním aspektům. Klíčovým vnějším vlivem se proto jeví především legislativa, avšak ekonomická a v posledních letech také sociální sféra významně ovlivňuje poptávku po tabákových výrobcích.

4.1.2.1 Politické vlivy

Pomineme-li čistě legislativní stránku politiky, která je samostatnou kategorií PESTLE analýzy, nepředstavují politické vlivy pro podnikání PM významný problém. Distribuované výrobky jsou vyráběny sesterskými společnostmi na území Evropské unie – především v Rumunsku, Itálii, Řecku, Německu a také v Kutné Hoře. Problematické by se však mohly stát dodávky tabáku, jehož největší světoví producenti jsou Čína, Brazílie, Indie, USA, následované převážně rozvojovými zeměmi z Afriky, Asie a Jižní Ameriky. Politická nestabilita na tamní nebo mezinárodní politické scéně by mohla v krajním případě znamenat až stoprocentní výpadek dodávek tabákových listů pro PMI. Avšak vzhledem k vysoké diverzifikovanosti produkce tabáku v rámci celého světa není takováto situace pravděpodobná.

Jakékoliv obtíže s cly, embargy nebo kvótami nejsou v případě přímých dodávek na místě, nedojde-li k rozpadu jednotného evropského hospodářského prostoru. Že by došlo k politické direktivě, která by se snažila naprosto potlačit používání tabákových výrobků je v nejbližších letech v České i Slovenské republice prakticky nemyslitelné. Pakliže k takovýmto politickým krokům v budoucnu dojde, bude to

spíše ve státech, které jsou mnohem úspěšnější ve snižování počtu kuřáků a množství prodaných cigaret – např. v již zmiňovaném Švédsku a v dalších skandinávských zemích, případně v Irsku nebo Nizozemsku. Pokud by však mělo dojít k takovýmto politickým tlakům, tak tabákový průmysl, jenž je z převážné části tvořen nadnárodními giganty jako PMI, British American Tobacco, Imperial Tobacco, Japan Tobacco nebo Altria Group, je schopný zmobilizovat značnou lobbistickou sílu, která by takovéto pokusy minimálně oddálila.

4.1.2.2 Ekonomické vlivy

Rostoucí česká ekonomika a s ní zvyšující se koupěschopnost obyvatelstva v posledních letech se bezpochyby podílí na zpomalení tempa poklesu trhu s cigaretami. Případné ekonomické oslabení a zvýšení nezaměstnanosti donutí část kuřáků alespoň na přechodnou dobu vyhledávat levnější alternativy v podobě řezaného tabáku a pašovaných nebo padělaných cigaret.

Vzhledem k nákupu distribuovaných produktů převážně ze zahraničí je rizikovým faktorem pro PM také směnný kurz české koruny. Její významné oslabení by prodražilo importované zboží. Současné výhledy ČNB a ministerstva financí však předpokládají spíše mírnou apreciaci české měny vůči euru a riziko je tak spíše pozitivní.

Stabilita inflace pomáhá podniku lépe plánovat své náklady a cenovou politiku. V tomto ohledu nepatří Česká republika mezi problémové trhy a s inflací může podnik rozumně pracovat. Inflační výhled rovněž nepředpokládá významné turbulence. Ostatní makroekonomické ukazatele jako úroková míra a fiskální politika mají spíše zástupný význam v aktivitách podniku.

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
							Predikce	
Hrubý domácí produkt	*růst v %, s.c.*	**2,7**	**5,3**	**2,5**	**4,4**	**2,9**	**2,4**	**2,4**
Spotřeba domácností	*růst v %, s.c.*	**1,8**	**3,7**	**3,6**	**4,3**	**3,2**	**2,9**	**2,8**
Průměrná míra inflace	*%*	**0,4**	**0,3**	**0,7**	**2,5**	**2,1**	**2,3**	**1,6**
Zaměstnanost	*růst v %*	**0,8**	**1,4**	**1,9**	**1,6**	**1,4**	**0,4**	**0,2**
Míra nezaměstnanosti	*průměr v %*	**6,1**	**5,1**	**4,0**	**2,9**	**2,2**	**2,2**	**2,2**
Měnový kurz CZK/EUR		**27,5**	**27,3**	**27,0**	**26,3**	**25,6**	**25,5**	**25,1**
Dlouhodobé úrokové sazby	*% p.a.*	**1,4**	**0,6**	**0,4**	**1,0**	**2,0**	**2,2**	**2,4**
HDP eurozóny	*růst v %, s.c.*	**1,4**	**2,1**	**2,0**	**2,4**	**1,8**	**1,0**	**1,4**

Zdroj: Makroekonomická predikce Ministerstva financí ČR – duben 2019, vlastní úprava

Tab. 1 Predikce makroekonomických ukazatelů

Významným pozitivem celého odvětví je velmi nízká citlivost vůči ekonomickým cyklům. Z důvodu závislosti kuřáků nedochází v době ekonomických recesí k dramatickým propadům tržeb. Tato agilita vůči makroekonomickým výkyvům dělá podnikání PMI lépe predikovatelné.

4.1.2.3 Sociální vlivy

Rostoucí zájem o osobní zdraví, větší edukovanost v tomto směru a celkově širší zájem veřejnosti o zdravější životní styl není pro odbyt cigaret dobrou zprávou. Lidé si více uvědomují zdravotní rizika spojená s kouřením a obecně ho neslučují s ideálem moderního způsobu života. Nových kuřáků proto nepřibývá tak rychlým tempem jako v minulosti a část stávajících se snaží tento svůj vrtoch krotit. Oproti západní Evropě však Česká i Slovenská republika po potlačení kouření tolik nelační a prodeje cigaret klesají velmi pozvolným tempem.

Kouření s sebou rovněž nese nemalou ekonomickou zátěž. Dle průzkumu agentury Ipsos, který se uskutečnil v roce 2017, utratí český kuřák za svůj koníček v průměru 1 274 Kč měsíčně. Při průměrné hrubé měsíční mzdě 29 346 Kč v daném roce (a mediánu 24 896 Kč), to představuje velmi významnou položku ve výdajích především u nízkopříjmových skupin obyvatelstva (Český statistický úřad).

Ekonomicky slabší kuřáci proto hojně využívají levnějších substitutů cigaret, především řezaného tabáku a pašovaných či padělaných cigaret. Tento segment trhu PM v podstatě neobsluhuje, jelikož jeho jemně řezaný tabák není schopen cenově konkurovat takovým způsobem, aby zároveň uspokojil podnikové požadavky na marži.

Obecně lze tedy říci, že zájem o kouření klesá, avšak svoji klientelu tento druh závislosti bude mít i nadále. Díky neustálé inovaci se vyvíjí produkty, které dopraví do lidského těla nikotin s podstatně méně škodlivinami než klasické kouření. Je dokonce dost pravděpodobné, že díky tomu bude zájem o závislost na nikotinu postupem času růst.

4.1.2.4 Technologické vlivy

Na velké technologické inovace na stávajících cigaretách to v budoucnu moc nevypadá, už jenom díky jejich klesajícím prodejům a přísné regulaci. Mezi posledními invencemi bylo zavedení příchutí, které však bylo posléze evropskou

legislativou zakázáno. S tím spojená implementace práskacích kuliček, které jsou zabudované ve filtru cigarety a po zmáčknutí vypustí příchuť, pravděpodobně také zanikne v květnu 2020, kdy dojde k zákazu používání poslední možné příchutě – mentolu.

Jinak je tomu v oblasti alternativ klasického kouření, kde nastal rozmach, především v návaznosti na plošný zákaz kouření. Rozšířily se především elektronické cigarety a později také produkty na bázi zahřívaného tabáku, kde má vůdčí postavení PM se svým IQOS. Tato řešení pozvolna penetrují trh a pravděpodobně časem převezmou dominanci od klasických cigaret.

4.1.2.5 Legislativní vlivy

Tabákové odvětví je jedno z nejregulovanějších. Legislativa se zaměřuje především na snížení množství finální konzumace skrze spotřební daně, zákazy kouření a omezování nabízených produktů.

Spotřební daň

Spotřební daň představuje největší část ceny krabičky cigaret. U krabičky 20 ks cigaret s cenovkou 95 Kč, což představuje přibližný průměr v roce 2019, činí spotřební daň 54,85 Kč, což je 57,74 % ceny dané krabičky. Pakliže zakomponujeme i DPH, činí celková daňová zátěž 71,34 Kč (75,09 %). Z toho vyplývá, že prostor výrobce a distributora manipulovat s cenou je značně omezený.

Rok	Pevná sazba daně	Procentní sazba daně
2010	1,07 Kč	28%
2011	1,07 Kč	28%
2012	1,12 Kč	27%
2013	1,16 Kč	27%
2014	1,19 Kč	27%
2015	1,29 Kč	27%
2016	1,39 Kč	27%
2017	1,42 Kč	27%
2018	1,46 Kč	27%
2019	1,46 Kč	27%

Zdroj: Česká televize, vlastní úprava

Tab. 2 Vývoj pevné a procentní sazby daně z cigaret

V tab. 2 je vidět dynamika vývoje spotřební daně z cigaret za posledních 10 let. Daň se skládá z pevné sazby vztahující se na jeden kus cigarety a sazby procentní, která se vypočítává z celkové ceny krabičky včetně DPH. Navíc bývá stanovena minimální sazba spotřební daně (suma pevné a procentní daně na krabičku).

V rámci Evropské unie jsou od roku 2014 směrnicí Rady 2011/64/EU stanoveny minimální sazby spotřebních daní, které musí jednotlivé státy dodržovat, a finální výši zdanění si řídí jednotlivé členské státy sami. ČR v návaznosti na tuto směrnici přijala tříletý plán na zvyšování spotřební daně, jenž skončil v roce 2018. V roce 2019 se bude vytvářet úprava pravděpodobně pouze pro nadcházející rok. Návrh vlády ze začátku dubna 2019 počítá se zvýšením spotřební daně z tabáku a tabákových výrobků až o 10 %. Česká republika i tak patří ke státům s poměrně nižším zdaněním tabáku a tabákových výrobků v rámci EU.

Pozvolné zvyšování spotřební daně a její přenesení do ceny cigaret se neprojevuje výraznými propady prodejů cigaret. Avšak při skokových změnách může dojít k efektu předzásobení, jelikož si kuřáci na konci roku nakoupí zásoby. V roce 2008, kdy došlo meziročně ke zvýšení pevné sazby daně o 15 haléřů (o 17 %) a zvýšení procentní sazby o jeden procentní bod, zaznamenal PM pokles tržeb bez spotřební daně a DPH o celých 37 %.

Evropské směrnice

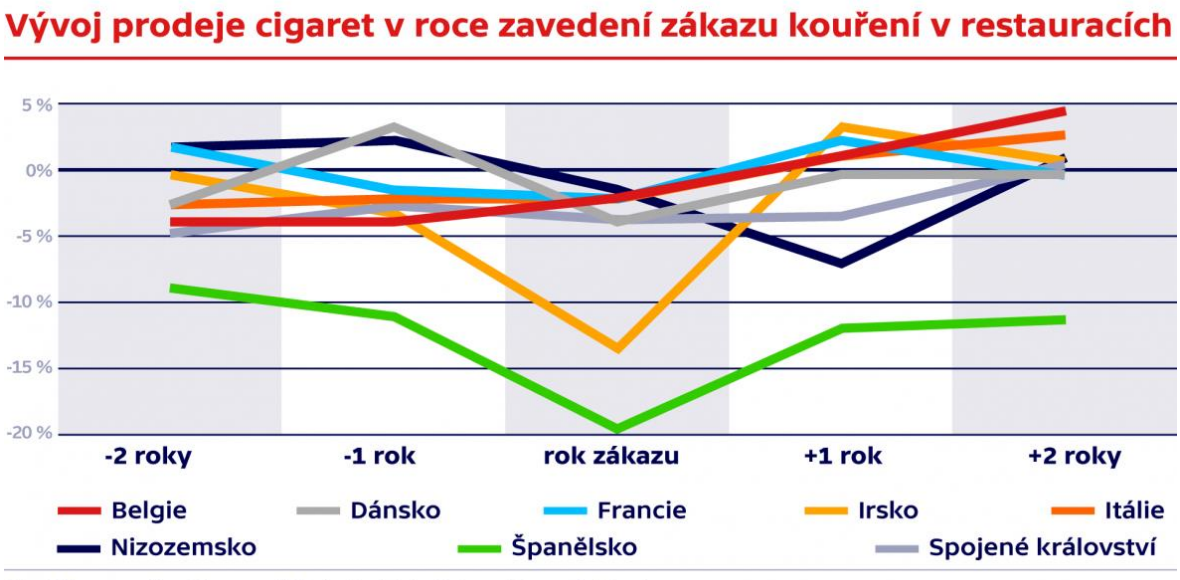
Směrnice o tabákových výrobcích vstoupila v platnost dne 19. května 2014 napříč zeměmi Evropské unie. V České republice byla Směrnice o tabákových výrobcích transponována prostřednictvím zákona č. 180/2016 Sb. a také prováděcí vyhláškou č. 261/2016 Sb. Oba právní předpisy nabyly účinnosti dnem 7. září 2016. Tato nová legislativa obsahuje opatření jako jsou zvětšená kombinovaná zdravotní varování pokrývající 65 % hlavních stran cigaretových krabiček a tabáku k ručnímu balení cigaret, což navíc omezuje prostor pro vlastní značku cigaret a limituje rozlišení jednotlivých výrobků. Dále tyto právní dokumenty zavádějí zpřísněné oznamovací povinnosti, zákaz používání charakteristických příchutí při výrobě cigaret a tabáku k ručnímu balení cigaret, jiných než mentolových, stejně jako nový soubor požadavků týkajících se sledovatelnosti a dohledatelnosti tabákových výrobků s cílem zvýšit účinnost prevence nelegálního obchodu – systém Track and Trace,

kterému je věnována samostatná subkapitola v této práci. Mentolové cigarety, včetně cigaret s mentolovými kapslemi, mohou být v ČR prodávány do května 2020.

Plošný zákaz kouření

V květnu 2017 nabyl účinnosti nový zákon č. 65/2017 Sb., o ochraně zdraví před škodlivými účinky návykových látek. Tento zákon reguluje prodej tabákových výrobků, kuřáckých pomůcek, bylinných výrobků určených ke kouření a elektronických cigaret a také zahrnuje rozsáhlý zákaz kouření. Ten platí například v restauracích, uvnitř zdravotnických zařízení, na zastávkách, v přístřešcích, čekárnách a vozech městské hromadné dopravy, uvnitř kin i divadel a ve školách. Používání elektronických cigaret je v restauracích, barech a kavárnách povoleno. Dle vyjádření Ministerstva zdravotnictví ČR je na zařízení IQOS pro účely tohoto zákona pohlíženo jako na elektronickou cigaretu.

Zmiňovaný zákaz kouření se na prodejích cigaret neprojevil tak razantně, jak by se mohlo předpokládat. Potvrdila se tak zkušenost z ostatních evropských států, kde povětšinou v afektovaném roce k zásadnímu poklesu nedošlo. Výjimkou jsou Irsko a Španělsko, tam se však následující roky vrátily objemy prodejů na původní úroveň.



Zdroj: Česká televize

Obr. 6 Vývoj prodejů cigaret v roce zavedení zákazu kouření v restauracích

4.1.2.6 Ekologické vlivy

Environmentální faktory napřímo aktivity společnosti zásadním způsobem neovlivňují. Produkce tabákových listů, kterou PM nemá v kompetenci, ale její významný výkyv by mohl ovlivnit cenu nakupovaného zboží, není nikterak zvláště náchylná na rozmary počasí ani na živočišné škůdce. Samotná produkce je navíc celosvětově diverzifikována na více kontinentů, což také do značné míry eliminuje riziko lokálních ekologických potíží. Z globálního pohledu může být rizikem globální oteplování, díky kterému se rychleji odpařuje z půdy voda, což může v budoucnu zvýšit nároky na zavlažování. V současné době, ani v blízké budoucnosti by však tento faktor neměl mít významný vliv.

Veřejnost stále více dbá na ekologičnost a udržitelnost celého životního cyklu výrobků, které spotřebovává. Nejenom z tohoto důvodu musí podniky více myslet na ekologičnost svých výrobků a procesů. V rámci celého koncernu PMI není tento aspekt podceňován a jednotlivé společnosti usilují o zlepšovaní všech svých aktivit také z environmentálního hlediska. PMI o svých záměrech a pokrocích na tomto poli informuje veřejnost skrze výroční zprávy o udržitelnosti.

Výroba cigaret je z hlediska energií náročná především na spotřebu elektrické energie a vody. PM soustavně zlepšuje své výrobní procesy, aby docházelo k co nejefektivnějšímu využívání zdrojů. Dle interních měření snížila kutnohorská továrna od roku 2010 relativní spotřebu energií o 31 %. V případě spotřeby vody ve výrobním procesu dosáhl podnik snížení relativní spotřeby o plných 20 % oproti zmiňovanému roku 2010. Za posledních 8 let navíc došlo ke snížení uhlíkové stopy v kutnohorském provozu o 84 %. Míra recyklace dosahovala v roce 2018 úctyhodných 90 % (Výroční zpráva Philip Morris ČR za rok 2018).

V oblasti distribuce je samozřejmostí recyklovatelnost obalů tabákových výrobků. Rezervou celého odvětví je balení papírových krabiček cigaret do igelitových obalů, které výrobky chrání před vlhkostí a ztrátou aroma. Ačkoliv kuřáci nejsou ukázkovou skupinou spotřebitelů dbající o ekologii, vzhledem ke klesající reputaci plastových obalů by inovace v tomto směru mohla přinést částečnou konkurenční výhodu, která by však asi neměla dlouhého trvání. Svou snahu o ekologičnost začíná PM dávat najevo také skrze svou flotilu, kdy obchodním zástupcům v loňském roce pořídil 11 hybridních vozů a další by měly následovat.

4.1.3 Track and Trace tabákových výrobků

Za účelem zamezení pašování a padělání cigaret vydala Evropská komise nařízení č. 2018/574, která změní zaběhlou praxi kolkování cigaret. Dle studie KPMG je podíl takovýchto ilegálních výrobků na celkové spotřebě v rámci EU průměrně 9,5 %. Největší zastoupení padělků a pašovaných cigaret je na trzích v Lotyšsku (22,6 %), Řecku (18,8 %), Polsku (15 %) a Francii (14,8 %). Česká republika se společně se Slovenskem nachází na opačném pólu. Jedná se o 3,1 %, respektive 3,5 %. Celková daňová ztráta pro evropské pokladny vyplývající z této statistiky byla v roce 2016 na úrovni 10,2 mld. eur (KPMG Project Sun 2017).

Výrobce cigaret v EU bude povinen přidělovat jednotlivým krabičkám a jejich kartonům unikátní identifikační kód, jenž ponese informaci o času a datu výroby, místu výroby a popis výrobku. Následně bude docházet ke skenování těchto kódů v každém jednotlivém článku dodavatelského řetězce, čímž bude možné sledovat zamýšlenou a také skutečnou trasu výrobku. Všichni evropští výrobci tak budou muset spravovat obsáhlou databázi, která se bude na evropské úrovni sbíhat a umožní celním správám členských států efektivně odhalovat pašované a padělané cigarety. Účinnost těchto požadavků na sledovatelnost a dohledatelnost tabákových výrobků byla stanovena na 20. května 2019 pro cigarety a řezaný tabák. Pro ostatní tabákové výrobky začne regule platit přesně o 5 let později.

