



Diplomová práce

Zhodnocení vybraných metod aplikovaných na ocenění zvoleného podniku

Studijní program:

N0413A050007 Podniková ekonomika

Studijní obor:

Management podnikových procesů

Autor práce:

Bc. Michaela Frühaufová

Vedoucí práce:

Ing. Olga Malíková, Ph.D.

Katedra financí a účetnictví

Liberec 2024



Zadání diplomové práce

Zhodnocení vybraných metod aplikovaných na ocenění zvoleného podniku

<i>Jméno a příjmení:</i>	Bc. Michaela Frühaufová
<i>Osobní číslo:</i>	E22000383
<i>Studijní program:</i>	N0413A050007 Podniková ekonomika
<i>Specializace:</i>	Management podnikových procesů
<i>Zadávající katedra:</i>	Katedra financí a účetnictví
<i>Akademický rok:</i>	2023/2024

Zásady pro vypracování:

1. Teoretické vymezení základních pojmů týkajících se oceňování podniku.
2. Analytická deskripce vybraných metod oceňování a stanovení kroků potřebných k provedení postupu ocenění vedoucích k odhadu hodnoty podniku.
3. Provedení procesu oceňování pomocí vybraných metod ve zvoleném podniku.
4. Syntéza dosažených poznatků v oblasti oceňování, zhodnocení výsledků jednotlivých metod, určení tržní hodnoty podniku.

Rozsah grafických prací:

Rozsah pracovní zprávy:

Forma zpracování práce:

Jazyk práce:

min. 65 normostran

tištěná/elektronická

čeština

Seznam odborné literatury:

- BROOKS, Raymond, 2016. *Financial Management: Core Concepts*. Boston: Pearson. ISBN 978-1-292-10142-2.
- KNÁPKOVÁ, Adriana; Drahomíra PAVELKOVÁ; Daniel REMEŠ a Karel ŠTEKER, 2017. *Finanční analýza: Komplexní průvodce s příklady*. 3. vyd. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-271-0563-2.
- KOLLER, Tim; Marc GOEDHART a David WESSELS, 2020. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 7th ed. Hoboken: Wiley. ISBN 978-1-119-61186-8.
- MAŘÍK, Miloš, 2018. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*. 4. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-87865-38-5.
- PRASETYO, Kristian Agung; Adhipradana Prabu SWASITO a Dhian Adhetiya SAFITRA, 2021. Uncertainty in Business Valuation for Tax Purposes. online. *Planning Malaysia*, vol. 19, no. 3, s. 307-316. eISSN 0128-0945. Dostupné z: <https://www.planningmalaysia.org/index.php/pmj/article/view/1008>.
- ZIMA, Petr, 2016. *Oceňování podniků v právní praxi*. Praha: C.H. Beck. ISBN 978-80-7400-623-4.

Vedoucí práce:

Ing. Olga Malíková, Ph.D.

Katedra financí a účetnictví

Datum zadání práce:

1. listopadu 2023

Předpokládaný termín odevzdání: 31. srpna 2025

L.S.

doc. Ing. Aleš Kocourek, Ph.D.
děkan

prof. Ing. Miroslav Žižka, Ph.D.
garant studijního programu

V Liberci dne 1. listopadu 2023

Prohlášení

Prohlašuji, že svou diplomovou práci jsem vypracovala samostatně jako původní dílo s použitím uvedené literatury a na základě konzultací s vedoucím mé diplomové práce a konzultantem.

Jsem si vědoma toho, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb., o právu autorském, zejména § 60 – školní dílo.

Beru na vědomí, že Technická univerzita v Liberci nezasahuje do mých autorských práv užitím mé diplomové práce pro vnitřní potřebu Technické univerzity v Liberci.