Zavedení těchto opatření PM vítá, jelikož už své vlastní kódy pro ochranu výrobků používá. Nejen v rámci ČR jsou totiž značky z portfolia PMI nejčastěji padělané a pašované. Ze všech ilegálních prodejů cigaret tvoří 20,3 % Marlboro a 13,4 % L&M (KPMG Project Sun 2017).

Daná legislativa s sebou však nese určité obtíže. Vážou se na ní značné investice do IT systému, pořízení čteček a zaškolování personálu. Tyto náklady však budou pro PM nižší než pro konkurenci, jelikož už obdobný sytém využívá. Stoprocentního zamezení padělků a pašování tato legislativa dosáhnout nemůže, jelikož se týká pouze výrobků mající původ v EU. Dle odhadů však většina nelegálních tabákových výrobků pochází z jiných oblastí, zejména z Asie, kde je takovýto systém kontroly nevymahatelný. Obecně lze však říci, že tato úprava bude mít na hospodaření PM spíše pozitivní efekt.

4.2 Analýza mikroprostředí

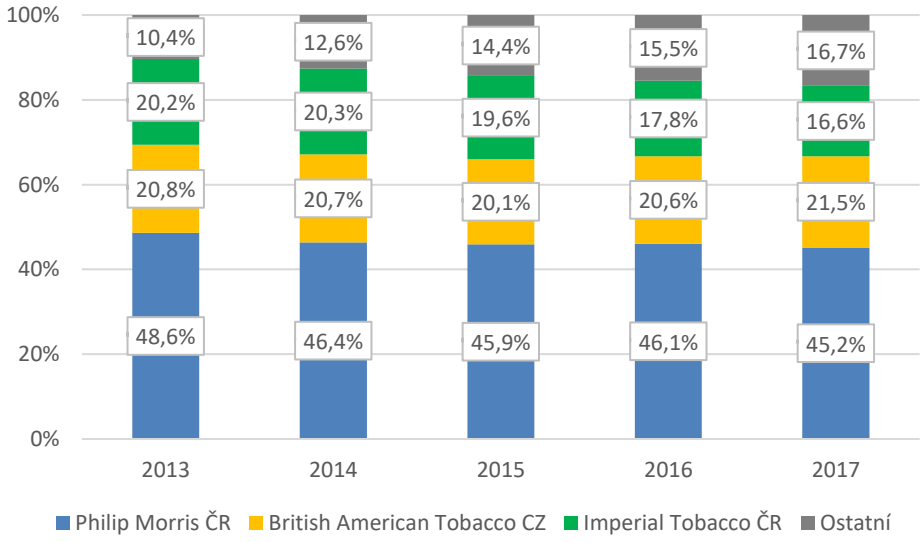
Detailní porozumění trhu s tabákovými výrobky je nezbytné pro správné zhodnocení postavení a budoucí výkonnosti podniku. Ideálním nástrojem pro analýzu mikroprostředí je Porterův model pěti sil.

4.2.1 Porterův model pěti sil

Porterova analýza pěti sil má za úkol rozebrat postavení podniku vůči stávajícím i potenciálním konkurentům, substitutům, dodavatelům a odběratelům. Její výstupy zkvalitňují předpověď budoucího vývoje podniku v rámci celého odvětví.

4.2.1.1 Stávající konkurence

Trh s tabákovými výrobky je v ČR i SR vysoce koncentrovaný. Historicky největší tržní podíl drží právě PM, který měl v roce 1998 celkem 79,1 % trhu. Od té doby se tržní podíl významně smrskl, především díky vstupu dalších tabákových gigantů jako British American Tobacco (BAT) a Imperial Tobacco (IT), se kterými PM drží přes 80 % tržního podílu.

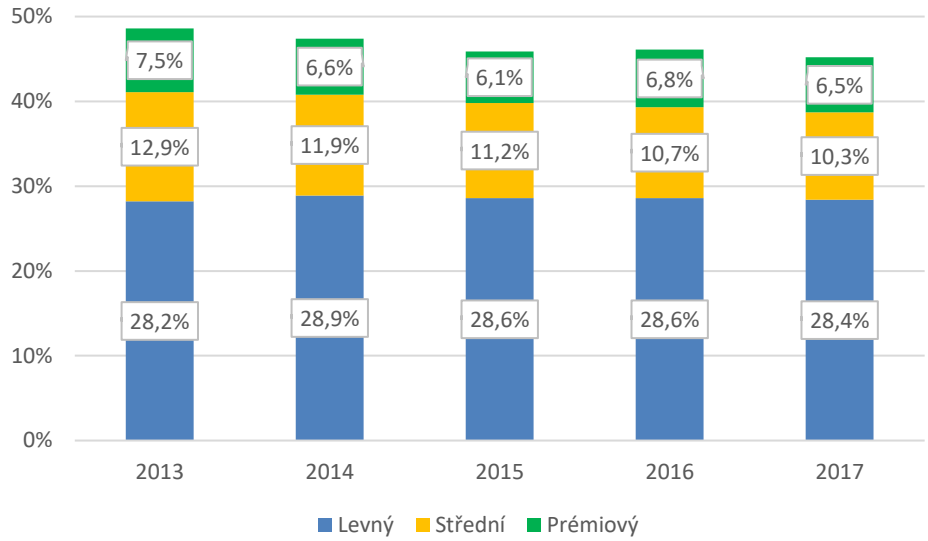


Zdroj: Výroční zprávy podniků, v případě Imperial Tobacco ČR vlastní výpočet

Obr. 7 Struktura tržních podílů na českém trhu s cigaretami

V posledních letech PM a IT své pozice spíše ztrácejí na úkor menších hráčů, oproti tomu BAT se daří svůj tržní podíl mírně posilovat. Důvodem je především rychle rostoucí cena cigaret, která nutí určitou část kuřáků kupovat cigarety z levnějšího

segmentu. Navzdory klesajícímu tržnímu podílu i celkových objemů prodaných kusů cigaret byl PM s výjimkou roku 2018 schopen kontinuálně navyšovat své tržby i marži za prodej cigaret. Tato skutečnost svědčí o schopnosti podniku efektivně zdražovat svoje produkty. Rok 2018 byl výjimečný zejména kvůli ofenzivě s produktem IQOS, což odlákalo na 165 000 kuřáků k užívání této alternativy.



Zdroj: Výroční zprávy Philip Morris ČR

Obr. 8 Tržní podíl PM dle cenových segmentů

Změna zákaznických preferencí je dobře patrná z obr. 8, jenž znázorňuje vývoj tržního podílu PM dle cenových segmentů. Ztráty byly zaznamenány především ve středním a prémiovém segmentu, kde je možné generovat vyšší marže.

4.2.1.2 Potenciální konkurence

Stávající tržní situace nesvědčí o významném riziku vstupu dalších konkurentů. Výroba tabákových výrobků je celosvětově záležitost obřích korporací, které využívají výnosů z rozsahu. Výroba v malém nedává ekonomicky smysl a může obsáhnout pouze drobnou část prémiového segmentu, jenž je navíc na ústupu.

Na českém trhu již všichni globální hráči tabákového průmyslu jsou. Trh je v rukou trojice PM, BAT a IT, na které se pozvolna dotahuje Japan Tobacco, které představuje většinu kategorie „ostatní“ na obr. 7. Dochází tak pouze k přelévání tržních podílů mezi těmito čtyřmi významnými podniky.

4.2.1.3 Substituty

Rostoucí ceny cigaret a stále nižší společenská akceptace kouření společně s legislativními překážkami vede určitou skupinu stávajících kuřáků ke zkoušení substitutů, kterých se v posledních letech objevuje na trhu stále více.

Mezi tradiční alternativy cigaret patří především jemně řezaný tabák, doutníky, cigarillos a žvýkací tabák. Zvláštní kategorií jsou potom padělky a pašované cigarety. Marihuana a nikotinové náplasti by jako konkurenti rovněž neměly být opomenuty. Mezi mladší generaci substitutů cigaret lze zařadit zejména elektronické cigarety a výrobky využívající principu zahřívání tabáku namísto jeho spalování.

Jemně řezaný tabák

Na pytlíky jemně řezaného tabáku prodávaného o velikosti 30-110 g se vztahuje relativně nižší spotřební daň než na cigarety. Uživatel si však k tabáku musí pořídit ještě cigaretové papírky a filtry a jednotlivé cigarety si balit ručně sám, což mu zároveň dává svobodu nastavit si sílu cigarety podle vlastních preferencí, nebo do ní něco přidat. Tento produkt představuje low-end tabákového trhu a láká tak převážně zákazníky nejlevnějších cigaret.

Padělané a pašované cigarety

Česká republika slouží u těchto produktů spíše jako tranzitní země, přes kterou se dostávají ilegální produkty do zemí s vyšší cenovou hladinou a dá se tak na nich více vydělat. Jak již bylo zmiňováno v kapitole Track and Trace tabákových výrobků, podíl tohoto zboží dosahuje cca 3 % trhu, což je hluboko pod evropským průměrem. Stejně jako u jemně řezaného tabáku vyhledávají tento segment trhu spíše kuřáci silně orientovaní na cenu.

Doutníky a cigarillos

Oba produkty cílí spíše na prémiovější část trhu a nezaznamenávají tak v průběhu let významné přírůstky prodejů. Poskytují odlišný požitek z kouření oproti cigaretám a významná migrace kuřáků do tohoto segmentu proto moc nehrozí.

Elektronické cigarety

Obliba elektronických cigaret nabrala prudce na popularitě od poloviny roku 2017, kdy vstoupil v platnost plošný zákaz kouření ve vybraných veřejných prostorech. Na tato zařízení se totiž daná vyhláška nevztahuje.

Požitek z jejich užívání je však značně odlišný od klasické cigarety a stávajícím „zaběhlým“ kuřákům tak povětšinou nevyhovují. Díky tomu tento trend částečně odezněl a e-cigarety zaujímají přibližně 5 % trhu tabákových výrobků. Lepší penetrace dosahují e-cigarety u mladších nebo začínajících kuřáků, kteří specifickou cigaretovou chuť tolik nevyžadují. Tato skupina navíc kvůli efektu kvituje velké množství páry, jež při používání vzniká.

V elektronických cigaretách a jejich náplních se v rámci ČR za rok 2018 protočilo přibližně 1,5 mld. korun. V následujícím roce se očekává obdobné číslo, což nereflektuje trend západní Evropy, kde tržby z tohoto způsobu kouření rostou v průměru o 17 % za rok. V těchto zemích dochází k veřejné podpoře elektronických cigaret jakožto méně škodlivější varianta kouření. V ČR takováto mediální podpora ze strany státu a odborné veřejnosti chybí (Lidové noviny).

Substitutem, na který nejvíce vsází PM, je zařízení fungující na principu zahřívání tabáku IQOS. Vzhledem k jeho významnosti v budoucích aktivitách podniku mu je v této práci věnována separátní subkapitola.

4.2.1.4 Dodavatelé

Výhradním dodavatelem zboží je mateřská společnost PMI. Z podstaty tohoto vztahu vyplývá značně omezená schopnost ovlivňování nákupních cen ze strany PM. Nezdá se však, že by PMI svého postavení zneužíval a zvyšoval ziskovost svých aktivit na úkor dceřiné společnosti. Hrubá marže na prodávaném zboží dlouhodobě přesahuje 40 %. Silná pozice klíčového dodavatele se však může projevit při jeho problémech způsobených ať už ekonomickou výkonností nebo externím vlivem, např. v podobě změny v legislativě. V krajní situaci by mohl PMI zdražit dodávané zboží takovým způsobem, že by PM by nebyl schopen přenést takový krok na zákazníka a byl by nucen ukrojit si ze své marže.

Co se týče vztahů s dodavateli ostatních produktů a služeb, je PM díky své velikosti spíše v dobré pozici a měl by být schopen dosahovat atraktivních podmínek svých dodávek.

4.2.1.5 Odběratelé

Vůči odběratelům mimo koncern PMI se nachází PM ve výborné pozici. Jakožto výhradní distributor produktů z koncernu PMI je při vyjednávání s odběrateli síla spíše na jeho straně. Výjimkou mohou být velké nadnárodní řetězce supermarketů a hypermarketů, které jsou si vědomé své důležitosti z hlediska prodaných objemů tabákových výrobků. Ale i v takovýchto případech netahá PM za kratší konec provazu, jelikož značka hraje pro konzumenty cigaret významnou roli. Proto si ani globální maloobchodníci nemohou dovolit po PM požadovat příliš tvrdé podmínky, jelikož by ztratili přístup k důležitým cigaretovým brandům. Oboustranně výhodné dohody jsou v těchto případech nasnadě.

Vůči drobnějším odběratelům má PM volnější ruku, avšak vzhledem k síle své konkurence si nemůže dovolit významně vybočovat a prodávat obchodníkům své zboží za příliš vysoké ceny. Vyjednávací síla je přesto v těchto vztazích spíše na straně PM.

Odběratelem PM je i jeho slovenská dceřiná společnost, které PM přeprodává zboží za účelem distribuce na tamním trhu. Marže na těchto produktech bude minimální, ale je zde možnost zlepšovat svou výnosnost na úkor dceřiného podniku, pokud k tomu nastane vhodná příležitost, což je určitě pozitivní aspekt.

Z hlediska výrobních služeb je výhradní zákazník PMI. V tomto vztahu opět jednoznačně dominuje PMI, jenž zadává výrobní poptávku v závislosti na svých potřebách. Tyto potřeby ale budou do budoucna spíše růst, vzhledem k transformaci části evropských koncernových továren na výrobu HEETS, které slouží jako náplně pro IQOS.

4.2.2 IQOS

Z důvodu celosvětově klesajících prodejů konvenčních cigaret investoval koncern PMI od roku 2018 více než 6 mld. USD do výzkumu a vývoje bezdýmných zařízení, které mají podstatně nižší zdravotní závadnost a lépe tak reflektují potřeby stávajících kuřáků. Stěžejním produktem z této kategorie je zařízení IQOS (zkratka anglické fráze „I quit ordinary smoking“) používající tabákové náplně HEETS.

4.2.2.1 Technické parametry

Zásadním rozdílem je zahřívání tabáku na 350°C namísto jeho spalování (600-850°C), čímž nedochází k uvolnění tolika škodlivých látek. Existuje řada nezávislých studií, mimo jiné i z dílny VŠCHT, a ty potvrzují nižší výskyt škodlivých látek až o 95 %. Nicméně zdravotní rizika i při tomto způsobu kouření přetrvávají. Namísto vdechování kouře však dostává kuřák do plic aerosol obsahující srovnatelné množství nikotinu jako při kouření klasické cigarety. Kuřák posléze vydechuje čistou páru bez zápachu, která s sebou nenese rizika sekundárního neboli pasivního kouření.

Zdroj: iqoshop.cz

Obr. 9 Zařízení IQOS

Celý se systém se skládá ze tří částí – dobíjecího pouzdra, elektronické cigarety a náplně HEETS.

PMI při samotném vývoji myslel na co největší podobnost používání s klasickými cigaretami. Jedna HEETS poskytne přibližně 14 potažení na 6 minut, což je podobně jako u cigarety. Obsah nikotinu vpravený do těla je taktéž srovnatelný.

4.2.2.2 Pronikání na trh

IQOS byl na český trh uveden v červenci 2017, měsíc na to došlo k distribuci také na Slovensku. PM zvolil taktiku uvádění skrze obchodní zástupce, kteří jednotlivým klientům novinku představili a nabídli zdarma na několik dní k zapůjčení. Až poté byl realizován prodej, při němž došlo k prodeji samotného zařízení s minimální marží pro PM společně s HEETS. V roce 2019 je zařízení k dostání i ve specializovaných prodejnách a na internetu, stále s velmi nízkou cenovkou za

samotné zařízení. Cílem PM je stále co největší rozšíření produktu mezi kouřící populaci.

	2018			2017		
	Registrovaných uživatelů	Prodaných HEETS (mil. kusů)	Tržní podíl HEETS	Registrovaných uživatelů	Prodaných HEETS (mil. kusů)	Tržní podíl HEETS
ČR	226 000	532	2,6%	61 000	72	0,4%
SK	111 000	270	3,7%	30 000	32	0,4%

Zdroj: Výroční zpráva Philip Morris ČR za rok 2018, vlastní zpracování

Tab. 3 Vývoj prodejů zařízení IQOS v ČR a SR

Stávající vývoj prodejů je na obou trzích uspokojivý. Filozofií celého PMI je postupně transformovat celý trh a prodávat převážně bezdýmné produkty, což je však běh na dlouhou trať.

Zaimplementování elektronického zařízení přináší nové možnosti oslovení zákazníků. PM se snaží IQOS prezentovat jako lifestylovou záležitost a z toho důvodu zařízení dále inovuje. V listopadu 2018 byla představena nová generace zařízení, která odráží ohlasy a zkušenosti stávajících uživatelů. IQOS 3 má oblejší design, robustnější pouzdro s vyklápěním zboku a také baterii s větší kapacitou. Novinkou je kompaktnější IQOS 3 Multi, umožňující nepřetržité užívání až deseti náplní HEETS za sebou bez nutnosti dobíjení.

Zařízení jsou koncipována tak, aby umožňovala personalizaci skrze vyměnitelné kryty, obaly, stojany, nálepky a nabíječky, díky čemuž si uživatel může IQOS modifikovat dle vlastního vkusu. PM nabízí oficiální příslušenství, přesto již na trhu existuje řada subjektů nabízející širokou škálu vlastních krytů. Navzdory tomu je prodej originálního příslušenství pro PM zajímavým obohacením portfolia a při rostoucí penetraci produktu také zajímavým zdrojem příjmu.

4.2.2.3 Ekonomické aspekty

Bezdýmné produkty s sebou nesou příležitost vyšších marží než u cigaret. HEETS je celkově kratší (méně papíru) a samotného tabáku obsahuje pouze 0,305 g, což je méně než polovina průměrné cigarety, která ho má 0,7 g (IQOSmag.com). Tento deficit však nemá vliv na délku použití nebo množství nikotinu přijatého kuřákem, jelikož nedochází k takovým ztrátám jako u zapálené cigarety. Oproti tomu je vnější papír vystlaný velmi slabou hliníkovou vrstvou, jež zabraňuje přehřátí. Navíc je i filtr z biopolymerního filmu absorbující teplo, který chladí vdechovaný aerosol. Ve

výsledku tak nákladnost výroby HEETS pravděpodobně nepřesahuje konvenční cigarety.

Jinak je tomu ale v případě výnosů z těchto produktů. Český parlament přijal až 12. března 2019 novelu zákona o spotřebních daních, která zavádí spotřební daň ze zahřívaných tabákových výrobků s účinností od 1. dubna 2019. Do té doby výrobky HEETS spotřební dani nepodléhaly. Stanovená sazba spotřební daně je navíc nejnižší možná, totiž na úrovni jemně řezaného tabáku ke kouření, tj. 2 236 Kč na 1 kg tabáku v zahřívaných tabákových výrobcích. Při stávající doporučené maloobchodní ceně HEETS 100 Kč za krabičku činí úspora na spotřební dani oproti cigaretám za stejnou cenu celých 42,56 Kč. PM neplánuje promítnout nově vzniknuvší daňovou povinnost do cen pro finální spotřebitele.

	HEETS	Cigarety
Cena za krabičku	**100 Kč**	
DPH (21 %)	17,36 Kč	
Spotřební daň	13,64 Kč	56,20 Kč
Celková daňová zátěž	30,99 Kč	73,56 Kč
Čistá tržba obchodníka	**69,01 Kč**	**26,44 Kč**

Zdroj: Vlastní výpočet

Tab. 4 Porovnání daňové zátěže HEETS a cigaret

Tato daňová úspora vytváří prostor pro podstatně vyšší marži PM, o níž se ale částečně dělí s obchodníkem a PMI, jakožto dodavatelem HEETS. Co největší rozšíření IQOS tak dává smysl i z obchodního hlediska. Vzhledem k vysoké marži však hrozí riziko vstupu konkurenčních výrobků a také nebezpečí změny legislativy, která stávající daňovou výhodu odstranila.

Od uvedení HEETS na trh do konce roku 2018 přišla česká státní pokladna díky absenci spotřební daně o 412 mil. Kč. Za první čtvrtletí roku 2019 to bude dalších cca 100 mil. Kč.

4.2.2.4 Konkurence

PMI není jediný, kdo přináší na trh bezdýmné produkty. Obdobné řešení má také British American Tobacco v podobě zařízení Glo a náplněmi Neo. Pozadu není ani Japan Tobacco, které však svůj Ploom TECH distribuuje pouze na domácím trhu v Japonsku.

Zařízení Glo je oproti IQOS odlišně technicky řešené. Tabák v cigaretě Neo se zahřívá na pouhých 240°C po obvodu celé cigarety. IQOS má cílovou teplotu 350°C a zahřívání probíhá pomocí čepele, která se zabodne do konce cigarety. Odlišná technologie má za následek jiný požitek z kouření. IQOS je blíže klasickým cigaretám jak po stránce chuťové, tak množstvím vdechovaného nikotinu. Chuť Glo je obecně slabší a poskytuje pouhou desetinu množství nikotinu ve srovnání s klasickými cigaretami. Náplně Neo jsou užší a podlouhlejší, vzhledově připomínají slim cigarety. Na základě větší blízkosti IQOS ke konvenčním cigaretám lze předpokládat, že kuřáci budou spokojeni spíše s touto alternativou.

Zdroj: Forum24.cz

Obr. 10 Zařízení Glo

IQOS má „first mover advantage“, jelikož jediná dosavadní konkurence Glo bylo uvedeno na trh více než o rok později. Navíc se tak stalo relativně v tichosti a skrze marketingově kampaně o sobě dává Glo citelně znát až začátkem dubna 2019 s naprosto totožnými cenovkami úvodního balíčku a tabákových náplní jako má nastavené IQOS. Na druhou stranu musel PM prošlapat cestu zahřívanému tabáku masivními výdaji za reklamu, ty však byly částečně kompenzovány absencí spotřební daně.

PMI má vizi nahradit v blízké budoucnosti klasické cigarety právě zahřívaným tabákem. Ze strany jejich konkurentů lze obecně lze pozorovat poněkud vlažnější přístup k těmto inovativním produktům. BAT očekává, že tento způsob kouření bude v roce 2030 představovat 30 % trhu. Zástupci Japan Tobacco jsou k rychlému

masovému rozšíření spíše skeptičtí a předpokládají pouze pozvolnou penetraci trhem. Z tohoto důvodu není příchod Ploom TECH na český trh doposud znám (MF Dnes).

4.3 SWOT analýza

Na základě rozboru vnějšího a vnitřního prostředí podniku byla provedena SWOT analýza. Jako faktory s největší významností pro budoucí aktivity podniku lze považovat zařízení IQOS, které je příslibem nahrazení výpadku objemů prodávaných cigaret. Na druhé straně s sebou nese jeho rozšiřování nemalé náklady na propagaci a jeho masové přijetí trhem je nejisté. Pozitivní je rovněž zavedení systému Track & Trace, které by mělo snížit zastoupení ilegálních produktů. Stejně tak agilnost celého odvětví vůči ekonomickým cyklům je pozitivním faktorem pro podnikání PM.

Faktory	Pozitivní	Negativní
Vnitřní	• Největší tržní podíl • Zázemí PMI • IQOS • Postavení vůči odběratelům	• Klesající tržní podíl • Řada substitutů
Vnější	• Track & Trace • Odolnost odvětví vůči ekonomickým cyklům • Uzavřenost odvětví vůči potenciálním konkurentům	• Legislativní omezení • Snižování dostupnosti cigaret díky růstu spotřební daně • Trend zdravějšího životního stylu

Zdroj: Vlastní zpracování

Tab. 5 SWOT analýza podniku Philip Morris ČR

Mezi největší rizika ohrožující aktivity podniků spadá zejména nejistota ohledně legislativních omezení, jež se vztahuje na kouření a tabákové výrobky. S tím se pojí zvyšování spotřební daně, které pobízí kuřáky zejména levnějších cigaret k využívání dostupnějších substitutů. Společenský tlak na zdravější životní styl a

eliminaci kouření působí bezpochyby negativně na stávající prodeje cigaret. Na druhou stranu vytváří příležitost pro výrobek IQOS, se kterým by měl být PM schopen dosahovat ještě lepších finančních výsledků.

5 Finanční analýza

Pro vypracování finanční analýzy a následného sestavení finančního bylo využito dat z výročních zpráv společnosti pokrývající období 2014-2018. Před samotnou finanční analýzou je třeba vymezit základní přístupy, které PM při sestavování účetních závěrek aplikuje.

5.1 Účetní závěrka

Všechny sledované účetní závěrky jsou postavené dle účetních standardů IFRS, především díky prezenci podniku na Burze cenných papírů Praha a zahraniční mateřské společnosti. Výroční zprávy obsahují jak samostatnou účetní závěrku české účetní jednotky PM, tak konsolidovanou účetní závěrku zahrnující slovenskou dceru PM.

Účetní závěrky jsou sestaveny na principu historických pořizovacích cen, s výjimkou finančních derivátů, které jsou prvotně vykázány v reálné hodnotě a následně přeceňovány v souladu s IAS 39 (během let 2014–2017) a IFRS 9 (během roku 2018). Přechod na standard IFRS 9 v posledním sledovaném roce neměl na finanční výkazy významný dopad.

Jinak je tomu v případě adaptace nového standardu IFRS 15, rovněž s účinností od 1.1.2018, který upravuje výnosy ze smluv se zákazníky. Díky novému principu uznávání výnosů jsou vykazované tržby v roce 2018 oproti předchozím letům podhodnocené. PM poskytuje výrobní služby pro PMI a zároveň část těchto výrobků zpětně odkupuje pro distribuci na českém a slovenském trhu. Dle nového standardu jsou tyto dohody chápány jako jedna kombinovaná smlouva, čímž dochází k vyloučení výnosů za zpracovatelskou službu a zároveň ponížení nákladů na prodané zboží ve stejné výši. Výsledem je podhodnocení výrobních služeb a zvýšení profitability distribučních aktivit podniku oproti dřívějšímu způsobu účtování. O tuto nuanci jsou proto vykazovaná čísla za poslední sledované období očištěna, aby mohlo dojít k odpovídajícímu srovnání s předchozími lety.

Aktivity podniku významně ovlivňuje spotřební daň. V rozvaze je primárně obsažena v položkách „Ostatní daňové závazky“ a „Ostatní nefinanční aktiva“. V okamžiku prodeje zboží přejde v rámci aktiv pod obchodní pohledávky. Jelikož

má spotřební daň charakteristiky daně z prodeje, není podnikem vykazována v tržbách a ani v provozních nákladech.

Podnik hojně využívá operativního leasingu jakožto prostředku k získání potřebných skladovacích a kancelářských prostor,nebo výpočetní techniky, určené především pro distribuční aktivity podniku. Kvůli lepšímu obrazu o využitých aktivech byly rozvahy sledovaných období navýšeny o výši budoucích leasingových splátek plynoucích ze smluv. V daných letech se jedná o částky v rozmezí 200-350 mil. Kč. Finančního leasingu pro pořizování dlouhodobého majetku PM vůbec nevyužívá.

5.2 Horizontální analýza rozvahy

V rámci této analýzy dochází ke zkoumání vývoje velikosti jednotlivých položek aktiv a pasiv v období 2015 až 2018. Pozornost je věnována jak absolutním, tak relativním změnám.

AKTIVA (k 31.12.) [mil. Kč]	**2018**		**2017**		**2016**		**2015**	
	Abs.	**%**	**Abs.**	**%**	**Abs.**	**%**	**Abs.**	**%**
Pozemky, budovy a zařízení + nehmotná aktiva - výroba	*-94*	*-2%*	*+18*	*+0%*	*+514*	*+14%*	*+580*	*+19%*
Pozemky, budovy a zařízení + nehmotná aktiva - distribuce	*+71*	*+26%*	*+6*	*+2%*	*-63*	*-19%*	*+2*	*+1%*
Pozemky, budovy a zařízení	-18	-0%	+30	+1%	+452	+11%	+581	+17%
Nehmotná aktiva	-5	-56%	-6	-40%	-1	-6%	+1	+7%
Investice v dveřinné společnosti	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Ostatní finanční aktiva	+1	+1%	+4	+4%	+1	+1%	+101	-
Dlouhodobá aktiva	***-22***	***-0%***	***+28***	***+1%***	***+452***	***+11%***	***+683***	***+20%***
Zásoby	+375	+80%	+159	+52%	-68	-18%	+98	+35%
Obchodní a ostatní finanční pohledávky	+1 364	+185%	+321	+77%	-10	-2%	-2 327	-85%
Ostatní nefinanční aktiva	+363	+16%	+131	+6%	-627	-22%	+1 209	+74%
Daň z příjmu splatná	0	-	0	-	0	-	-10	-100%
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty	-1 664	-23%	-687	-9%	+866	+12%	+2 866	+68%
Krátkodobá aktiva	***+438***	***+4%***	***-76***	***-1%***	***+161***	***+2%***	***+1 836***	***+21%***
Aktiva celkem	**+416**	**+3%**	**-48**	**-0%**	**+613**	**+4%**	**+2 519**	**+20%**

Zdroj: Výroční zprávy Philip Morris ČR, vlastní výpočet

Tab. 6 Horizontální analýza aktiv

V rámci dlouhodobých aktiv jsou nejsignifikantnější položkou pozemky, budovy a zařízení spadající pod výrobní aktivity PM. V posledních letech docházelo k meziročním přírůstkům výrobních strojů a dopravních zařízení z důvodu rozšiřování kapacit výroby a implementace nových výrobních technologií.

Dynamičtějším vývojem si prošla krátkodobá aktiva, zejména obchodní a ostatní finanční pohledávky. V roce 2015 došlo ke splacení pohledávek za spřízněnými stranami, které zároveň způsobily velký nárůst peněžních prostředků. Za opětovný nárůst pohledávek v roce 2017 jsou opět zodpovědné především spřízněné strany,

avšak obrovský přírůstek o rok později způsobily třetí strany. Důvodem je zvýšená distribuce produktu IQOS, které je nákladnější než samotné cigarety. PM musel zásobit své distributory dostatečnými zásobami zařízení i náplní HEETS. Tento dramatický nárůst představuje určité riziko nedobytných pohledávek, avšak z obchodního hlediska je logický. Ke 31. 12. 2018 bylo pouze 0,3 % hodnoty pohledávek za třetími stranami po splatnosti. Faktor IQOS je zodpovědný rovněž za nárůst zásob v posledních dvou sledovaných letech.

Ostatní nefinanční aktiva reprezentují zejména kolky, kde může docházet k efektu jejich předzásobení jako v roce 2015. Dlouhodobě pak tato položka narůstá z důvodu zvyšování sazeb spotřební daně.

PM je součástí skupinového cashpoolingu, v jehož rámci krátkodobé půjčky spřízněným stranám splatné na požádání spíše poskytuje, než čerpá. Tyto půjčky jsou úročeny, avšak pouze minimální sazbou. Zde dochází k neúplně efektivnímu využívání kapitálu ve prospěch skupiny, avšak trend snižování této položky je spíše pozitivním jevem.

PASIVA (k 31.12.) [mil. Kč]	2018		2017		2016		2015	
	Abs.	%	Abs.	%	Abs.	%	Abs.	%
Základní kapitál	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Emisní ážio a ostatní příspěvky akcionářů	+1	+0%	-6	-0%	-3	-0%	-10	-0%
Nerozdělený zisk	+859	+22%	+787	+26%	+243	+9%	+127	+5%
Vlastní kapitál celkem	***+860***	***+10%***	***+781***	***+10%***	***+240***	***+3%***	***+117***	***+1%***
Odložený daňový závazek	+35	+17%	+32	+18%	-9	-5%	+16	+10%
Závazky z leasingu	-30	-27%	0	0%	+3	+3%	-56	-34%
Dlouhodobé závazky	***+5***	***+2%***	***+32***	***+11%***	***-6***	***-2%***	***-40***	***-12%***
Obchodní a ostatní finanční závazky	-402	-32%	-478	-28%	+147	+9%	+808	+105%
Ostatní nefinanční závazky	-18	-9%	+30	+17%	-1	-1%	-18	-9%
Závazky z leasingu	+99	+72%	+19	+16%	-46	-28%	+60	+57%
Daň z příjmu splatná	-41	-22%	+56	+43%	+61	+87%	+70	-
Ostatní daňové závazky	-79	-2%	-434	-9%	+197	+4%	+1 475	+48%
Rezervy na krátkodobé závazky	+18	+129%	-24	-63%	-30	-44%	+42	+162%
Přijaté půjčky	-26	-100%	-30	-54%	+51	+1020%	+5	-
Krátkodobé závazky	***-449***	***-7%***	***-861***	***-12%***	***+379***	***+6%***	***+2 442***	***+58%***
Závazky celkem	***-444***	***-7%***	***-829***	***-11%***	***+373***	***+5%***	***+2 402***	***-***
Pasiva celkem	*+416*	*+3%*	*-48*	*-0%*	*+613*	*+4%*	*+2 519*	*+20%*

Zdroj: Výroční zprávy Philip Morris ČR, vlastní výpočet

Tab. 7 Horizontální analýza pasiv

Nejvýznamnější pohyby na straně pasiv obstarává nerozdělený zisk, který však posléze bývá téměř v plné výši vyplacen na dividendách. Úbytek finančních závazků byl v posledních letech způsoben jejich splacením především vůči spřízněným stranám, což nasvědčuje zkrácení doby splatnosti závazků vůči PMI.

Ostatní pohyby v krátkodobých závazcích se vážou převážně na daňovou povinnost, která je ovlivněná tržbami skrze spotřební daň. Rezervy na krátkodobé závazky byly ovlivněny především restrukturalizačními plány pro rok 2016. Přijaté půjčky jsou naprosto marginální a jejich výkyv nevyžaduje bližší zkoumání.

5.3 Vertikální analýza rozvahy

Vertikální analýza rozvahy odhaluje významnost jednotlivých položek ve vztahu k celkové bilanční sumě. Sledované období je v tomto případě rozmezí let 2014 až 2018.

AKTIVA (k 31.12.) [mil. Kč]	**2018**	**2017**	**2016**	**2015**	**2014**
Pozemky, budovy a zařízení + nehmotná aktiva - výroba	26,1%	27,5%	27,3%	24,9%	25,3%
Pozemky, budovy a zařízení + nehmotná aktiva - distribuce	2,2%	1,8%	1,7%	2,2%	2,7%
Pozemky, budovy a zařízení	28,3%	29,2%	28,9%	27,1%	27,9%
Nehmotná aktiva	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Investice v dveřinné společnosti	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%
Ostatní finanční aktiva	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,0%
Dlouhodobá aktiva	***29,1%***	***30,1%***	***29,8%***	***28,0%***	***28,2%***
Zásoby	5,3%	3,0%	2,0%	2,5%	2,3%
Obchodní a ostatní finanční pohledávky	13,3%	4,8%	2,7%	2,9%	22,3%
Ostatní nefinanční aktiva	17,1%	15,2%	14,3%	19,1%	13,2%
Daň z příjmu splatná	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty	35,2%	46,9%	51,2%	47,5%	34,0%
Krátkodobá aktiva	***70,9%***	***69,9%***	***70,2%***	***72,0%***	***71,8%***
Aktiva celkem	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**

Zdroj: Výroční zprávy Philip Morris ČR, vlastní výpočet

Tab. 8 Vertikální analýza aktiv

V rámci rozložení aktiv z více než 70 % stabilně převládají krátkodobá aktiva, což je způsobeno jak charakterem podnikání PM, jenž vyžaduje zásobu nákladných kolků vykazovaných jako ostatní nefinanční aktiva, tak nadměrným množstvím peněžních prostředků, které jsou indikací neefektivně alokovaného kapitálu. Výše držených peněžních prostředků je však značně ovlivněna nadcházející výplatou dividend. Patrný je nárůst zásob zboží a obchodních pohledávek z důvodu začínajícího distribuování IQOS, což bylo zmíněno již v rámci horizontální analýzy.

Zajímavostí je rok 2014, v němž podnik vykazoval značně vyšší objem pohledávek, především za spřízněnými stranami, což bylo způsobeno tehdejším obchodním modelem, kdy PM přímo exportoval svoje výrobky společnostem ve skupině. V daný rok byla také značně nižší výše ostatních nefinančních aktiv z důvodu změny sazby

spotřební daně s účinností od 1. 12. 2014, čímž byl potlačen efekt předzásobení k datu účetní závěrky o 30 dní později. Následující roky se oba parametry vrátily na svou běžnou úroveň. Celkové proporce struktury aktiv jsou v průběhu let stabilní.

PASIVA (k 31.12.) [mil. Kč]	**2018**	**2017**	**2016**	**2015**	**2014**
Základní kapitál	17,4%	17,8%	17,8%	18,5%	22,3%
Emisní ážio a ostatní příspěvky akcionářů	15,0%	15,4%	15,4%	16,1%	19,4%
Nerozdělený zisk	29,6%	24,8%	19,7%	18,8%	21,7%
Vlastní kapitál celkem	***62,0%***	***58,1%***	***52,8%***	***53,4%***	***63,4%***
Odložený daňový závazek	1,5%	1,3%	1,1%	1,2%	1,3%
Závazky z leasingu	0,5%	0,7%	0,7%	0,7%	1,3%
Dlouhodobé závazky	***2,0%***	***2,1%***	***1,8%***	***2,0%***	***2,7%***
Obchodní a ostatní finanční závazky	5,3%	8,1%	11,2%	10,6%	6,2%
Ostatní nefinanční závazky	1,2%	1,3%	1,1%	1,2%	1,6%
Závazky z leasingu	1,5%	0,9%	0,8%	1,1%	0,9%
Daň z příjmu splatná	0,9%	1,2%	0,8%	0,5%	0,0%
Ostatní daňové závazky	26,9%	28,1%	30,8%	30,8%	25,1%
Rezervy na krátkodobé závazky	0,2%	0,1%	0,2%	0,5%	0,2%
Přijaté půjčky	0,0%	0,2%	0,4%	0,0%	0,0%
Krátkodobé závazky	***36,0%***	***39,9%***	***45,3%***	***44,6%***	***34,0%***
Závazky celkem	***38,0%***	***41,9%***	***47,2%***	***46,6%***	***36,6%***
Pasiva celkem	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**

Zdroj: Výroční zprávy Philip Morris ČR, vlastní výpočet

Tab. 9 Vertikální analýza pasiv

Ve vztahu ke struktuře aktiv, kde je poměr dlouhodobého a krátkodobého majetku 28:72, nejeví se stávající struktura pasiv, v níž převládá dlouhodobý kapitál nad krátkodobým v poměru 65:35, jako nejefektivnější. Nicméně je nutné vzít v potaz dividendovou politiku společnosti, která dlouhodobě vyplácí téměř celý zisk akcionářům ve formě dividend. Po abstrahování části zisku určené na dividendy vychází poměr dlouhodobého kapitálu vůči krátkodobému přibližně 50:50, což také odpovídá rozložení vlastních a cizích zdrojů. PM tak ctí zlaté pravidlo vyrovnání rizika, které přesně tento poměr považuje za ideální. I tak lze považovat hospodaření PM spíše za konzervativnější, jelikož nastavená dividendová politika vyžaduje zadržování masivního objemu peněžních prostředků z výsledku hospodaření minulého roku po dobu alespoň 5 měsíců.