Užiji-li diplomovou práci nebo poskytnu-li licenci k jejímu využití, jsem si vědoma povinnosti informovat o této skutečnosti Technickou univerzitu v Liberci; v tomto případě má Technická univerzita v Liberci právo ode mne požadovat úhradu nákladů, které vynaložila na vytvoření díla, až do jejich skutečné výše.

Současně čestně prohlašuji, že text elektronické podoby práce vložený do IS/STAG se shoduje s textem tištěné podoby práce.

Beru na vědomí, že má diplomová práce bude zveřejněna Technickou univerzitou v Liberci v souladu s § 47b zákona č. 111/1998 Sb., o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších předpisů.

Jsem si vědoma následků, které podle zákona o vysokých školách mohou vyplývat z porušení tohoto prohlášení.

Zhodnocení vybraných metod aplikovaných na ocenění zvoleného podniku

Anotace

Cílem diplomové práce je na základě uceleného přehledu o oceňování vybraného podnikatelského subjektu stanovit odhad jeho tržní hodnoty pomocí vybraných výnosových metod. Teoretická část je zaměřena na definování základních teoretických pojmů důležitých pro oceňování podniku. Následně se teoretická část zaměřuje na jednotlivé kroky, které je nutné provést před samotným oceněním podniku. Praktická část obsahuje aplikování teoretických poznatků. Je zde představena společnost Kofola a.s. a její hodnota podniku k 1. 1. 2023, která byla odhadnuta na základě výnosové metody diskontovaných peněžních toků a metody ekonomické přidané hodnoty včetně provedení veškerých potřebných kroků nutných k odhadnutí konečné hodnoty podniku. V závěru práce je provedena syntéza dosažených poznatků a je zde provedeno zhodnocení jednotlivých metod.

Klíčová slova

Finanční analýza, finanční plán, generátory hodnoty, metoda DCF, metoda EVA ocenění podniku, strategická analýza

Evaluation of Selected Methods Applied to the Valuation of the Selected Company

Annotation

The thesis aims to determine an estimate of the market value of a selected business entity based on a comprehensive overview of its valuation using selected income-based methods. The theoretical part of the thesis defines the basic theoretical terms important for business valuation. It also focuses on the individual steps that must be taken before the valuation of the company itself. The practical part of the thesis includes the application of theoretical knowledge. It presents the company Kofola a.s. and its enterprise value as of 1 January 2023. The value was determined based on the entity's DCF income method and the economic added value method. All necessary steps were taken to determine the final value of the enterprise. The thesis concludes with a synthesis of the knowledge gained and an evaluation of the individual methods used.

Key Words

financial analysis, financial plan, value generators, DCF method, EVA method of company valuation, strategic analysis

Poděkování

Tímto bych chtěla poděkovat vedoucí mé diplomové práce paní Ing. Olze Malíkové, Ph.D. za odborné a cenné rady při zpracování mé diplomové práce.

Dále bych chtěla poděkovat za odbornou pomoc Ing. Janě Suchánkové.

Obsah

Seznam ilustrací	13
Seznam tabulek	14
Seznam použitých zkratk, značek a symbolů	16
Úvod.....	17
1 Základní rámce procesu oceňování podniku	19
1.1 Oceňování podniku v souladu s právními předpisy	20
1.2 Kdo provádí oceňování.....	20
1.3 Standardy a hodnoty podniku.....	21
1.4 Kategorie (báze) hodnoty.....	22
1.4.1 Tržní hodnota.....	22
1.4.2 Investiční hodnota.....	22
1.4.3 Spravedlivá hodnota	23
1.4.4 Objektivizovaná hodnota	23
1.4.5 Kolínská škola	24
1.5 Faktory rizika a času	24
1.6 Nejistota v oceňování podniku.....	25
2 Kroky potřebné pro oceňování podniku.....	27
2.1 Strategická analýza.....	27
2.2 Finanční výkazy	28
2.3 Analýza finančního zdraví podniku.....	29
2.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná.....	32
2.5 Provozně nutný investovaný kapitál	33
2.6 Generátory hodnoty	33
2.7 Sestavení finančního plánu	35
3 Metody oceňování	36
3.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF).....	38
3.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty	44
4 Implementace procesu oceňování společnosti Kofola a.s.	45
4.1 Charakteristika společnosti Kofola a.s.....	45
4.2 Strategická analýza společnosti Kofola a.s.	47
4.2.1 Vymezení relevantního trhu společnosti Kofola a.s.....	47
4.2.2 Analýza vnějšího prostředí a hodnocení atraktivity trhu	51