V krátkodobých pasivech dominují téměř z 30 % ostatní daňové závazky, což dává podniku výhodu bezúročného financování. Negativním faktorem je však snižování

relativního objemu obchodních závazků na pouhých 5 %, což již bylo avizováno jako nešťastné u horizontální analýzy.

5.4 Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát

Obdobným způsobem jako rozvaha bude analyzována horizontálně i vertikálně také výkaz zisků a ztrát. Výrobní divize PM změnila od 1. 1. 2015 provozní model a stala se pouze poskytovatelem výrobních služeb, čímž zmizela část tržeb dříve vykazovaná jako exporty. Z tohoto důvodu není změna velikosti tržeb ani výrobních nákladů v daném roce vypovídající.

Výkaz zisků a ztrát [mil. Kč]	2018		2017		2016		2015	
	Abs.	%	Abs.	%	Abs.	%	Abs.	%
Tržby	+1 794	+15%	+877	+8%	+649	+6%	-3 282	-24%
Náklady na prodané výrobky	+357	+6%	+47	+1%	+294	+5%	-3 558	-38%
Hrubý zisk	***+1 437***	***+25%***	***+830***	***+17%***	***+355***	***+8%***	***+276***	***+7%***
Odbytové náklady	+838	+121%	-100	-13%	-43	-5%	+17	+2%
Administrativní náklady	+174	+25%	+86	+14%	+9	+2%	-39	-6%
Ostatní výnosy	+7	+13%	-3	-5%	+3	+5%	-11	-16%
Ostatní provozní výnosy	-84	-49%	+133	+359%	-87	-70%	-8	-6%
Ostatní provozní náklady	-8	-7%	+38	+51%	+3	+4%	-47	-40%
Provozní zisk	***+356***	***+8%***	***+936***	***+27%***	***+302***	***+10%***	***+326***	***+12%***
Finanční výnosy	+29	-	0	-	-1	-100%	+1	-
Finanční náklady	+7	+64%	+2	+22%	+7	+350%	-2	-50%
Zisk před zdaněním	***+378***	***+9%***	***+934***	***+27%***	***+294***	***+9%***	***+329***	***+12%***
Daň z příjmu	+89	+11%	+169	+25%	+68	+11%	+53	+10%
Čistý zisk	***+289***	***+8%***	***+765***	***+28%***	***+226***	***+9%***	***+276***	***+12%***
Ostatní úplný výsledek	-	-	-	-	-	-	-	-
Úplný výsledek za rok celkem	**+289**	**+8%**	**+765**	**+28%**	**+226**	**+9%**	**+276**	**+12%**
Zisk na akcii	+105	+8%	+279	+28%	+82	+9%	+100	+12%

Zdroj: Výroční zprávy Philip Morris ČR, vlastní výpočet

Tab. 10 Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát

Bez výše zmíněného vlivu zaznamenává PM konstantně meziroční růst tržeb bez započtení spotřební daně a DPH o více než 5 %. V letech 2018 a 2017 je třeba mít na paměti efekt absence spotřební daně na tabákové náplně HEETS. Za předpokladu, že veškerá daňová úspora šla ve prospěch PM, byly tímto efektem navýšeny tržby o 363 mil. Kč v roce 2018, respektive o 49 mil. Kč o rok dříve. Pakliže extrahujeme tyto jednorázové faktory, zůstává trend vývoje tržeb i zisku nadále kladný. Za nárůsty tržeb stojí efektivní zdražování cigaret a v posledních dvou sledovaných obdobích primárně IQOS, jelikož tržby plynoucí pro PM z krabičky HEETS, která stojí finálního zákazníka 100 Kč, jsou cca 2,8krát vyšší než z cigaret o stejné prodejní ceně.

Velmi pozitivní zprávou je pomalejší trend nárůstu náklad na prodané zboží v čase, než je tomu u tržeb. Díky tomu dochází ke zvětšování hrubého zisku i hrubé marže. I zde dochází k určitému zkreslení při porovnávání s předchozími roky. Rovněž z důvodu IQOS, kde se kromě náplní HEETS prodává také elektronické zařízení a jeho příslušenství.

Rostoucí odbytové a administrativní náklady se pojí především k podpoře prodejů již zmiňovaného IQOS. Výkyvy ostatních provozních výnosů a nákladů ovlivňují zejména jednorázové ostatní výnosy a náklady, jejichž výše není příliš podstatná. Finanční výnosy i náklady obsahují primárně finanční nástroje na eliminaci kurzového rizika, kde se podniku daří generovat drobný zisk. Čistý zisk v průběhu času roste, a to zpravidla rychlejším tempem než tržby.

5.5 Vertikální analýza výkazu zisků a ztrát

V rámci vertikální analýzy jsou jednotlivé položky výkazu zisků a ztrát poměrně vztahovány k tržbám. Velmi pozitivním vývojem si prochází výše hrubé marže, která i po úpravě zmiňovaného efektu spotřební daně z HEETS vychází přes 50 %.

Výkaz zisků a ztrát [mil. Kč]	2018	2017	2016	2015	2014
Tržby	100%	100%	100%	100%	100%
Náklady na prodané výrobky	-47,4%	-51,6%	-55,4%	-56,1%	-68,8%
Hrubý zisk	***52,6%***	***48,4%***	***44,6%***	***43,9%***	***31,2%***
Odbytové náklady	-11,4%	-5,9%	-7,3%	-8,2%	-6,1%
Administrativní náklady	-6,4%	-5,9%	-5,6%	-5,8%	-4,7%
Ostatní výnosy	0,5%	0,5%	0,5%	0,6%	0,5%
Ostatní provozní výnosy	0,6%	1,5%	0,3%	1,2%	1,0%
Ostatní provozní náklady	-0,8%	-1,0%	-0,7%	-0,7%	-0,9%
Provozní zisk	***35,2%***	***37,5%***	***31,9%***	***31,0%***	***21,0%***
Finanční výnosy	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Finanční náklady	-0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%
Zisk před zdaněním	***35,2%***	***37,4%***	***31,8%***	***30,9%***	***20,9%***
Daň z příjmu	-6,9%	-7,2%	-6,2%	-5,9%	-4,1%
Čistý zisk	***28,4%***	***30,2%***	***25,6%***	***25,0%***	***16,9%***
Zisk na akcii	10,3%	11,0%	9,3%	9,1%	6,1%

Zdroj: Výroční zprávy Philip Morris ČR, vlastní výpočet

Tab. 11 Vertikální analýza výkazu zisků a ztrát

Provozní zisk také zaznamenává úspěšný vývoj, pouze v posledním sledovaném roce trpí na rostoucí odbytové a administrativní náklady. Minimálně v případě odbytových nákladů lze sice předpokládat nadále vyšší zastoupení kvůli potřebě

zvyšování povědomí o produktu, avšak delším časovém horizontu se očekává postupná konvergence ke dříve běžným 7-8 % z tržeb.

Odpisy dlouhodobého majetku tvoří stabilně necelou desetinu nákladů na prodané výrobky a nejsou tak významně důležitou položkou. Netto investice jsou ve sledovaném období meziročně kladné až na rok 2018, kdy došlo pouze k nepatrnému snížení dlouhodobých aktiv.

Jelikož podnik provádí distribuční a výrobní činnost, je účelné podívat se na oba útvary také odděleně. Celkově je podstatně výnosnější a profitabilnější aktivitou distribuční část podniku. Obě divize zaznamenávají v čase pozitivní vývoj sledovaných ukazatelů. Mezi-segmentové tržby reprezentují prodeje dceřiné společnosti na Slovensko.

	Distribuce					Výroba				
	2018	**2017**	**2016**	**2015**	**2014**	**2018**	**2017**	**2016**	**2015**	**2014**
Hrubé tržby	10 429	8 827	8 063	7 642	7 140	-	-	-	-	-
Mezi-segmentové tržby	-2 371	-2 368	-2 063	-2 000	-1 919	-	-	-	-	-
Poskytované služby	64	92	35	30	34	2 975	2 755	2 699	2 476	2 248
Externí tržby	**8 122**	**6 551**	**6 035**	**5 672**	**5 255**	**2 975**	**2 755**	**2 699**	**2 476**	**2 248**
Manažerský hrubý zisk	5 298	4 134	3 674	3 339	3 063	2 219	2 003	1 957	1 447	1 653
Manažerský provozní zisk	2 660	2 466	1 978	1 681	1 597	670	586	541	517	145
Manažerská hrubá marže	65%	63%	61%	59%	58%	75%	73%	73%	58%	74%
Manažerská provozní marže	33%	38%	33%	30%	30%	23%	21%	20%	21%	6%

Zdroj: Výroční zprávy Philip Morris ČR, vlastní výpočet

Tab. 12 Tržby distribuční a výrobní části podniku

5.6 Poměrové ukazatele

U poměrových ukazatelů se zaměřujeme především na jejich vývoj v čase a na srovnání s běžnými hodnotami daného odvětví, či celého hospodářství. Pro tyto účely poslouží data z finanční analýzy podnikové sféry za rok 2017, kterou vydává české Ministerstvo průmyslu a obchodu (MPO). Tato analýza bohužel neobsahuje odvětví, do kterého PM spadá, a lze tak využít pouze pro srovnání s celkovým trhem.

Pro přesnější představu o odvětvových standardech proto poslouží data z internetových stránek profesora Damodarana, který tabákové odvětví eviduje. Konkrétně budou použita data vztahující se k západní Evropě.

5.6.1 Ukazatele rentability

	2018	2017	2016	2015	2014
ROI	48,3%	48,8%	41,9%	39,6%	36,1%
ROE	39,0%	39,5%	33,9%	32,1%	29,0%
ROA	29,9%	28,4%	22,3%	21,2%	22,8%
ROS	28,4%	30,2%	25,6%	25,0%	16,9%

Zdroj: Výroční zprávy Philip Morris ČR, vlastní výpočet

Tab. 13 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability zaznamenávají relativně stabilní pozitivní vývoj a jejich samotná výše je uspokojivá. V kontextu dat MPO jsou výsledky dokonce až významně nadstandardní, jelikož ROE se zde běžně pohybuje kolem 12 % a ROA je na úrovni 8,5 %. V západní Evropě dosahovala průměrná ROI odvětví 30,21 % a ROE pouhých 12 %. Tudíž i v tomto ohledu působí PM jako mimořádně výkonný a výnosný podnik.

5.6.2 Ukazatele aktivity

	2018	2017	2016	2015	2014
Obrat aktiv	0,85	0,76	0,70	0,68	1,09
Doba obratu zásob	22,82	14,60	10,41	13,52	7,56
Doba splatnosti pohledávek	56,94	23,04	14,06	15,32	74,82
Doba splatnosti závazků	49,49	73,31	107,00	103,32	29,30

Zdroj: Výroční zprávy Philip Morris ČR, vlastní výpočet

Tab. 14 Ukazatele aktivity

Trend vývoje obratu aktiv je od roku 2015 pozitivní, avšak značně pod úrovní běžných hodnot v českém hospodářství, které mírně přesahuje hodnotu 1. Na vině je prodleva ve vyplacení výsledku hospodaření minulých let akcionářům, která navyšuje aktiva, avšak nepodílí se na generování tržeb.

Naopak negativním vývojem si prochází doba obratu zásob, která se značně zvyšuje. Primárním faktorem je zásobení výrobkem IQOS a jeho dalšího příslušenství, které se neprotáčí do tržeb stejně rychle jako klasické cigarety. S postupným růstem podílu IQOS na tržbách lze předpokládat, že hodnoty kolem 10 dní jako v dřívějších letech již dosahovány nebudou. Rentabilitu podniku to však v zásadním smyslu neovlivní.

Závazky i pohledávky jsou do značné míry ovlivňovány skupinovými potřebami, jelikož hlavním dodavatelem je PMI a významným odběratelem zase dceřiná společnost na Slovensku. Doba splatnosti pohledávek je v posledních letech negativně ovlivňována rovněž zejména distribucí IQOS. Nárůst výše pohledávek vůči spřízněným a třetím stranám je však rovnoměrný. Doba splatnosti pohledávek v roce 2014 je neporovnatelná s následujícími roky z důvodu jiného obchodního modelu ve výrobě.

Na straně splatnosti závazků jsou patrné značné výkyvy, právě z důvodu odběrů od mateřské společnosti. Výše závazků vůči spřízněným stranám se meziročně mění neúměrně ve vztahu k vývoji tržeb a stavu zásob. V posledním sledovaném roce přestala společnost využívat obchodní úvěr a začala ho naopak poskytovat. Skončila tedy situace, kdy doba splatnosti pohledávek byla nižší než doba splatnosti závazků, což je z hlediska financování negativní efekt, nicméně v tomto případě nikterak zdrcující.

5.6.3 Ukazatele zadluženosti

	2018	2017	2016	2015	2014
Cizí/vlastní kapitál	61,4%	72,2%	89,3%	87,3%	57,8%
Věřitelské riziko	38,0%	41,9%	47,2%	46,6%	36,6%
Úrokové krytí	263	398	383	1 571	704

Zdroj: Výroční zprávy Philip Morris ČR, vlastní výpočet

Tab. 15 Ukazatele zadluženosti

PM využívá především vlastní kapitál, což je výrazně ovlivněno zadržováním výsledku hospodaření předcházejícího roku za účelem vyplacením dividend, jak již bylo avizováno v rámci horizontální analýzy rozvahy. Pakliže abstrahujeme tento faktor, dostane se podnik mírně nad úroveň průměru českého hospodářství, který se pohybuje kolem 108 % cizího kapitálu vůči vlastním zdrojům.

Úročené cizí zdroje podniku jsou naprosto zanedbatelné. Podnik může navíc v rámci financování využívat výhody vyplývající ze členství ve skupině PMI. Financování podniku je celkově spíše konzervativnějšího rázu a kreditní riziko je velmi nízké, což potvrzuje i srovnání s přímými konkurenty na českém trhu, společnostmi BAT a IT, které zapojují cizí kapitál ve vyšší míře.

5.6.4 Ukazatele likvidity

	2018	2017	2016	2015	2014
Běžná likvidita	1,97	1,75	1,55	1,61	2,12
Pohotová likvidita	1,82	1,68	1,50	1,56	2,05
Okamžitá likvidita	0,98	1,18	1,13	1,06	1,00

Zdroj: Výroční zprávy Philip Morris ČR, vlastní výpočet

Tab. 16 Ukazatele likvidity

Konzervativnost se projevuje i v likviditě podniku, kdy peníze a peněžní ekvivalenty představují většinu oběžných aktiv. Hodnoty ukazatelů běžné a pohotové likvidity proto nepřekvapivě nabývají spíše vyšších hodnot. V případě běžné likvidity však zůstávají v obecně doporučované rozmezí 1,5 až 3 a převyšují průměr českých podniků, který je roven spodní hranici tohoto intervalu.

Pohotová i okamžitá likvidita pomyslné mantinely překračuje (1,5 pohotová a 0,2 běžná likvidita). Ukazatele běžné likvidity neklesnou pod obecné doporučovanou mez ani při abstrahování peněz alokovaných pro nadcházející výplatu dividend, což jen potvrzuje konzervativnost finančního řízení podniku a nepřipouští potenciální problémy s likviditou. PM se i v těchto případech nachází nad celorepublikovými průměry, které byly u těchto ukazatelů v roce 2017 na hodnotách 1,18 a 0,4.

5.6.5 Ukazatele kapitálového trhu

	2018	2017	2016	2015	2014
P/E	10,13	12,99	13,06	12,92	13,08
Shiller P/E	13,64	17,76	14,65	12,92	10,50
P/B	3,93	5,11	4,40	4,13	3,78
Zisk na akcii	1 391	1 286	1 007	925	825

Zdroj: Výroční zprávy Philip Morris ČR, vlastní výpočet

Tab. 17 Ukazatele kapitálového trhu

Ve vztahu k vykazovaným ziskům je PM kapitálovým trhem spíše podhodnocován. Hodnoty ukazatele P/E se na kapitálových trzích běžně pohybují v rozmezí 10 až 20, přičemž aktuální valuace se nachází podstatně blíže spodní hranici. Zisk na akcii za poslední roky rostl rychleji než samotná cena akcií, tudíž P/E klesalo.

Vzhledem ke stabilitě podnikání a nízké dynamice celého odvětví nabízí zajímavější pohled ukazatel Shiller P/E. Namísto kalkulování se ziskem daného roku zapojuje

tento nástroj o inflaci očištěný průměr zisků za posledních 10 let, čímž snižuje dopady ekonomických cyklů, které výsledky podnikání zpravidla dosti ovlivňují. Při porovnání klasického P/E a Shiller P/E je patrné, že poslední 3 roky vykazuje podnik spíše nadprůměrné zisky vůči historickým průměrům – P/E je nižší než Shiller P/E. Dlouhodobý průměr hodnoty Shiller P/E na indexu S&P 500 dosahuje hodnoty 16,47, takže stávající valuace značí mírné podhodnocení podniku (caperatio.com).

Naopak z pohledu tržní ceny akcií vůči účetní hodnotě vlastního kapitálu dosahuje PM spíše vyšších hodnot, než je momentálně na trhu běžné. Celosvětově je vlastní kapitál podniků z tabákového průmyslu v průměru oceňován násobkem 3,45, přičemž v západní Evropě je to pouhý 1,21násobek, avšak data jsou dostupná pouze za 6 podniků (Damodaran).

5.7 Bonitní a bankrotní modely

Jako doplňkových metod pro zhodnocení finančního zdraví podniku je využito Altmanovo Z-score a Index IN05.

5.7.1 Altmanovo Z-score

	2018	2017	2016	2015	2014
3,3x EBIT/Aktiva	0,99	0,94	0,74	0,70	0,75
1x Tržby/Aktiva	0,85	0,76	0,70	0,68	1,09
0,6x Tržní H VK/Účetní H CK	3,86	4,26	2,97	2,85	3,94
1,4x Zadržené výdělky/Aktiva	0,41	0,35	0,28	0,26	0,30
1,2x ČPK/Aktiva	0,42	0,36	0,30	0,33	0,45
Z-score	**6,53**	**6,66**	**4,98**	**4,82**	**6,54**

Zdroj: Výroční zprávy Philip Morris ČR, vlastní výpočet

Tab. 18 Altmanovo Z-score

Výsledné Z-score se ve všech sledovaných obdobích drží nad hranicí 2,99, která značí bezpečnou zónu a tedy vysokou pravděpodobnost přežití podniku. Za povšimnutí stojí fakt, že by k překonání oné hranice ve většině let stačil pouze ukazatel měřící tržní hodnotu vlastního kapitálu vůči účetní hodnotě kapitálu cizího. Výsledky tohoto modelu jsou celkem pochybné a nebude jim přisuzována významná důležitost.

5.7.2 Index IN05

	2018	2017	2016	2015	2014
0,13x Aktiva/Cizí kapitál	0,34	0,31	0,28	0,28	0,35
0,04x EBIT/nákladové úroky	10,52	15,92	15,30	62,82	28,15
3,97x EBIT/Aktiva	1,19	1,13	0,88	0,84	0,91
0,21x Tržby/Aktiva	0,18	0,16	0,15	0,14	0,23
0,09x Oběžná aktiva/Kr. závazky	0,09	0,07	0,05	0,06	0,10
Index IN05	**12,32**	**17,59**	**16,66**	**64,14**	**29,74**

Zdroj: Výroční zprávy Philip Morris ČR, vlastní výpočet

Tab. 19 Index IN05

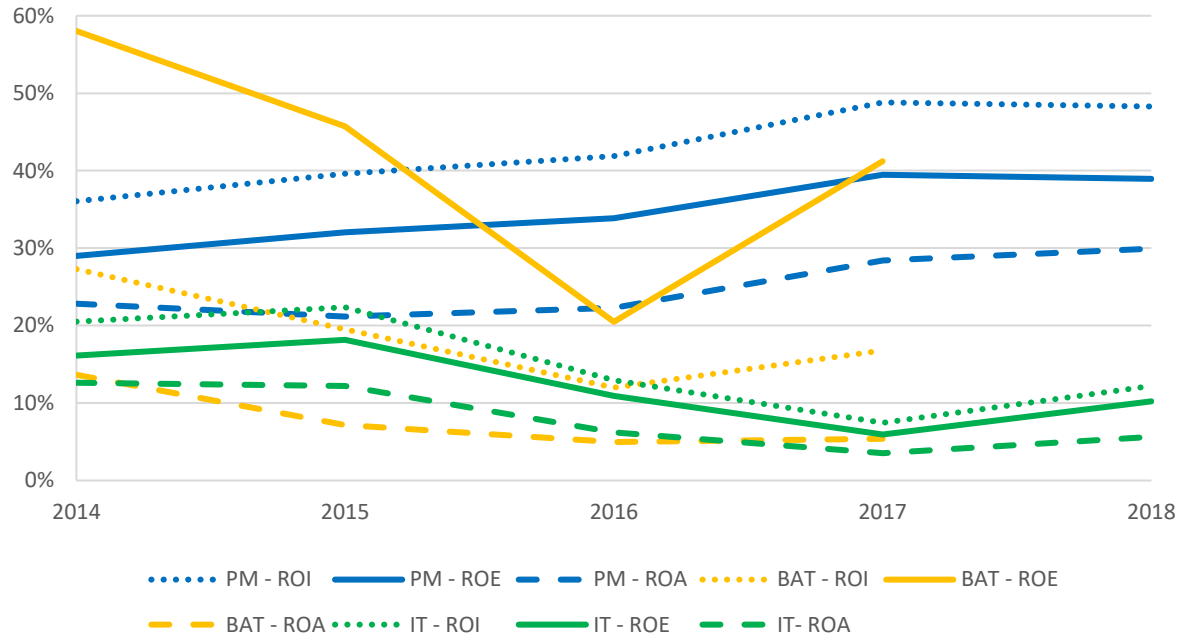
Rovněž v tomto modelu vychází PM jako finančně zdravý a tvořící hodnotu, jelikož ve všech letech značně převyšuje hodnota indexu výši 1,6. Výsledky jsou však primárně utvářeny skutečností naprosto minimálních nákladových úroků podniku. Ani tento model se nejeví jako vhodný pro zásadnější implementaci do prováděné finanční analýzy.

5.8 Porovnání s konkurencí

Největšími konkurenty PM na českém trhu jsou British American Tobacco a Imperial Tobacco, avšak oba působí pouze jako distributoři tabákových výrobků z produkce jejich mateřských společností. Zatímco portfolio PM tvoří v drtivé většině cigarety a vše spojené s IQOS, BAT i IT prodávají rovněž jemně řezaný tabák a další tabákové výrobky. Nicméně i u těchto společností tvoří cigarety valnou většinu tržeb.

Absence samotné výrobní činnosti konkurence částečně srovnání zkresluje. Oba podniky navíc při vykazování tržeb zahrnují spotřební daň, což způsobuje praktickou neporovnatelnost tržeb s PM. IT má ke všemu rozvahový den 30. září a nikoliv na konci kalendářního roku. Výroční zpráva BAT za rok 2018 není v době psaní této práce veřejně dostupná.

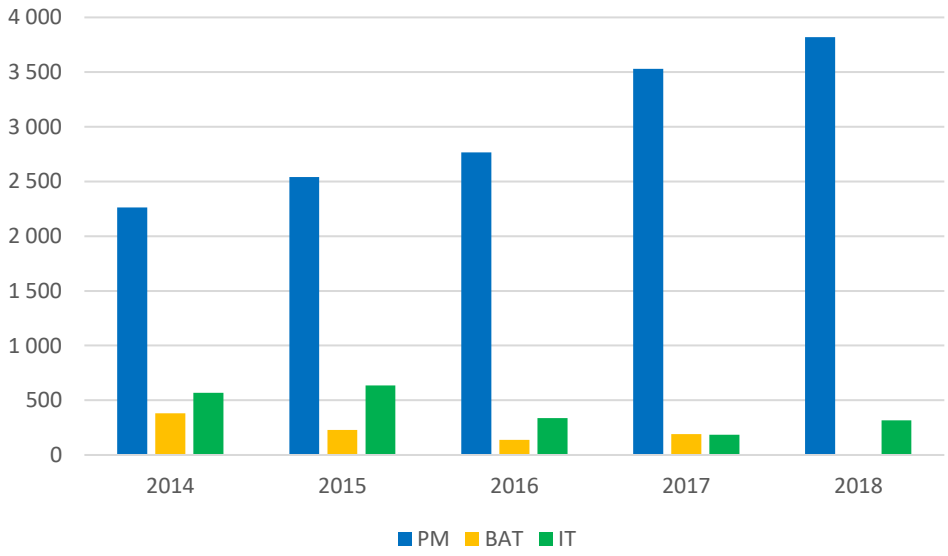
Z grafu, který zobrazuje ROI, ROE a ROA jednotlivých společností, je dobře čitelná významně vyšší efektivita PM nad svými konkurenty. Pouze z hlediska ROE dokáže společnost BAT vyniknout. Takového výsledku je dosaženo díky řádově vyšší úrovni zadlužení, než mají ostatní podniky. BAT zapojuje 12krát více cizího kapitálu než vlastních zdrojů díky půjčkám od spřízněných osob. U konkurence navíc v průběhu času dochází spíše ke zhoršování těchto ukazatelů, kdežto PM své výsledky zlepšuje.



Zdroj: Výroční zprávy daných podniků, vlastní výpočet

Obr. 11 Porovnání rentability PM s konkurencí

Hlavními důvody pro takovouto konkurenční výhodu je spojení dominantního tržního podílu PM, který optimalizuje výnosovou i nákladovou strukturu, a zaměření na prémiovější segment výrobků oproti konkurenci, což dovoluje podniku generovat vyšší marže.



Zdroj: Výroční zprávy daných podniků, vlastní zpracování

Obr. 12 Porovnání výše zisků v mil. Kč

Nepřekvapí potom pohled na celkovou výši zisku po zdanění, v němž PM dosahuje řádově vyšších částek. Výrobní úsek přitom generuje přibližně pouze pětinu celkového výsledku hospodaření PM. Konkurenti navíc nejsou schopni meziročně navyšovat svůj vykazovaný zisk tak jako PM.

5.9 Dividendová politika

Jelikož fungování PM zpravidla nevyžaduje významné investice do budoucího rozvoje podnikání, nemá potřebu zisk minulého období reinvestovat a vyplácí jej v podobě dividendy. Za posledních 10 let bylo vyplaceno na dividendách dokonce téměř o 600 mil. Kč více, než podnik svou činností vydělal. Částečně za to může zrušení zákonné povinnosti držení rezervního fondu v roce 2014, který byl v plné výši 549 mil. Kč převeden do zisku minulých let a následně vyplacen na dividendách. Toto mírné snížení vlastního kapitálu v průběhu let má za následek větší využití finanční páky a tím i vyšší návratnost vlastního kapitálu.

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Čistý zisk v min. roce (mil. Kč)	3 531	2 766	2 540	2 264	2 249	2 430	2 543	2 387	2 147	1 534
Vyplaceno na dividendách (mil. Kč)	2 965	2 745	2 526	2 416	2 251	2 471	2 526	3 406	2 141	1 537
Výplatní poměr	84,0%	99,3%	99,5%	106,7%	100,1%	101,7%	99,4%	142,6%	99,7%	100,2%
Dividenda na akcii	1 080	1 000	920	880	820	900	920	1 260	780	560
Zisk na akcii v min. roce	1 286	1 007	925	825	819	885	926	884	782	559

Zdroj: Výroční zprávy Philip Morris ČR, vlastní zpracování

Tab. 20 Přehled výplat dividend v letech 2009-2018

Společnost však vyplácí dividendu s ohledem na budoucí investiční plány, což bylo patrné v roce 2018, kdy činil výplatní poměr pouze 84 %. Důvodem bylo plánované zvýšení nákladů na marketing produktu IQOS, kvůli čemuž si PM ponechal kapitálový polštář. Zadržený zisk byl však vyplacen hned následující rok, jelikož se ukázal jako neúměrně velký.

V rámci dividend je potřebné se zaměřit kromě zisku také na peněžní toky a podstatu jejich zdroje. Čistě provozní činností dokáže PM vygenerovat přes 5,4 bil. Kč, což vyplacené dividendy pohodlně pokrývá. Tento ukazatel navíc postupem času dynamicky roste. Meziročně však během posledních dvou let došlo ke snížení čistých peněžních toků z provozní činnosti, což bylo zapříčiněno především nárůstem pracovního kapitálu, primárně zásob a pohledávek, za čímž opět stojí IQOS. Ve zmiňovaných letech šlo také k celkovému snížení peněžních prostředků,

což však není potřeba vnímat negativně, došlo spíše k návratu na plauzibilnější částku po masivním nárůstu v roce 2015.

	2018	2017	2016	2015	2014
Peněžní toky z provozní činnosti před změnami prac. kapitálu	5 437	4 921	4 019	3 581	3 279
Čisté peněžní toky z provozní činnosti	1 939	2 662	4 442	6 257	2 201
Čistá změna peněžních toků	-1 638	-657	815	2 861	-710
Vyplacené dividendy	-2 965	-2 745	-2 526	-2 416	-2 251

Zdroj: Výroční zprávy Philip Morris ČR, vlastní zpracování

Tab. 21 Přehled cashflow

Do budoucna lze očekávat zachování této konzervativní dividendové politiky s tím, že kumulace výsledků hospodaření minulých let nebude nikterak zásadně nabývat na objemu, aby se nezhoršovala efektivita využití vlastního kapitálu.

6 Finanční plán

Před sestavením samotného finančního plánu je potřeba upravit historické výkazy o provozně zbytná aktiva, zkalkulovat korigovaný provozní výsledek hospodaření a posléze identifikovat generátory hodnoty. Prognóza vývoje generátorů hodnot a z nich vyplývající finanční plán má dvě fáze. Plán bude sestaven pro první fázi ocenění, tedy pro z období 2019 až 2023.

6.1 Provozně nutná a provozně zbytná aktiva

Nejprve je třeba vyčlenit provozně nenutná aktiva, která nejsou nezbytná k hlavní provozní činnosti podniku. K tomuto majetku se váže jiná úroveň rizika a případně navíc negeneruje žádné peněžní toky, díky čemuž by byla oceňovaná společnost podhodnocena.

Dlouhodobá aktiva

V rámci dlouhodobého majetku drží podnik pozemky, budovy, zařízení a nehmotná aktiva, která jsou určena výhradně pro hlavní podnikatelskou činnost. Jinak je tomu s vykazovaným podílem v dceřiné společnosti na Slovensku, který pro aktivity podniku nezbytný není, a dojde tak k jeho separátnímu ocenění. Položka ostatních dlouhodobých finančních aktiv není podnikem nijak blíže specifikovaná, avšak dá se předpokládat, že se také jedná o provozně zbytné aktivum.

Krátkodobá aktiva

Podnik drží zásoby, kolky i obchodní a ostatní finanční pohledávky pouze pro svou provozní činnost a zůstanou tak evidovány v rámci oběžného majetku v plné výši. Položka peníze a peněžní ekvivalenty však úpravu vyžaduje, jelikož v sobě zahrnuje budoucí dividendy akcionářům, k jejíž výplatě dojde v květnu 2019. Částka určená pro tyto účely činí 4,393 mld. Kč. Po vyjmutí těchto finančních prostředků zůstane podniku obnos, který představuje 21 % krátkodobých závazků, což se dá označit za vhodnou výši, a další úprava této rozvahové položky tak není potřeba.

6.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Korigovaný provozní výsledek hospodaření je oproštěn o jednorázové výnosy a náklady, jež nesouvisejí s hlavní provozní činností podniku. Běžně se jedná o prodej dlouhodobého hmotného majetku a materiálu, finanční výnosy a náklady

nevztahující se k provozní činnosti. V případě PM jsou tyto částky téměř zanedbatelné a největší položkou v tomto očištění jsou přijaté dividendy. V roce 2014 došlo k prodeji výrobního materiálu, což však díky novému obchodnímu modelu již není možné.

	2018	2017	2016	2015	2014
PVH před zdaněním	4 735	4 379	3 443	3 141	2 815
Zisk z prodeje pozemků, budov a zařízení	3	7	12	10	7
Zisk z prodeje materiálu	-	-	-	-	37
Přijaté dividendy	63	56	59	56	67
KPVH před zdaněním	4 669	4 316	3 372	3 075	2 704
Daň z příjmu	887	820	641	584	514
KPVH po zdanění	**3 782**	**3 496**	**2 731**	**2 491**	**2 190**

Zdroj: Výroční zprávy Philip Morris ČR, vlastní výpočet

Tab. 22 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

6.3 Generátory hodnoty

Mezi hlavní determinanty generování hodnoty podnikem patří tempo růstu tržeb, zisková marže, která je v této práci stanovena shora i zdola, investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a do provozně nutného pracovního kapitálu.

6.3.1 Prognóza tempa růstu tržeb

Vzhledem k existenci dvou odlišných provozních úseků podniku dojde k predikci tržeb na jejich úrovni a následně budou tyto premisy agregovány do odhadu celkových tržeb podniku.

Distribuce

Při odhadu nastávajících tržeb došlo ke zohlednění několika faktorů. Velikost celkového trhu cigaret se poslední roky pohybovala nad úrovní 20 mld. prodaných kusů a poslední dva sledované roky došlo k mírným nárůstům díky uvedení výrobků na bázi zahřívaného tabáku. V nadcházejících letech se dá očekávat oscilace celkového trhu kolem stávající úrovně s tím, že zahřívaný tabák bude získávat tržní podíl na úkor cigaret.

Ještě před zavedením IQOS na trh v roce 2017, dokázal PM meziročně navyšovat tržeb o cca 6 % navzdory klesajícímu tržnímu podílu a všeobecně spíše stagnujícímu celkovému trhu, což nasvědčuje o schopnosti PM účinně zdražovat své produkty. Do budoucna model počítá konzervativněji spíše s mírnou stagnací

tržeb za samotné cigarety, především díky stoupající preferenci výrobků se zahřívaným tabákem.

Poslední dva sledované roky zaznamenaly strmý nárůst tržeb díky HEETS pro IQOS, na které se nevztahovala spotřební daň. Hlavním motorem růstu tržeb v nadcházejících letech budou právě HEETS a IQOS s veškerým příslušenstvím. Současný tržní podíl 2,6 % a 226 000 registrovaných uživatelů v zemi, kde kouří více než 2 mil. lidí, skýtá stále značný prostor pro vyšší penetraci trhu. Sám PM má za cíl kompletně přetransformovat trh na kouření zahřívaného tabáku a BAT také očekává postupné získávání tržního podílu pro své Glo. Navyšování tržního podílu o dva procentní body ročně tak vypadá jako realistický cíl. V modelu je však z opatrnostních důvodů počítáno s meziročními přírůstky tržního podílu IQOS o 1,5 p. b.

Navzdory spotřební dani, která je platná s účinností od dubna 2019, si HEETS udržují řádově vyšší marže než cigarety, a tak meziroční nárůst tržního podílu o 1,5 p. b. by měl znamenat navýšení tržeb pro PM o více než 850 milionů pouze za HEETS. Efekt mimořádných příjmů v letech 2017 až první čtvrtletí 2019 díky absenci spotřební daně na HEETS byl při kalkulaci zohledněn.

Při predikci tržeb bylo myšleno také na legislativní změny a na makroekonomické vlivy. Parlament ČR projednává návrh na zvýšení spotřební daně z tabáku a tabákových výrobků v roce 2020 až o 10 %, což by pravděpodobně znamenalo jednak předzásobení na konci roku 2019, dále nižší odbyt cigaret v roce následujícím a podpoření inklinace kuřáků k HEETS, jichž se změna tak drasticky nedotkne. Makroekonomické ochlazení, které je v nejbližších letech očekávatelné, je promítnuto do roku 2021. Mělo by však mít za následek pouze zpomalení růstu tržeb a nikoliv samotný propad, a to především díky rostoucímu tržnímu podílu HEETS.

Výroba

Výrobní služby zaznamenaly v posledních letech příjemný nárůst tržeb a tento trend by měl do budoucna pokračovat. Hlavním důvodem je výrobní strategie PMI, které přestavuje výrobní linky v Rumunsku, Itálii a Řecku na produkci HEETS. Díky tomu se přesune část výroby klasických cigaret také do Kutné Hory. PM významně investoval do rozšíření výroby v roce 2009 a dále také v roce 2016, avšak informace

o stávající vytíženosti a maximální kapacitě výroby bez dodatečných investic není veřejně dostupná. V modelu je proto kalkulováno s navýšením produkce spíše konzervativněji.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Tržby - Distribuce [mil. Kč]	7 174	7 672	8 098	8 919	10 493	11 437	12 238	12 360	13 226	14 019
Tempo růstu tržeb - Distribuce	-	6,9%	5,6%	10,1%	17,6%	9,0%	7,0%	1,0%	7,0%	6,0%
Tržby - Výroba [mil. Kč]	2 248	2 476	2 699	2 755	2 975	3 154	3 311	3 344	3 478	3 582
Tempo růstu tržeb - Výroba	-	10,1%	9,0%	2,1%	8,0%	6,0%	5,0%	1,0%	4,0%	3,0%
Celkové tržby [mil. Kč]	**9 422**	**10 148**	**10 797**	**11 674**	**13 468**	**14 591**	**15 549**	**15 705**	**16 704**	**17 602**
Tempo růstu celkových tržeb	-	7,7%	6,4%	8,1%	15,4%	8,3%	6,6%	1,0%	6,4%	5,4%

Zdroj: Výroční zprávy Philip Morris ČR, vlastní výpočet

Tab. 23 Prognóza tempa růstu tržeb

Celkové tržby v prvních letech prognózy předpokládají zachování nastoleného růstového trendu a postupně konvergují k pokračujícím hodnotám druhé fáze finančního plánu.