4.2.3 Velikost trhu.....	55
4.2.4 Analýza vnitřního prostředí a konkurenční síly podniku	56
4.2.5 Identifikace hlavních konkurentů a analýza vnitřního potenciálu	57
4.2.6 Perspektiva rozvoje podniku a prognóza tržeb.....	63
4.3 Finanční analýza společnosti Kofola a.s.	67
4.3.1 Základní postupy při sestavování účetní závěrky	67
4.3.2 Analýza absolutních ukazatelů	69
4.3.3 Analýza poměrových ukazatelů	78
4.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná ve spol. Kofola a.s.	86
4.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty společnosti Kofola a.s.....	88
4.6 Sestavení finančního plánu společnosti Kofola a.s.....	94
4.6.1 Analýza finančního plánu	97
4.7 Ocenění pomocí metody DCF společnosti Kofola a.s.	100
4.7.1 Diskontní míra WACC	100
4.7.2 Hodnocení pomocí DCF metody	102
4.8 Ocenění pomocí ukazatele EVA společnosti Kofola a.s.	104
4.9 Zhodnocení dosažených výsledků ocenění společnosti Kofola a.s.....	106
Závěr	108
Seznam použité literatury	111

Seznam ilustrací

Obrázek 1: Ilustrace jistoty a nejistoty v oceňování.....	25
Obrázek 2: Struktura vztahů a vlastnické podíly mezi propojenými osobami.....	46
Obrázek 3: Podíl tržeb na základě geografických segmentů	48
Obrázek 4: Podíl tržeb na základě produktových řad	50
Obrázek 5: Tržní podíl jednotlivých konkurenčních firem	57
Obrázek 6: Hlavní značky dle kategorií.....	60
Obrázek 7: Ukazatele likvidity 2018 – 2022.....	79
Obrázek 8: Ukazatele rentability 2018 – 2022	82
Obrázek 9: Altmanův model.....	84
Obrázek 10: Index IN05	85