6.3.2 Prognóza ziskové marže shora

Při predikci průběhu ziskové marže jsou klíčové výstupy ze strategické analýzy. Z jejich závěrů vyplývá tendence nárůstu prodejů výrobků fungujících na bázi zahřívaného tabáku. Tato skutečnost indikuje pozitivní dopad na podnikové marže především díky nižší daňové zátěži spojené s těmito produkty. V budoucích letech tedy konzervativní scénář počítá s posilováním ziskové marže korigovaného provozního výsledku hospodaření před odpisy a zdaněním nad úroveň 40 %.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Tržby	9 422	10 148	10 797	11 674	13 468	14 591	15 549	15 705	16 704	17 602
KPVH před odpisy a zdaněním	3 233	3 541	3 906	4 902	5 336	5 791	6 204	6 196	6 783	7 269
Zisková marže	**34,3%**	**34,9%**	**36,2%**	**42,0%**	**39,6%**	**39,7%**	**39,9%**	**39,5%**	**40,6%**	**41,3%**

Zdroj: Výroční zprávy Philip Morris ČR, vlastní výpočet

Tab. 24 Prognóza ziskové marže shora v mil. Kč

6.3.3 Prognóza ziskové marže zdola

Sestavení projekce ziskové marže zdola ověřuje plauzibilitu předchozí metody a doplňuje ji o detailnější pohled na KPVH. Na uplynulých letech je dobře pozorovatelný dopad IQOS do nákladů na prodané výrobky, kdy během dvou let došlo k relativnímu poklesu těchto nákladů vůči tržbám z 50,5 % na 42,5 %. Tento trend by měl v nadcházejících letech díky rostoucím tržním podílům IQOS

přetrvávat. Avšak spíše pozvolnějším tempem, částečně z důvodu vyššího zdanění od dubna 2019 a zároveň díky rostoucím výrobním službám, u kterých podnik generuje nižší marže než v distribuci. Výrobní úsek je navíc citlivější na výkyvy cen vstupních zdrojů. Právě na poli cen elektrické energie lze předpokládat v blízké budoucnost spíše růstový trend, což se negativně odrazí ve výrobních nákladech podniku.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Tržby	**9 422**	**10 148**	**10 797**	**11 674**	**13 468**	**14 591**	**15 549**	**15 705**	**16 704**	**17 602**
Náklady na prodané výrobky	-4 709	-5 222	-5 448	-5 443	-5 719	-6 057	-6 406	-6 431	-6 797	-7 129
% z tržeb	*-50,0%*	*-51,5%*	*-50,5%*	*-46,6%*	*-42,5%*	*-41,5%*	*-41,2%*	*-40,9%*	*-40,7%*	*-40,5%*
Hrubý zisk	4 713	4 926	5 349	6 231	7 749	8 534	9 143	9 274	9 907	10 473
% z tržeb	*50,0%*	*48,5%*	*49,5%*	*53,4%*	*57,5%*	*58,5%*	*58,8%*	*59,1%*	*59,3%*	*59,5%*
Odbytové náklady	-818	-835	-792	-692	-1 530	-1 736	-1 866	-1 932	-2 004	-2 024
% z tržeb	*-8,7%*	*-8,2%*	*-7,3%*	*-5,9%*	*-11,4%*	*-11,9%*	*-12,0%*	*-12,3%*	*-12,0%*	*-11,5%*
Administrativní náklady	-632	-593	-602	-688	-862	-948	-1 011	-1 005	-1 052	-1 109
% z tržeb	*-6,7%*	*-5,8%*	*-5,6%*	*-5,9%*	*-6,4%*	*-6,5%*	*-6,5%*	*-6,4%*	*-6,3%*	*-6,3%*
Ostatní provozní výnosy	88	114	25	163	83	73	62	31	67	53
% z tržeb	0,9%	1,1%	0,2%	1,4%	0,6%	0,5%	0,4%	0,2%	0,4%	0,3%
Ostatní provozní náklady	-118	-71	-74	-112	-104	-131	-124	-173	-134	-123
% z tržeb	-1,3%	-0,7%	-0,7%	-1,0%	-0,8%	-0,9%	-0,8%	-1,1%	-0,8%	-0,7%
KPVH před odpisy a zdaněním	***3 233***	***3 541***	***3 906***	***4 902***	***5 336***	***5 791***	***6 204***	***6 196***	***6 783***	***7 269***
Zisková marže	**34,3%**	**34,9%**	**36,2%**	**42,0%**	**39,6%**	**39,7%**	**39,9%**	**39,5%**	**40,6%**	**41,3%**

Zdroj: Výroční zprávy Philip Morris ČR, vlastní výpočet

Tab. 25 Prognóza ziskové marže zdola v mil. Kč

Růst odbytů IQOS je v současnosti vykoupen vyššími odbytovými náklady, které by měly v nadcházejících letech poměrně vůči tržbám nadále mírně růst. S rostoucím tržním podílem tohoto produktu lze však postupem času očekávat relativní pokles těchto výdajů k hodnotám kolem 10 % z tržeb. Administrativní náklady trpí především na zvyšování mezd, které v poslední době nabralo na akceleraci. Do budoucna lze však předpokládat spíše pomalejší tempo růstu, nežli budou zaznamenávat samotné tržby. Ostatní provozní výnosy a náklady jsou tvořeny zejména kurzovými zisky a ztrátami, které po započtení mají na KVPH minimální dopad. V modelu je uvažován dosti konzervativní scénář, totiž že podnik bude na těchto transakcích mírně prodělávat.

6.3.4 Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku

Provozně nutný dlouhodobý majetek se sestává především z pozemků, budov a zařízeních sloužících výrobním potřebám PM. Průběžné investice do těchto aktiv jsou nezbytné pro kvalitní budoucí fungování produkčního úseku společnosti.

Dlouhodobý majetek určený pro distribuční část podniku se sestává z velké části ze skladů, výpočetní techniky a dopravních prostředků pronajatých na základě leasingových služeb, což dovoluje vyšší flexibilitu vůči podnikovým potřebám. Rovněž je u tohoto majetku potřeba počítat s průběžnými investicemi, v tomto případě však převážně ve formě leasingových splátek.

Projekce investic vychází z analýzy investic v uplynulých letech, u nichž je sledován koeficient náročnosti tržeb na investice do dlouhodobého majetku. Tento ukazatel udává procentní poměr brutto investic na tržbách v daném roce. Historicky lze u společnosti pozorovat hodnoty tohoto parametru kolem 6 %, přičemž v letech 2015 a 2016 dosahoval hodnot o 4 p. b. vyšší, z důvodu investic do výrobního závodu v Kutné Hoře.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Pozemky, budovy a stavby	**561**	**517**	**580**	**554**	**515**	**515**	**519**	**526**	**536**	**549**
Brutto Investice	82	26	140	68	50	90	95	100	105	110
Odpisy	-76	-70	-77	-94	-89	-90	-91	-93	-95	-97
Vyřazení majetku	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Netto Investice	5	-44	63	-26	-39	0	4	7	10	13
Dopravní prostředky, stroje a zařízení	**2 342**	**2 393**	**2 330**	**3 191**	**3 137**	**3 187**	**3 267**	**3 412**	**3 507**	**3 542**
Brutto Investice	848	452	530	1 469	678	760	850	900	910	915
Odpisy	-437	-385	-446	-523	-598	-630	-645	-665	-675	-685
Vyřazení majetku a opravné položky	-14	-16	-147	-85	-134	-80	-125	-90	-140	-195
Netto Investice	397	51	-63	861	-54	50	80	145	95	35
Inventář a vybavení	**7**	**6**	**7**	**7**	**13**	**15**	**15**	**17**	**18**	**18**
Brutto Investice	7	1	3	2	9	5	4	6	5	5
Odpisy	-7	-2	-2	-2	-3	-3	-4	-4	-4	-5
Netto Investice	0	-1	1	0	6	2	0	2	1	0
Ostatní (leasing, poskytnuté zálohy)	**540**	**1 116**	**1 566**	**755**	**819**	**879**	**899**	**839**	**809**	**819**
Brutto Investice	-355	576	450	185	407	400	390	280	120	90
Převody	0	0	0	-996	-343	-340	-370	-340	-150	-80
Netto Investice	-355	576	450	-811	64	60	20	-60	-30	10
Provozně nutná dlouhodobá aktiva	**3 450**	**4 032**	**4 483**	**4 507**	**4 484**	**4 596**	**4 700**	**4 794**	**4 870**	**4 928**

Brutto investice	582	1 055	1 123	728	801	915	969	946	990	1 040
Tržby	9 422	10 148	10 797	11 674	13 468	14 591	15 549	15 705	16 704	17 602
Koeficient náročnosti tržeb na investice	6,2%	10,4%	10,4%	6,2%	5,9%	6,3%	6,2%	6,0%	5,9%	5,9%

Odpisy	-520	-457	-525	-619	-690	-723	-740	-762	-774	-787
Odpisy/PN dlouhodobá aktiva	-15,1%	-11,3%	-11,7%	-13,7%	-15,4%	-15,7%	-15,7%	-15,9%	-15,9%	-16,0%

Zdroj: Výroční zprávy Philip Morris ČR, vlastní výpočet

Tab. 26 Prognóza investic do provozně nutných dlouhodobých aktiv v mil. Kč

V projekci je brán v potaz na potřebu investic do výrobního závodu kvůli navýšení její produkce. Hlavní investice do rozšíření kapacit výrobních linek má již podnik za sebou, a nejedná se tudíž o dramatické nárůsty a v dlouhodobém horizontu by měly postačovat jen mírně kladné netto investice. Jak je patrné z tabulky níže, stávající klíčová výrobní zařízení nevyžadují v nejbližších letech významné reinvestice.

(v milionech Kč)	Doba užívání (roky)	2018	2017
Strojní zařízení ke zpracování tabáku (zůstatková hodnota)	5	0	1
	8	19	34
	15	203	207
Celkem strojní zařízení ke zpracování tabáku		**222**	**242**
Strojní zařízení k výrobě a balení cigaret (zůstatková hodnota)	5	92	201
	8	767	790
	15	1 619	1 495
Celkem strojní zařízení k výrobě a balení cigaret		**2 478**	**2 486**

Zdroj: Výroční zpráva Philip Morris ČR za rok 2018

Tab. 27 Stav výrobních zařízení

Rovněž je zohledněn fakt rostoucích tržeb zejména díky vyšší marži na IQOS, který by měl zvyšovat svůj tržní podíl na úkor cigaret. Pro takto získané tržby nejsou dodatečné investice potřeba, což by mělo koeficient spíše snižovat. Z opatrnostních důvodů je však uvažováno nejprve mírné zvýšení tohoto koeficientu a posléze konvergence k dříve běžným hodnotám.

Model rovněž vymezuje výši očekávaných odpisů, u kterých je brán v potaz historický vývoj v poměru k dlouhodobým aktivům. Poslední roky odpisy relativně vůči provozně nutným dlouhodobým aktivům rostly, což bylo způsobeno právě kvůli investicím do výrobních kapacit. Projekce počítá se zpomalením tohoto trendu v nadcházejících letech a ustálení kolem hodnoty 16 %.

6.3.5 Investice do provozně nutného pracovního kapitálu

Provozně nutný pracovní kapitál je tvořen provozně nutnými oběžnými aktivy a krátkodobými závazky, které nemají explicitně stanovený náklad. Na základě analýzy historického vývoje dob obratu jednotlivých položek je sestavena projekce provozně nutného kapitálu pro nadcházející období.

Doba obratu zásob meziročně roste z důvodu distribuce IQOS, kde PM vyvíjí tlak na co největší penetraci tohoto výrobku, takže zajišťuje maximální dostupnost tohoto produktu i za cenu vyšších zásob. Navíc IQOS na sebe neváže pouze tabákové náplně, ale také elektronická zařízení včetně jejich příslušenství, jež mají vyšší nominální hodnoty než cigarety. Doba obratu těchto výrobků je navíc delší než u cigaret, což platí především u nabízeného příslušenství, které má svá specifika jako barvu, obrazce atd. Z těchto důvodů lze očekávat postupné prodlužování doby obratu zásob přibližně ke 40 dnům.

Obchodní a ostatní finanční pohledávky rovněž zaznamenávají prodlužování dob splatnosti, a to z obdobných důvodů. Může za to především vyšší nominální hodnota IQOS, příslušenství, které nemá tak vysokou obrátkovost, díky čemuž dostávají obchodníci lepší platební podmínky, aby navíc byli více motivováni výrobek prodávat. Dá se tak předpokládat postupné zvyšování tohoto ukazatele na úroveň 65 dnů. Rok 2014 není pro srovnání relevantní, jelikož je ještě ovlivněn starým výrobním modelem podniku.

Ostatní nefinanční aktiva jsou zastoupena primárně kolky, které nese nakoupené zboží. Jelikož jsou HEETS zatíženy nižší spotřební daní než cigarety, dá se předpokládat relativní pokles této položky vůči tržbám. V modelu je počítáno s předzásobením na konci roku 2019, z důvodu pravděpodobného skokového zvýšení spotřební daně nadcházející rok. Poté by se doba obratu měla vrátit na původní úroveň 73 dnů a dále pozvolna klesat.

Peněžními prostředky podnik historicky disponuje ve vysoké míře i po extrahování vyplácené dividendy. V posledním sledovaném roce se však poměr provozně nutných peněžních prostředků vůči krátkodobým závazkům přiblížil ideální hodnotě 0,2. Do budoucna je provozně nutné množství peněžních prostředků vztahováno právě k této hodnotě, vše navíc je vykazováno separátně jako provozně nenutné peněžní prostředky.

V krátkodobých neúročených závazcích drtivě převládají daňové závazky z titulu spotřební daně. U nich se očekává v prvním roce navýšení kvůli předzásobení a následný pokles k původní úrovni 115 dní doby obratu, jež však bude relativně postupně klesat, především díky nižšímu daňovému zatížení IQOS. Další významnou položkou krátkodobých závazků jsou obchodní a ostatní závazky, které

se v posledních letech významně snižovaly až na dobu obratu necelých 23 dní. Díky stále většímu zapojení kapitálu do zásob a obchodních pohledávek se podniku snižuje likvidita a aby mohl nadále vyplácet štědré dividendy, potřebuje buď prodloužit dobu splatnosti svých závazků, nebo si vzít úvěr. Jelikož je hlavním dodavatelem mateřská společnost PMI a podnik může využívat skupinového cashpoolingu, budou dodány potřebné peníze tak jako tak ze skupiny PMI. Model kalkuluje s variantou, že dodatečná likvidita bude dodána skrze navýšení závazků, které se navrátí k plauzibilnějším hodnotám dob jejich obratu. Pokud by pokud by k tomuto významnému navýšení závazků dojít nemohlo, nebo došlo jen částečně, dodatečné náklady na cashpooling by se neměly pohybovat v částkách, jež by významně ovlivnily výsledky hospodaření.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Zásoby [mil. Kč]	278	376	308	467	842	1 079	1 321	1 420	1 556	1 688
Doba obratu	7,6	13,5	10,4	14,6	22,8	27,0	31,0	33,0	34,0	35,0
Obchodní a ostatní finanční pohledávky [mil. Kč]	2 753	426	416	737	2 101	2 359	2 641	2 754	3 020	3 279
Doba splatnosti	74,8	15,3	14,1	23,0	56,9	59,0	62,0	64,0	66,0	68,0
Ostatní nefinanční aktiva [mil. Kč]	1 626	2 835	2 208	2 339	2 702	3 997	3 110	3 012	3 066	3 135
Doba obratu	44,2	102,0	74,6	73,1	73,2	100,0	73,0	70,0	67,0	65,0
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty [mil. Kč]	1 769	4 525	5 172	4 265	1 173	1 574	1 473	1 487	1 584	1 671
Podíl na krátkodobých závazcích	0,42	0,68	0,74	0,69	0,21	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Obchodní a ostatní finanční závazky [mil. Kč]	769	1 577	1 724	1 246	844	1 559	1 747	1 850	2 105	2 315
Doba obratu	29,8	56,7	58,3	39,0	22,9	39,0	41,0	43,0	46,0	48,0
Ostatní nefinanční závazky [mil. Kč]	191	173	172	202	184	200	213	258	275	289
Doba obratu	7,4	6,2	5,8	6,3	5,0	5,0	5,0	6,0	6,0	6,0
Daň z příjmu splatná [mil. Kč]	0	70	131	187	146	192	208	206	228	246
Doba obratu	0,0	2,5	4,4	5,8	4,0	4,8	4,9	4,8	5,0	5,1
Ostatní daňové závazky [mil. Kč]	3 092	4 567	4 764	4 330	4 251	5 596	4 814	4 733	4 897	5 063
Doba obratu	119,8	164,3	161,1	135,4	115,2	140,0	113,0	110,0	107,0	105,0
Rezervy na krátkodobé závazky [mil. Kč]	26	68	38	14	32	40	85	86	92	96
Doba obratu	1,0	2,4	1,3	0,4	0,9	1,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Pracovní kapitál [mil. Kč]	**2 348**	**1 707**	**1 275**	**1 829**	**1 361**	**1 421**	**1 478**	**1 539**	**1 630**	**1 762**
Investice do pracovního kapitálu [mil. Kč]	-	-641	-432	554	-468	60	57	60	91	132

Zdroj: Výroční zprávy Philip Morris ČR, vlastní výpočet

Tab. 28 Prognóza investic do provozně nutného pracovního kapitálu v mil. Kč

Investice do pracovního kapitálu jsou při výše rozebíraném navýšení obchodních a ostatních finančních závazků minimální, což dovoluje podniku nadále uplatňovat dividendovou politiku vyplácení většiny zisku akcionářům.

6.4 Finanční plán

Finanční plán pro první fázi ocenění vychází z identifikovaných generátorů hodnoty. Plán je tvořen výkazem zisků a ztrát, rozvahou a přehledem o peněžních tocích.

6.4.1 Projekce výkazu zisků a ztrát

Jelikož podnik využívá úročených cizích zdrojů minimálně, jsou veškeré podstatné vstupy převzaty z provedené analýzy generátorů hodnot. Finanční náklady a výnosy jsou navázány na skupinový cashpooling, kde se dá do budoucna očekávat převaha potřeby půjčování peněz. Jak již bylo avizováno ve vztahu s prodloužením doby splatnosti obchodních závazků, dodatečné nálady na cashpooling by ovlivnily výsledek hospodaření v řádu nižších desítek milionů korun, což by při projektovaných ziscích nebylo materiální.

	2019	2020	2021	2022	2023
Tržby	14 591	15 549	15 705	16 704	17 602
Náklady na prodané výrobky před odpisy	-6 057	-6 406	-6 431	-6 797	-7 129
Odpisy	-723	-740	-762	-774	-787
Hrubý zisk	7 811	8 403	8 512	9 133	9 686
Odbytové náklady	-1 736	-1 866	-1 932	-2 004	-2 024
Administrativní náklady	-948	-1 011	-1 005	-1 052	-1 109
Ostatní provozní výnosy	73	62	31	67	53
Ostatní provozní náklady	-131	-124	-173	-134	-123
KPVH	**5 068**	**5 464**	**5 434**	**6 009**	**6 482**
Finanční výnosy	18	20	23	25	27
Finanční náklady	-21	-23	-25	-27	-30
VH před zdaněním	5 065	5 461	5 432	6 007	6 479
Daň z příjmu	-962	-1 038	-1 032	-1 141	-1 231
VH po zdanění	**4 102**	**4 424**	**4 400**	**4 866**	**5 248**

Zdroj: Vlastní výpočet

Tab. 29 Projekce výkazu zisků a ztrát v mil. Kč

6.4.2 Projekce rozvahy

Jediné položky aktiv, které se naváží na již provedené analýzy, jsou nehmotná aktiva, investice v dceřiné společnosti a ostatní finanční aktiva. Nehmotná aktiva ani ostatní finanční aktiva nejsou ve výroční zprávě blíže popsána a dodatečné investice do dceřiné společnosti na Slovensku nejsou plánovány. Navíc výše těchto položek není významná, jejich výše jsou proto převzaty z roku 2018 a zůstávají v průběhu let zachovány. Ostatní položky vycházejí z předešlých analýz generátorů hodnoty.

V rámci vlastního kapitálu byly beze změny převzaty a zachovány hodnoty základního kapitálu a emisního ážia. Nerozdělený zisk vyplývá z dosažených výsledků hospodaření snížený o vyplacené dividendy. Za posledních deset let vyplatil PM na dividendách 104 % vygenerovaného zisku, přičemž výplatní poměr

konstantně osciloval kolem 100 %. Díky tlakům na zvyšování provozně nutného kapitálu na straně aktiv nelze očekávat další snižování objemu vlastního kapitálu. Proto je v nadcházejících letech počítáno s výplatním poměrem 97 %.