Seznam tabulek

Tabulka 1: Metody oceňování podniku	37
Tabulka 2: Výpočet volného peněžního toku	41
Tabulka 3: Tržby dle geografických segmentů (v mil. Kč)	48
Tabulka 4: Tržby dle produktových řad (v mil. Kč).....	49
Tabulka 5: Hodnocení atraktivity trhu společnosti Kofola a.s.	54
Tabulka 6: Výdaje na konečnou spotřebu domácností – domácí pojetí (v mil. Kč) ...	55
Tabulka 7: Spotřeba nealkoholických nápojů na obyvatele za rok (v litrech).....	55
Tabulka 8: Tržby a tržní podíl jednotlivých společností (v mil. Kč.)	56
Tabulka 9: Vyhodnocení konkurenční síly podniku	63
Tabulka 10: Hodnocení perspektivnosti společnosti Kofola a.s.	64
Tabulka 11: Makroekonomické ukazatele 2013 - 2022 a jejich predikce	65
Tabulka 12: Prognóza tržeb Kofola a.s.	66
Tabulka 13: Rozvaha – aktiva (v tis. Kč)	69
Tabulka 14: Majetek a jeho předpokládaná doba životnosti	70
Tabulka 15: Horizontální analýza rozvahy (roční tempa růstu) – aktiva	72
Tabulka 16: Rozvaha – pasiva společnosti Kofola a.s. (v tis. Kč)	73
Tabulka 17: Horizontální analýza rozvahy (roční tempa růstu) – pasiva.....	74
Tabulka 18: Výkaz zisku a ztráty společnosti Kofola a.s. (v tis. Kč)	75
Tabulka 19: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty (roční tempa růstu)	77
Tabulka 20: Analýza peněžních toků 2018 – 2022 (v tis. Kč).....	78
Tabulka 21: Likvidita z provozního cash flow (v tis. Kč).....	80
Tabulka 22: Ukazatele zadluženosti	80
Tabulka 23: Ukazatele aktivity	83
Tabulka 24: Hodnoty Rychlého testu.....	85
Tabulka 25: Hodnocení Rychlého testu	86
Tabulka 26: Provozně nutný investovaný kapitál (v tis. Kč).....	87
Tabulka 27: Korigovaný provozní výsledek hospodaření (v tis. Kč)	88
Tabulka 28: Prognóza budoucích tržeb (v tis. Kč).....	89
Tabulka 29: Odhad ziskové marže a KPVH před odpisy (v tis. Kč)	89
Tabulka 30: ČPK provozně nutný (v tis. Kč).....	90
Tabulka 31: Vývoj a prognóza doby obratu zásob (ve dnech)	91
Tabulka 32: Vývoj a prognóza doby obratu pohledávek (ve dnech).....	91

Tabulka 33: Vývoj a prognóza doby obratu krátkodobého finančního majetku	91
Tabulka 34: Vývoj a prognóza doby obratu krátkodobých závazků (ve dnech)	92
Tabulka 35: Vývoj a prognóza provozně nutného pracovního kapitálu (v tis. Kč)	92
Tabulka 36: Výpočet koeficientu náročnosti majetku (v tis. Kč)	93
Tabulka 37: Odhad investic v letech 2023 – 2026 (v tis. Kč)	94
Tabulka 38: Plánovaný výkaz zisku a ztráty (v tis. Kč)	95
Tabulka 39: Plánovaná rozvaha – aktiva (v tis. Kč)	96
Tabulka 40: Plánovaná rozvaha – pasiva (v tis. Kč).....	97
Tabulka 41: Finanční analýza finančního plánu – ukazatel likvidity	97
Tabulka 42: Finanční analýza finančního plánu – ukazatel zadluženosti.....	98
Tabulka 43: Finanční analýza finančního plánu – ukazatel rentability	98
Tabulka 44: Finanční analýza finančního plánu – ukazatel aktivity	99
Tabulka 45: Finanční analýza finančního plánu – ukazatele rentability	99
Tabulka 46: Statistika úrokových sazeb ARAD	100
Tabulka 47: Výpočet WACC	101
Tabulka 48: Volné cash flow pro 1. fázi (v tis. Kč)	102
Tabulka 49: Volné cash flow pro 2. fázi (v tis. Kč).....	103
Tabulka 50: Pokračující hodnota (v tis. Kč)	103
Tabulka 51: Výsledná hodnota společnosti Kofola a.s. (v tis. Kč)	104
Tabulka 52: Hodnota ukazatele EVA pro 1. fázi (v tis. Kč)	105
Tabulka 53: Hodnota ukazatele EVA pro 2. fázi (v tis. Kč)	105
Tabulka 54: Výsledné ocenění společnosti Kofola a.s. (v tis. Kč)	106

Seznam použitých zkratk, značek a symbolů

ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČSÚ	Český statistický úřad
DCF	Metoda diskontovaných peněžních toků
DFM	Dlouhodobý finanční majetek
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DM	Dlouhodobý majetek
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FCFF	Volné peněžní toky do firmy
HoReCa	Hotely, restaurace, catering
IVS	Mezinárodní oceňovací standardy
IVSC	Rada pro mezinárodní standardy oceňování
IFRS	Mezinárodní účetní standardy
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
MVA	Tržní přidaná hodnota
NOA	Čistá operační aktiva
NOPAT	Operační výsledek hospodaření
OP	Opravná položka
OZ	Zákon č. 89/2012 Sb., Občanský zákoník
ROA	Rentabilita celkového kapitálu
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
VH	Výsledek hospodaření
WACC	Průměrné vážené náklady na kapitál

Úvod

Oceňování podniku patří mezi důležitý proces pro podnikatele, investory a vedoucí pracovníky. Důvodem provedení procesu ocenění je odhadnutí hodnoty podniku z různých důvodů, mezi které lze zařadit fúze nebo akvizice, získání potřebných financí nebo řešení právních situací. Pro výsledné odhadnutí hodnoty podniku je důležité, aby oceňovatel znal finanční stránku podniku a podnikatelské prostředí, ve kterém podnik působí. Hodnota podniku může být také ovlivněna konkurenční pozicí a odlišením se od konkurence. Odhadnutí hodnoty podniku pomáhá při rozhodování podniku a řízení podnikových aktivit.

Cílem diplomové práce je na základě uceleného přehledu o oceňování vybraného podnikatelského subjektu stanovit odhad jeho tržní hodnoty pomocí vybraných výnosových metod.

Na základě takto stanoveného cíle lze stanovit následující výzkumné otázky:

- Jak společnost Kofola a.s. reaguje na snižující se zájem o slazené nealkoholické nápoje v souvislosti se zdravým životním stylem a životním prostředím?
- Zlepšila se situace společnosti Kofola a.s. po provedení fúze se společnostmi Ondrášovka, a.s. a Karlovarská Korunní, s.r.o.?

Teoretická část je zaměřena na komplexní způsob ocenění podniku. První kapitola se orientuje na teoretické základy v rámci oceňování podniku. Je zde věnován pohled na oceňování v souladu s právními předpisy. Dále jsou představeny standardy hodnoty, které se v rámci oceňování využívají pro zajištění objektivního a spravedlivého posouzení podnikové hodnoty. Teoretická část je také zaměřena na jednotlivé báze hodnoty, mezi které lze zařadit tržní hodnotu, spravedlivou hodnotu nebo investiční hodnotu a další.

Následně jsou představeny jednotlivé kroky potřebné pro odhadnutí hodnoty podniku. Jedná se o komplexní postup, který zahrnuje několik dílčích kroků, jejichž cílem je správné porozumění chodu podniku a odhalení potenciálu podniku a jeho výkonnost. Prvním krokem je strategická analýza, která zkoumá vnitřní a vnější

prostředí podniku s ohledem na konkurenční postavení a tržní pozici. Posouzení finančních výkazů poskytuje oceňovateli pohled do minulosti, ale také možnou identifikaci trendů a rizik do budoucna. Výsledkem finanční analýzy je zhodnocení pomocí bonitních a bankrotních modelů a ověření vhodnosti použití dané metody ocenění. Výstupem finanční analýzy by mělo být ověření splnění nepřetržitého předpokladu trvání podniku. Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná umožní lépe identifikovat strukturu aktiv. Pro správné ocenění je důležité také identifikovat provozně nutný investovaný kapitál. Analýza generátorů hodnoty poskytuje oceňovateli možnost se seznámit s minulostí podniku. Oproti tomu sestavení finančního plánu slouží k predikci budoucí strategie a vývoje podniku.

Po provedení všech potřebných kroků je možné provést konečné ocenění podniku. Ocenění je provedeno na základě veřejně dostupných dat společnosti. Je použita výnosová metoda diskontovaných peněžních toků a metoda ekonomické přidané hodnoty. Diskontované peněžní toky představují reálný příjem společnosti. Vychází se z hodnoty peněžních toků, které měli vlastníci k dispozici a pomocí diskontování se získá hodnota podniku jako celku. Od té se následně odečte hodnota cizího úročeného kapitálu a získá se hodnota vlastního kapitálu ke dni ocenění. Metoda ekonomické přidané hodnoty je založena na měření ekonomického zisku, kterého podnik dosahuje, pokud jsou uhrazeny náklady společnosti.