Odložený daňový závazek je poměrně odvozen z výsledku hospodaření minulého roku, kdy v minulosti představoval přibližně 7 % dosaženého zisku. Podnik díky dodané likviditě skrze obchodní závazky nevykazuje žádné přijaté půjčky.

Aktiva	2019	2020	2021	2022	2023
Pozemky, budovy a zařízení + nehmotná aktiva - výroba	4 218	4 309	4 382	4 441	4 482
Pozemky, budovy a zařízení + nehmotná aktiva - distribuce	378	391	412	429	446
Pozemky, budovy a zařízení	4 596	4 700	4 794	4 870	4 928
Nehmotná aktiva	4	4	4	4	4
Investice v dveřinné společnosti	19	19	19	19	19
Ostatní finanční aktiva	107	107	107	107	107
Dlouhodobá aktiva	***4 726***	***4 830***	***4 924***	***5 000***	***5 058***
Zásoby	1 079	1 321	1 420	1 556	1 688
Obchodní a ostatní finanční pohledávky	2 359	2 641	2 754	3 020	3 279
Ostatní nefinanční aktiva	3 997	3 110	3 012	3 066	3 135
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty - provozně nutné	1 574	1 473	1 487	1 584	1 671
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty - provozně nenutné	4 006	4 350	4 357	4 821	5 230
Krátkodobá aktiva	***13 015***	***12 894***	***13 029***	***14 047***	***15 003***
Aktiva celkem	**17 741**	**17 724**	**17 953**	**19 047**	**20 061**

Pasiva	2019	2020	2021	2022	2023
Základní kapitál	2 745	2745	2745	2745	2745
Emisní ážio a ostatní příspěvky akcionářů	2 374	2374	2374	2374	2374
Nerozdělený zisk	4 396	4 840	4 949	5 547	6 075
Vlastní kapitál celkem	***9 515***	***9 959***	***10 068***	***10 666***	***11 194***
Odložený daňový závazek	267	287	310	308	341
Závazky z leasingu	91	114	141	154	173
Dlouhodobé závazky	***358***	***401***	***451***	***462***	***514***
Obchodní a ostatní finanční závazky	1 559	1 747	1 850	2 105	2 315
Ostatní nefinanční závazky	200	213	258	275	289
Závazky z leasingu	280	298	301	323	343
Daň z příjmu splatná	192	208	206	228	246
Ostatní daňové závazky	5 596	4 814	4 733	4 897	5 063
Rezervy na krátkodobé závazky	40	85	86	92	96
Přijaté půjčky	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	***7 868***	***7 364***	***7 435***	***7 919***	***8 353***
Závazky celkem	***8 226***	***7 766***	***7 885***	***8 381***	***8 867***
Pasiva celkem	**17 741**	**17 725**	**17 953**	**19 047**	**20 061**

Zdroj: Vlastní výpočet

Tab. 30 Projekce rozvahy

6.4.3 Projekce přehledu o peněžních tocích

V rámci projekce peněžních toků je důležité hlídat dostatečnou likviditu, která zabezpečí bezproblémový chod společnosti i výplatu dividend. Díky rostoucím nárokům na zásoby a pohledávky je důležitá již propíraná výše obchodních závazků, ta však může být suplována krátkodobými úvěry v rámci cashpoolingu, aniž by došlo k významným dopadům do výsledku hospodaření.

	2019	2020	2021	2022	2023
Počáteční stav peněz	**5 566**	**5 574**	**5 794**	**5 782**	**6 312**
VH po zdanění	+4 102	+4 424	+4 400	+4 866	+5 248
Odpisy	+723	+740	+762	+774	+787
ZS opravných položek a rezerv	+80	+125	+90	+140	+195
ZS pohledávek	-258	-283	-112	-267	-259
ZS závazků	+905	+404	+184	+410	+396
ZS zásob	-237	-241	-99	-136	-132
Investice do DM - brutto	-915	-969	-946	-990	-1 040
Vyplacené dividendy	-4 393	-3 979	-4 291	-4 268	-4 720
Čisté zvýšení/snížení peněžních prostředků	+8	+220	-13	+530	+475
Konečný stav peněz	**5 574**	**5 794**	**5 782**	**6 312**	**6 787**

Provozně nuté peněžní prostředky	1 574	1 473	1 487	1 584	1 671
Peněžní prostředky bez plánovaných dividend	1 595	1 504	1 514	1 592	1 696

Zdroj: Vlastní výpočet

Tab. 31 Projekce přehledu o peněžních tocích

6.5 Poměrové ukazatele finančního plánu

Z analýzy poměrových ukazatelů finančního plánu je ve vztahu k historickým ukazatelům patrný stoupající nárůst rentability. Zejména ROI a ROE zaznamenává značné zlepšení už v roce 2019, především díky vyplacené dividendě, která převyšovala zisk minulého roku, díky čemuž došlo ke snížení vlastního kapitálu o téměř 300 mil. Kč.

Poměr cizího a vlastního kapitálu se od prvního roku projekce navrací na dřívější hodnoty kolem 80 %, což reflektuje zvýšení obchodních závazků z důvodu zajištění potřebné likvidity. Věřitelské riziko zůstává na velmi nízké úrovni a úrokové krytí je více než dostatečné. V rámci likvidity počítá plán s trochu agresivnější politikou, než podnik doposud praktikoval. Díky dostupnosti cashpoolingu není účelné zadržovat nadbytečné peněžní prostředky, jelikož se snižuje rentabilita investovaného kapitálu.

Podnik vykazuje dostatečné finanční zdraví a dlouhodobou udržitelnost svého podnikání. Pokud nedojde k významně negativnímu externímu vlivu v podobě makroekonomických událostí nebo legislativních změn, lze od PM očekávat posilování svého postavení na trhu.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
ROI	34,9%	38,3%	40,7%	47,5%	46,8%	51,3%	52,7%	51,7%	53,9%	55,4%
ROE	29,0%	32,1%	33,9%	39,5%	39,0%	43,1%	44,4%	43,7%	45,6%	46,9%
ROA	22,8%	21,2%	22,3%	28,4%	29,9%	28,6%	30,8%	30,3%	31,5%	32,3%
ROS	16,9%	25,0%	25,6%	30,2%	28,4%	28,1%	28,4%	28,0%	29,1%	29,8%

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Obrat aktiv	1,09	0,68	0,70	0,76	0,85	0,82	0,88	0,87	0,88	0,88
Doba obratu zásob	7,56	13,52	10,41	14,60	22,82	27,00	31,00	33,00	34,00	35,00
Doba splatnosti pohledávek	74,82	15,32	14,06	23,04	56,94	59,00	62,00	64,00	66,00	68,00
Doba obratu obchodních závazků	29,79	56,72	58,28	38,96	22,87	39,00	41,00	43,00	46,00	48,00

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Cizí/vlastní kapitál	57,8%	87,3%	89,3%	72,2%	61,4%	86,5%	78,0%	78,3%	78,6%	79,2%
Věřitelské riziko	36,6%	46,6%	47,2%	41,9%	38,0%	46,4%	43,8%	43,9%	44,0%	44,2%
Úrokové krytí	704	1 571	383	398	263	241	238	217	223	216

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Běžná likvidita	2,12	1,61	1,55	1,75	1,97	1,65	1,75	1,75	1,77	1,80
Pohotová likvidita	2,05	1,56	1,50	1,68	1,82	1,52	1,57	1,56	1,58	1,59
Okamžitá likvidita	1,00	1,06	1,13	1,18	0,98	0,71	0,79	0,79	0,81	0,83

Zdroj: Vlastní výpočet

Tab. 32 Poměrové ukazatele finančního plánu

7 Stanovení hodnoty podniku Philip Morris ČR a.s.

Finální kapitola této práce je věnována samotnému ocenění podniku PM, a to primárně výnosovými metodami, které nejvěrněji zobrazují hodnotu podniku, u něhož se očekává neomezená doba fungování. Stanovená hodnota se ve všech případech vztahuje k 1. 1. 2019. Na konci této kapitoly dochází k porovnání vypočtených hodnot s tržním ohodnocením podniku k danému datu.

7.1 Model DCF

Výpočet hodnoty podniku postavený na principu volných peněžních toků je v tomto případě nejúčelnější provádět na úrovni equity (FCFE), neboť úročené cizí zdroje jsou naprosto marginální. FCFE navíc lépe uspokojuje potřebu ocenění, což je stanovení hodnoty akcie pro drobného investora.

Výpočet se skládá ze dvou fází, přičemž první vychází z provedeného finančního plánu pro roky 2019 až 2023. Druhá fáze představuje období 2024 až nekonečno. Jako diskontní míra jsou použity náklady vlastního kapitálu, jejichž výše je stanovena modelem oceňování kapitálových aktiv (CAPM).

7.1.1 Diskontní míra

Náklady vlastního kapitálu představují výnosová očekávání akcionářů, přičemž je třeba přihlížet k alternativním investicím a míře podstupovaného rizika. Jako nejvhodnější nástroj pro stanovení nákladů kapitálu je model CAPM, který pracuje s tzv. bezrizikovou mírou výnosnosti, k níž se přičítá tržní riziková prémie očištěná o volatilitu daného tržního segmentu. Jak již bylo uvedeno v teoretické části této práce, výpočet diskontní míry dle CAPM je následující.

$$Diskontní\ míra = bezriziková\ míra + \ tržní\ riziková\ prémie * koeficient\ \beta$$

Vzhledem k absenci dostatečně reprezentativního trhu s cennými papíry v ČR bude využito tržních dat z USA upravených o rizikovou přirážku země. Za bezrizikovou míru výnosnosti tak bude stanovená na základě 20letých amerických státních dluhopisů, jejichž míra výnosnosti ke 31. 12. 2018 byla 2,87 % (U.S. Department of the Treasury). Tržní riziková prémie amerického kapitálového trhu a koeficient β pro tabákový sektor v USA jsou převzaty z databáze profesora Damodarana. Ze stejného zdroje pochází riziková prémie ČR. Jelikož podnik využívá úročeného

cizího kapitálu pouze přechodně v rámci cashpoolingu, je v modelu počítáno přímo s nezadluženou β.

Model CAPM reflektuje pouze systematické riziko a je proto vhodné zvlášť zohlednit rizika specifická. V případě PM je největším rizikem majoritní vlastník PMI. Ze členství v silné nadnárodní skupině plyne řada výhod a synergií, avšak jakožto držitel 77,6 % všech akcií společnosti může PMI rozhodovat bez ohledu na další akcionáře, což se může projevit např. při rozhodování o výplatě dividend. Z titulu tohoto rizika budou výsledné náklady vlastního kapitálu navýšeny o 1,5 p. b.

Naopak specifickou výhodou PM je likvidita akcií kotovaných na burze, která je ve srovnání s trhem v USA sice podstatně nižší, ale i tak dává možnost akcie relativně rychle přeměnit na peníze. Toto pozitivum však není do požadované míry nákladů vlastního kapitálu promítnuto.

Stanovení nákladů vlastního kapitálu	
Bezriziková výnosová míra	2,87%
Tržní riziková prémie kapitálového trhu USA	5,92%
Nezadlužená β tabákového sektoru v USA	1,09
+	
Riziková prémie země	0,98%
+	
Diskont za minoritu	1,50%
=	
11,80%	

Zdroj: Vlastní zpracování

Tab. 33 Stanovení nákladů vlastního kapitálu

Odpovídající požadovaná míra výnosnosti akcionářů je ve výši 11,80 %.

7.1.2 Volné peněžní toky pro vlastníky

Výpočet volných peněžních toků pro vlastníky vychází z výnosů generovaných provozně nutným dlouhodobým majetkem a pracovním kapitálem, k jehož vymezení došlo v rámci analýzy generátorů hodnoty. Bází pro kalkulaci těchto toků v první fázi je korigovaný provozní výsledek hospodaření před zdaněním, u něhož dochází k potřebným korekcím. Nejprve je tento předpokládaný výsledek hospodaření zdaněn a následně navýšen o náklady, které nemají charakter výdajů, tedy o odpisy. Zároveň je třeba odečíst výdaje, které se nestanou v účetním obdobím nákladem, což představují investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního

kapitálu. Jelikož podnik využívá zpoplatněný cizí kapitál ve formě operativního leasingu, jde meziroční nárůst těchto závazků ve prospěch peněžních toků pro vlastníky. Leasingové splátky jsou již započítány v korigovaném výsledku hospodaření a není je již proto potřeba zohledňovat. Výsledné peněžní toky je nutné ještě diskontovat požadovanou mírou výnosnosti pro vlastníky na současnou hodnotu.

	2019	2020	2021	2022	2023
KPVH před zdaněním	5 068	5 464	5 434	6 009	6 482
Daň z KPVH	-963	-1 038	-1 032	-1 142	-1 232
KPVH po zdanění	4 105	4 426	4 401	4 868	5 251
Odpisy	+723	+740	+762	+774	+787
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	-112	-104	-94	-76	-58
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	-60	-57	-60	-91	-132
Navýšení leasingových závazků	+52	+41	+30	+35	+40
Volné peněžní toky pro vlastníky	**4 708**	**5 046**	**5 039**	**5 509**	**5 887**
Diskontované volné peněžní toky pro vlastníky	**4 211**	**4 037**	**3 606**	**3 526**	**3 370**

Zdroj: Vlastní zpracování

Tab. 34 Volné peněžní toky pro vlastníky v 1. fázi

7.1.3 Hodnota podniku dle DCFE

Ke stanovení hodnoty podniku je nutné vyčíslit hodnotu peněžních toků pro druhou fázi, k jejímuž výpočtu lze použít parametrický nebo Gordonův vzorec. Jako vhodnější se v tomto případě jeví vzorec Gordonův, který předpokládá stabilní a trvalý růst volného peněžního toku, na rozdíl od vzorce parametrického, jenž připisuje veškerý přírůstek zisku investicím do provozně nutných aktiv. Hlavním generátorem růstu tržeb je primárně předpokládaný přechod kuřáků na IQOS, což se neodvíjí od podnikových investic do provozně nutného majetku.

Pro výpočet pokračující hodnoty Gordonovým vzorcem je třeba stanovit předpokládané tempo růstu FCFE. Peněžní toky v první fázi predikce narůstají o 7-9 %, což však nelze považovat za udržitelné tempo. Jako odpovídající se jeví přibližně poloviční meziroční nárůsty FCFE, tedy 4 %. Nyní již jsou známé všechny potřebné vstupy pro dosazení do Gordonova vzorce, výslednou hodnotu je však ještě diskontovat na současnou hodnotu.

$$Pokračující\ hodnota = \frac{FCFE_{T+1}}{diskontní\ míra - tempo\ růstu}$$

Kromě stanovení současné hodnoty budoucích peněžních toků je pro ocenění také nutné vymezit provozně nutný a provozně zbytný majetek, což bylo učiněno v rámci analýzy generátorů hodnoty. Provozně nenutná aktiva představují především peněžní prostředky zadržované pro výplatu dividend. Dlouhodobá ostatní finanční aktiva nejsou ve výroční zprávě podniku blíže specifikována, avšak jejich výše je zcela marginální. Mezi neprovozní majetek byla zařazena také dceřiná společnost na Slovensku, která je v rozvaze vykazována v hodnotě 19 mil. Kč. Tato valuace neodpovídá realitě, jelikož pouze dividendy, které PM z této společnosti každoročně čerpá, přesahují stabilně 50 mil. Kč. Reálná hodnota vlastnického podílu se tak pohybuje v mnohonásobně vyšších hodnotách, avšak pro účely ocenění PM bude kalkulováno s vykazovanou účetní hodnotou.

Hodnota podniku k datu ocenění je rovna součtu daných peněžních toků a hodnotou provozně nepotřebných aktiv, což určuje valuaci podniku na úrovni 52,96 mld. Kč, neboli hodnotu jedné akcie na 19 292 Kč. Nutno poznamenat, že tato částka reflektuje hodnotu pro drobné investory, nikoliv pro mateřskou společnost PMI, která má z daného podniku vyšší užitnou hodnotu a také jiné nároky na výnosnost vlastního kapitálu.

	Současná hodnota [mil. Kč]
DCFE - 1. fáze	18 749
DCFE - 2. fáze	29 696
Provozně nepotřebný majetek	4 519
Celkem	**52 964**
Hodnota akcie [Kč]	**19 292**

Zdroj: Vlastní zpracování

Tab. 35 Hodnota podniku Philip Morris ČR dle DCFE

7.2 Dividendový diskontní model

Dividendový diskontní model není pro ocenění podniku obecně příliš vhodný, jelikož samotné dividendy jsou pouze částečným výsledkem podnikových činností a navíc jsou ovlivněné investičními potřebami a příležitostmi. V případě PM a pro daný účel ocenění však má své opodstatnění. Dividendová politika PM je dlouhodobě stabilní a dané podnikání není významně náročné na investice. Jak již bylo zmíněno dříve, za posledních 10 let vyplatil PM na dividendách průměrně 104 % vygenerovaného

zisku, přičemž výplatní poměr konstantně osciloval kolem 100 %. Do budoucna je však počítáno s výplatním poměrem 97 %, primárně kvůli potřebě navyšování provozně nutného pracovního kapitálu. Jedinou výjimkou je rok 2019, kdy je výše vyplacených dividend již známá a dosahuje 115 % výsledku hospodaření minulého roku.

Dividendové toky i jejich diskontované hodnoty v první fázi ocenění jsou zobrazeny v tab. 36.

	2019	2020	2021	2022	2023
VH min. roku po zdanění	3 820	4 102	4 424	4 400	4 866
Dividendové toky	4 393	3 979	4 291	4 268	4 720
Diskontované dividendové toky	**3 929**	**3 184**	**3 070**	**2 731**	**2 702**

Zdroj: Vlastní zpracování

Tab. 36 Dividendové toky v 1. fázi

Druhá fáze je vypočtena na stejném principu jako DCFE pomocí Gordonova vzorce. Tempo růstu bylo ustanoveno shodně na 4 %. Samotná hodnota podniku je pak součtem první a druhé fáze, provozně nepotřebný majetek se nebere v potaz.

	Současná hodnota [mil. Kč]
DDM - 1.fáze	5 688
DDM - 2.fáze	36 013
Hodnota podniku	**41 701**
Hodnota akcie [Kč]	**15 190**

Zdroj: Vlastní zpracování

Tab. 37 Hodnota podniku Philip Morris ČR dle DDM

7.3 Účetní hodnota podniku

Tato naprosto elementární metoda stanovení hodnoty podniku má pouze doplňkový charakter. Nezohledňuje totiž budoucí užitek podniku jako celku a vykazované položky jsou oceněny historickými cenami, které neodrážejí jejich reálnou hodnotu.

Dle účetních výkazů byla účetní hodnota vlastního kapitálu PM ke dni 1. 1. 2019 ve výši 9,8 mld. Kč, což představuje hodnotu jedné akcie na úrovni 3 571 Kč.

7.4 Tržní hodnota podniku

Díky obchodovatelnosti části akcií na pražské burze cenných papírů je dostupná informace o tržní kapitalizaci podniku k příslušnému datu. Poslední dostupná cena jednotlivých akcií k 1. 1. 2019 byla 14 080 Kč, což znamenalo ohodnocení vlastního kapitálu společnosti PM na 38,66 mld. Kč (Burza cenných papírů Praha).