Odhad hodnoty společnosti Kofola a.s. je proveden na základě dat podniku. Jedná se o významnou firmu na českém trhu. Má rozsáhlé portfolio nealkoholických nápojů, mezi které lze zařadit Kofolu, dále Rajec, Jupí nebo Vinea. V rámci konsolidovaného celku je Kofola a.s. obchodovaná na Burze cenných papírů Praha, a.s., což poskytuje množství dostupných materiálů. Nápoj Kofola má v České republice dlouhou tradici a je velmi oblíbený mezi spotřebiteli.

Závěr práce obsahuje ekonomické zhodnocení a shrnutí důležitých výsledků, které jsou provedeny v rámci strategické a finanční analýzy a samotného ocenění podniku.

1 Základní rámce procesu oceňování podniku

Pro provedení ocenění podniku je důležité definovat pojem podnik. Podnik je definován v zákoně č. 89/2012 Sb., Občanský zákoník (dále OZ), následovně: *„Obchodní závod (dále jen „závod“) je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“* (Česko 2012, § 502)

Dále je nutné definovat pojem podnikatel, který je také uveden v zákoně č. 89/2012 Sb., OZ: *„Kdo samostatně vykonává na vlastní účet a odpovědnost výdělečnou činnost živnostenským nebo obdobným způsobem se záměrem činit tak soustavně za účelem dosažení zisku, je považován se zřetelem k této činnosti za podnikatele.“* (Česko, 2012, § 420)

Za účelem plného vymezení pojmu podnik je třeba vymežit pojem jmění, které je definováno v OZ jako *„Souhrn všeho, co osobě patří, tvoří její majetek. Jmění osoby tvoří souhrn jejího majetku a jejich dluhů.“* (Česko, 2012, § 495)

Při stanovení hodnoty podniku je nutné převést informace o konkrétním aktivu, o trzích, daňových sazbách a o historickém vývoji podniku do informace o hodnotě. (Zima, 2016) OtázeK, proč hodnotit podnik, je mnoho a jejich význam roste. (Vochozka, 2020) Existuje objektivní složka hodnoty, která je založena na metodách oceňování, a subjektivní složka, která je založena na zkušenostech odhadce a schopnosti zachytit realitu. (Fazzini, 2018) Stanovení účelu je důležité pro další postup řízení, například pro stanovení standardu hodnoty, metody ocenění, pro způsob aplikace metody a pro použití konkrétních vstupů do ocenění. (Zima, 2016) Oceňování podnikatelského subjektu se využívá v případě, pokud se společnost transformuje, prodává, slučuje nebo naopak pokud se podnik dostává do finančních potíží. (Vochozka, 2020)

Účel oceňování má zásadní vliv na celý proces hodnocení podniku. Může být prováděno z důvodu prodeje celého podniku nebo jeho části. Dále z důvodu podniku podnikem samotným. Zde využívá management hodnocení jako zpětnou vazbu ke své činnosti. Dále je vhodný pro potřeby majitelů, kteří mají zájem o nejaktuálnější informace o stavu společnosti. Další možností je hodnocení podniku ze strany

externích subjektů. Jedná se o zainteresované strany spolupracující s hodnoceným subjektem. Nejdůležitější se oceněním podniků zabývají banky a finanční instituce, které půjčují podniku finanční prostředky. (Vochozka, 2020)

Podnik můžeme oceňovat na různých hladinách, mezi které patří hodnota brutto a hodnota netto. Hodnota brutto chápe hodnotu podniku jako celku. Zahrnuje hodnotu pro vlastníky i pro věřitele. Hodnotnou netto se rozumí ocenění na úrovni vlastníků podniku. Jedná se tedy o hodnotu kapitálu, kterou do podniku vložili vlastníci. Tyto pojmy jsou také používány v účetnictví, ale jejich význam v oblasti oceňování je rozdílný. (Mařík, 2020)