7.5 Srovnání jednotlivých hodnot podniku

Nejplauzibilnější aplikovaná metoda, tím pádem i její výsledné hodnoty, je DCF equity. Nejvěrněji zahrnuje očekávání budoucího vývoje na základě ověřených historických dat, narozdíl od metody tržní hodnoty, jelikož účastníci trhu neměli v daný den k dispozici výsledky za rok 2018. Nemohli proto vyhodnotit úspěšnost či neúspěšnost prosazování IQOS na trhu. Tento výrobek byl přitom v rámci této práce shledán jako rozhodující faktor pro dynamický růst tržeb a zlepšování marže v nadcházejících letech. Rozdíl mezi těmito hodnotami je také způsoben subjektivním očekáváním budoucích výkonů společnosti.

Diskontní dividendový model vykazuje nižší výsledná čísla vůči DCF equity, především díky opomenutí provozně nepotřebného majetku a reinvestice části zisku. Pro konzervativnějšího investora, zajímajícího se primárně o dividendové výnosy z investice, však můžou výstupy DDM představovat záchytné body, u kterých dochází k naplnění jeho výnosových očekávání pouze skrze dividendy.

Jelikož je u podniku naplněn předpoklad going concern, nemá účetní hodnota vlastního kapitálu patřičnou relevanci. Díky nulové implementaci očekávání budoucího vývoje jsou její výstupy oproti zbylým metodám významně podhodnoceny.

	Hodnota podniku [mld. Kč]	Hodnota akcie [Kč]
DCF equity	52,96	19 292
DDM	41,70	15 190
Tržní hodnota	38,66	14 080
Účetní hodnota	9,81	3 571

Zdroj: Vlastní zpracování

Tab. 38 Srovnání jednotlivých hodnot podniku

Závěr

K dosažení cíle stanovit hodnotu podniku Philip Morris ČR a.s. k 1. 1. 2019 z pohledu drobného investora bylo použito několika metod. Jakožto nejrelevantnější přístup bylo identifikováno DCF equity, které nejvěrněji zahrnuje budoucí výkonnost podniku, ačkoliv je značně ovlivněno subjektivními předpoklady. Zajímavým doplněním tohoto výstupu je vzhledem k charakteru účelu ocenění také diskontní dividendový model, jenž reflektuje potřeby potenciální investora ohledně průběžných peněžních toků z investice ve formě dividend.

Strategická analýza identifikovala klíčové faktory odvětví a trendy budoucího vývoje. Dominantními vliv na spotřebu tabákových výrobků mají jednoznačně legislativní omezení, která se snaží reagovat na zdravotní aspekty používání tabákových výrobků, zejména skrze omezování míst přípustných ke kouření a spotřební daň. PM ve svém portfoliu disponuje výrobkem IQOS, díky kterému se účinně omezují dopady těchto problémů, jelikož IQOS není postižen plošným zákonem kouření a vztahuje se na něj podstatně nižší daň než na klasické cigarety. Pozitivním faktorem pro PM je implementace systému Track and Trace tabákových výrobků v evropském prostoru, jejímž důsledkem by mělo být omezení pašování a padělání cigaret. Touto nelegální činností je postižena především značka Marlboro, kde PM utíkají nezanedbatelné tržby.

Finanční analýza potvrdila silnou výnosovou schopnost podniku, avšak poukázala na nepříznivý vývoj z hlediska likvidity. V posledních obdobích docházelo k nárůstu zadržování kapitálu v zásobách a pohledávkách, a to díky pronikání IQOS na trh. Významné zlepšení se v těchto položkách v nadcházejících letech očekávat nedá. Podniku se zároveň zkracuje doba splatnosti závazků, což vytváří nepříznivý tlak na likviditu ve vztahu k výplatě dividend. Aby si podnik zachoval schopnost vyplácení štědré dividendy, bude muset do budoucna prodloužit splatnost svých závazků ke dříve běžným hodnotám, nebo více využívat úvěrů v rámci cashpoolingu. Jelikož je primárním dodavatelem mateřská společnost, nejeví se prodloužení splatnosti závazků jako nerealistické.

Na základě predikce vývoje generátorů hodnot byl sestaven finanční plán, jenž byl hlavním výstupem pro samotné ocenění podniku výnosovými metodami, které stanovují hodnotu podniku nejvěrněji. Pro zpřesnění výsledků by bylo vhodné

ocenění dceřiné společnosti hodnotou reálnou namísto účetní, která plně nereflektuje přínosy pramenící z její držby.

Primárním faktorem stojícím za očekávaným růstem tržeb a zlepšování marže je postupné přecházení kuřáků na zařízení IQOS. Jedná se o výrobek významně snižující negativní zdravotní důsledky kouření, přičemž zážitek pro kuřáka není významně omezen. Vzhledem ke společenským trendům směrem ke zdravějšímu životnímu stylu je nárůst obliby takovýchto způsobů kouření jen otázkou času. Nakloněná je těmto tabákovým výrobkům také legislativa, která na ně uvaluje podstatně nižší spotřební daň než na klasické cigarety. Jelikož PM zvolil nacenění na úrovni stávajících cigaret, putuje k PM z jedné prodané krabičky náplní HEETS přibližně 2,8krát více peněz než při prodeji krabičky cigaret o stejné ceně. Toto radikální zvýšení tržeb se promítá také do marže a ziskovost podniku v posledních letech strmě stoupala. Očekávaný vývoj profitability PM je tak veskrze pozitivní, pokud legislativa nebo jiné okolnosti neučiní tomuto stavu přítrž.

Seznam literatury

Odborné publikace

HÁLEK, Vítězslav. *Non-financial indicators in the valuation process*. London: Sciemcee Publishing, 2016. ISBN 978-0-9935191-2-3.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-529-1.

KPMG Project Sun 2017

KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty.* Praha: Grada, 2009. ISBN 978-80-247-2865-0.

MAGRETTA, Joan. *Understanding Michael Porter: the essential guide to competition and strategy.* Boston, Mass.: Harvard Business Review Press, 2012. ISBN 978-1-4221-6059-9.

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy.* 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI.* Přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2005. ISBN 80-86119-61-0.

PALEPU, Krishna G. *Business Analysis and Valuation: Text and Cases. IFRS Edition*. 2nd Edition. Andover: South-Western Cengage Learning, 2010. ISBN 978-1-4080-1749-4.

SEDLÁČKOVÁ, Helena. Strategická analýza. Praha: C.H. Beck, 2000. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-422-8.

Právní předpisy

International Valuation Standards 2017. Dostupné z: www.cas.org.cn/docs/2017-01/20170120142445588690.pdf

Nařízení Komise (ES) č. 800/2008 ze dne 6. srpna 2008, příloha č. 1

WP Handbuch 2002, IDW Standard S1 2005

§ 502 Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník

Výroční zprávy

Výroční zprávy společnosti Philip Morris ČR a.s. za období 2018-2008

Výroční zprávy společnosti British American Tobacco (Czech Reoublic), s.r.o. za období 2017-2013

Výroční zprávy společnosti Imperial Tobacco ČR, s.r.o. za období 2018-2013

Elektronické zdroje

Burza cenných papírů Praha [online].
Dostupné z: www.pse.cz/udaje-o-trhu/akcie/historicka-data/?ISIN=CS0008418869

Český statistický úřad [online].
Dostupné z: www.czso.cz/csu/czso/cri/prumerne-mzdy-2-ctvrtleti-2017

ČTK [online]. Dostupné z: www.ceskenoviny.cz/zpravy/v-zemich-eu-ktere-drive-omezily-koureni-ubyva-kuraku-rychleji/1738112

Česká televize [online].
Dostupné z: www.ct24.ceskatelevize.cz/ekonomika/2116425-az-zacne-platit-zakaz-koureni-trh-s-cigaretami-se-propadne-ale-kuraci-se-vrati

Damodaran [online].
Dostupné z: www.pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html

Forum24.cz [online]. Dostupné z: www.forum24.cz/lifestyle/2018/09/25/iqos-dostava-konkurenci-vyrobce-lucky-strike-predstavil-sve-zahrivaci-cigarety-glo/

MF Dnes [online]. Dostupné z: www.idnes.cz/ekonomika/domaci/cigarety-iqos-glo.A180926_429172_ekonomika_fih

Ministerstvo průmyslu a obchodu [online].
Dostupné z: www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/financni-analyza-podnikove-sfery-za-rok-2017--237570/

Ipsos – průzkum výdajů za tabákové výrobky [online].
Dostupné z: www.novinky.cz/finance/429406-prumerny-kurak-za-cigarety-utrati-15-tisic-korun-rocne.html

Iqoshop.cz [online]. Dostupné z: www.iqoshop.cz/iqos-online-shop/

IQOSmag.com [online]. Dostupné z: www.my-iqos.cz/Z-ceho-se-sklada-cigaretova-napln-HEETS-pro-IQOS-obsahuje-skutecny-tabak--A_6439

Hospodářské noviny [online].
Dostupné z: www.archiv.ihned.cz/c1-65792240-tabakovy-prumysl-se-meni-misto-cigaret-sazi-na-techniku-tezit-z-toho-bude-i-kutna-hora

Lidové noviny [online]. Dostupné z: www.lidovky.cz/byznys/firmy-a-trhy/byznys-s-kourenim-bez-dymu-roste.A181229_123652_firmy-trhy_ele

Ministerstvo financí ČR [online].
Dostupné z: www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2019/makroekonomicka-predikce-duben-2019-34882

U.S. Department of the Treasury [online].
Dostupné z: www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=longtermrateYear&year=2018

Seznam obrázků a tabulek

Seznam obrázků

Obr. 1 PESTLE analýza 27

Obr. 2 Porterova analýza pěti sil 29

Obr. 3 SWOT analýza 30

Obr. 4 Vlastnická struktura Philip Morris ČR a.s. 39

Obr. 5 Vývoj prodeje cigaret v mld. kusů v ČR a SR 43

Obr. 6 Vývoj prodejů cigaret v roce zavedení zákazu kouření v restauracích 49

Obr. 7 Struktura tržních podílů na českém trhu s cigaretami 52

Obr. 8 Tržní podíl PM dle cenových segmentů 53

Obr. 9 Zařízení IQOS 57

Obr. 10 Zařízení Glo 60

Obr. 11 Porovnání rentability PM s konkurencí 76

Obr. 12 Porovnání výše zisků v mil. Kč 76

Seznam tabulek

Tab. 1 Predikce makroekonomických ukazatelů 45

Tab. 2 Vývoj pevné a procentní sazby daně z cigaret 47

Tab. 3 Vývoj prodejů zařízení IQOS v ČR a SR 58

Tab. 4 Porovnání daňové zátěže HEETS a cigaret 59

Tab. 5 SWOT analýza podniku Philip Morris ČR 61

Tab. 6 Horizontální analýza aktiv 64

Tab. 7 Horizontální analýza pasiv 65

Tab. 8 Vertikální analýza aktiv 66

Tab. 9 Vertikální analýza pasiv 67

Tab. 10 Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát 68

Tab. 11 Vertikální analýza výkazu zisků a ztrát 69
Tab. 12 Tržby distribuční a výrobní části podniku 70
Tab. 13 Ukazatele rentability 71
Tab. 14 Ukazatele aktivity 71
Tab. 15 Ukazatele zadluženosti 72
Tab. 16 Ukazatele likvidity 73
Tab. 17 Ukazatele kapitálového trhu 73
Tab. 18 Altmanovo Z-score 74
Tab. 19 Index IN05 75
Tab. 20 Přehled výplat dividend v letech 2009-2018 77
Tab. 21 Přehled cashflow 78
Tab. 22 Korigovaný provozní výsledek hospodaření 80
Tab. 23 Prognóza tempa růstu tržeb 82
Tab. 24 Prognóza ziskové marže shora v mil. Kč 82
Tab. 25 Prognóza ziskové marže zdola v mil. Kč 83
Tab. 26 Prognóza investic do provozně nutných dlouhodobých aktiv v mil. Kč 84
Tab. 27 Stav výrobních zařízení 85
Tab. 28 Prognóza investic do provozně nutného pracovního kapitálu v mil. Kč 87
Tab. 29 Projekce výkazu zisků a ztrát v mil. Kč 88
Tab. 30 Projekce rozvahy 89
Tab. 31 Projekce přehledu o peněžních tocích 90
Tab. 32 Poměrové ukazatele finančního plánu 91
Tab. 33 Stanovení nákladů vlastního kapitálu 93
Tab. 34 Volné peněžní toky pro vlastníky v 1. fázi 94
Tab. 35 Hodnota podniku Philip Morris ČR dle DCFE 95
Tab. 36 Dividendové toky v 1. fázi 96

Tab. 37 Hodnota podniku Philip Morris ČR dle DDM 96

Tab. 38 Srovnání jednotlivých hodnot podniku..... 97

Seznam příloh

Příloha č. 1 Upravená rozvaha 107

Příloha č. 2 Upravený výkaz zisků a ztrát 108

Příloha č. 1 Upravená rozvaha

AKTIVA (k 31.12.)	**2018**	**2017**	**2016**	**2015**	**2014**
Pozemky, budovy a zařízení + nehmotná aktiva - výroba	*4 137*	*4 231*	*4 213*	*3 699*	*3 119*
Pozemky, budovy a zařízení + nehmotná aktiva - distribuce	*347*	*276*	*270*	*333*	*331*
Pozemky, budovy a zařízení	4 480	4 498	4 468	4 016	3 435
Nehmotná aktiva	4	9	15	16	15
Investice v dveřinné společnosti	19	19	19	19	19
Ostatní finanční aktiva	107	106	102	101	0
Dlouhodobá aktiva	***4 610***	***4 632***	***4 604***	***4 152***	***3 469***
Zásoby	842	467	308	376	278
Obchodní a ostatní finanční pohledávky	2 101	737	416	426	2 753
Ostatní nefinanční aktiva	2 702	2 339	2 208	2 835	1 626
Daň z příjmu splatná	0	0	0	0	10
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty	5 566	7 230	7 917	7 051	4 185
Krátkodobá aktiva	***11 211***	***10 773***	***10 849***	***10 688***	***8 852***
Aktiva celkem	**15 821**	**15 405**	**15 453**	**14 840**	**12 321**

PASIVA (k 31.12.)	**2018**	**2017**	**2016**	**2015**	**2014**
Základní kapitál	2 745	2 745	2 745	2 745	2 745
Emisní ážio a ostatní příspěvky akcionářů	2 374	2 373	2 379	2 382	2 392
Nerozdělený zisk	4 686	3 827	3 040	2 797	2 670
Vlastní kapitál celkem	***9 805***	***8 945***	***8 164***	***7 924***	***7 807***
Odložený daňový závazek	240	205	173	182	166
Závazky z leasingu	82	112	112	109	165
Dlouhodobé závazky	***322***	***317***	***285***	***291***	***331***
Obchodní a ostatní finanční závazky	844	1 246	1 724	1 577	769
Ostatní nefinanční závazky	184	202	172	173	191
Závazky z leasingu	237	138	119	165	105
Daň z příjmu splatná	146	187	131	70	0
Ostatní daňové závazky	4 251	4 330	4 764	4 567	3 092
Rezervy na krátkodobé závazky	32	14	38	68	26
Přijaté půjčky	0	26	56	5	0
Krátkodobé závazky	***5 694***	***6 143***	***7 004***	***6 625***	***4 183***
Závazky celkem	***6 016***	***6 460***	***7 289***	***6 916***	***4 514***
Pasiva celkem	**15 821**	**15 405**	**15 453**	**14 840**	**12 321**

Příloha č. 2 Upravený výkaz zisků a ztrát

Výkaz zisků a ztrát [mil. Kč]	2018	2017	2016	2015	2014
Tržby	13 468	11 674	10 797	10 148	13 430
Náklady na prodané výrobky	-6 386	-6 029	-5 982	-5 688	-9 246
Hrubý zisk	***7 082***	***5 645***	***4 815***	***4 460***	***4 184***
Odbytové náklady	-1 530	-692	-792	-835	-818
Administrativní náklady	-862	-688	-602	-593	-632
Ostatní výnosy	63	56	59	56	67
Ostatní provozní výnosy	86	170	37	124	132
Ostatní provozní náklady	-104	-112	-74	-71	-118
Provozní zisk	***4 735***	***4 379***	***3 443***	***3 141***	***2 815***
Finanční výnosy	29	0	0	1	0
Finanční náklady	-18	-11	-9	-2	-4
Zisk před zdaněním	***4 746***	***4 368***	***3 434***	***3 140***	***2 811***
Daň z příjmu	-926	-837	-668	-600	-547
Čistý zisk	***3 820***	***3 531***	***2 766***	***2 540***	***2 264***
Ostatní úplný výsledek	0	0	0	0	0
Úplný výsledek za rok celkem	***3 820***	***3 531***	***2 766***	***2 540***	***2 264***
Zisk na akcii	1 391	1 286	1 007	925	825

ANOTAČNÍ ZÁZNAM

AUTOR	**Bc. Pavel Knorr**		
STUDIJNÍ OBOR	**6208T138 Globální podnikání a finanční řízení podniku**		
NÁZEV PRÁCE	**Ocenění obchodní korporace Philip Morris ČR a.s.**		
VEDOUCÍ PRÁCE	**prof. Ing. Jiří Strouhal, Ph.D.**		
KATEDRA	**KFU - Katedra financí a účetnictví**	**ROK ODEVZDÁNÍ**	**2019**

POČET STRAN	**108**
POČET OBRÁZKŮ	**12**
POČET TABULEK	**38**
POČET PŘÍLOH	**2**

STRUČNÝ POPIS	Diplomová práce má za úkol stanovení hodnoty podniku Philip Morris ČR a.s. z pohledu drobného investora ke dni 1. 1. 2019. Teoretická část je věnována vymezení klíčových pojmů a postupu ocenění podniku včetně nejběžněji užívaných metod. Praktická část se nejprve soustředí na specifikaci cíle ocenění a rozbor předmětu podnikání oceňované společnosti. Na základě teoretických východisek je zpracována strategická a finanční analýza, které slouží jako výchozí body pro následnou identifikaci generátorů hodnot a sestavení finančního plánu. Samotné ocenění podniku je provedeno metodou DFC equity, dividendovým diskontním modelem, tržní a účetní hodnotou. V závěru práce jsou jednotlivé výstupy valuace mezi sebou porovnány.
KLÍČOVÁ SLOVA	**strategická analýza, PESTLE analýza, SWOT analýza, finanční analýza, DCF equity, dividendový diskontní model**

ANNOTATION

AUTHOR	**Bc. Pavel Knorr**		
FIELD	**6208T138 Corporate Finance Management in the Global Environment**		
THESIS TITLE	**Financial valuation of Philip Morris ČR a.s.**		
SUPERVISOR	**prof. Ing. Jiří Strouhal, Ph.D.**		
DEPARTMENT	**KFU - Department of Finance and Accounting**	**YEAR**	**2019**

NUMBER OF PAGES	**108**
NUMBER OF PICTURES	**12**
NUMBER OF TABLES	**38**
NUMBER OF APPENDICES	**2**

SUMMARY	The aim of this master thesis is to determine the value of Philip Morris ČR a.s. from perspective of a potential individual investor. Applicable valuation date is 1. 1. 2019. Theoretical part focuses on key aspects of a company valuation and on the process of valuation itself. Practical part begins with specification of the purpose of the valuation and continues with the company introduction. Based on the theoretical outputs, strategic and financial analyses are performed. Subsequently, value generators are identified, and financial plan is put together. The company value is defined through several methods – DCF equity, dividend discount model, market and book value. At the end, these models and their outputs are compared and assessed.
KEY WORDS	**strategic analysis, PESTLE analysis, SWOT analysis, financial analysis, DCF equity, dividend discount model**