1.1 Oceňování podniku v souladu s právními předpisy

V současné době neexistuje žádný zákon nebo předpis, který je při oceňování podniku obecně závazný. Oceňovatelé podniků se opírají především o ekonomickou teorii. Nicméně existují určité předpisy, které se uplatňují dílčím způsobem, o kterých by měl oceňovatel vědět. Mezi ně patří:

- Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR. Je vhodný pro oceňování dílčích majetkových položek (nemovitosti nebo nehmotný majetek), ne pro oceňování podniku jako celku.
- Metodický pokyn České národní banky, který je určen pro oceňovatele podniků, kterými jsou znalecké posudky předkládané České národní bance.
- Mezinárodní (IVS) a Evropské (EVS) oceňovací standardy obsahují definice hodnoty a rámcové zásady, které je nutné při oceňování respektovat. Nejedná se o závazný předpis, ale o mezinárodně uznávané doporučení.
- Národní standardy některých zemí. Jedná se o Americké oceňovací standardy US PAP a Německý standard IDW S1. Německý standard je jako jediný určen pro potřeby oceňování podniků. (Mařík, 2018)

1.2 Kdo provádí oceňování

V rámci České republiky se oceňováním zabývají znalci a odhadci. Znalci se řídí zákonem č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících a vyhláškou Ministerstva
20

spravedlnosti ze dne 17. dubna 1967 k provedení zákona o znalcích a tlumočnících. Znalci musí složit zkoušku u Krajského soudu, následně jsou jmenováni Ministerstvem spravedlnosti nebo předsedou krajského soudu. Znalec předkládá svůj názor, který je podložen odborností a zkušeností k danému problému, ale rozhoduje soud. (Kislingerová, 2001)

Odhadcem se podle International Valuation Standards Council (dále IVSC) rozumí skupina jednotlivců nebo firma, která má nutnou kvalifikaci, schopnosti a zkušenosti provádět oceňování nezáujatým a kompetentním způsobem. (Fazzini, 2018) Odhadci podléhají živnostenskému zákonu a zákonu o znalcích. Podmínkou k provádění činnosti je dosažení věku 18 let, právní způsobilost k právním úkonům a bezúhonnost, vysokoškolské vzdělání ekonomické či právní a praxe v oceňování. (Kislingerová, 2001)

1.3 Standardy a hodnoty podniku

Cílem oceňování podniku je dát podniku hodnotu, resp. potenciální cenu. Je třeba brát v úvahu subjektivní charakteristiky a určit důvod ocenění firmy. (Fackler a Schacht, 2005)

Dle Maříka (2018, str. 23) je v ekonomickém slova smyslu hodnota chápána jako vztah mezi určitým subjektem a objektem za předpokladu racionálního chování. Nelze ale posoudit hodnotu podniku objektivně. Jedná se o očekávané budoucí příjmy, které mohou být na úrovni vlastníků nebo na úrovni investorů do podniku (popř. obou), převedenými na jejich současnou hodnotou. Slovem očekávané budoucí příjmy se rozumí pouze odhad, nikoliv přesné určení. Tento odhad lze považovat jako názor autora provádějícího ocenění. Hodnota je závislá na daném účelu ocenění, a na subjektu, z jehož hlediska je určována.

Standardy oceňování reagují na situaci, že není možné poznat všechny potřebné vstupní údaje, které jsou nutné pro výpočet obecně platné rovnovážné ceny (tržní hodnoty). Každý výsledek závisí na účelu ocenění. (Krabec, 2009)

1.4 Kategorie (báze) hodnoty

Jednotlivé báze hodnoty plynou z následujících otázek:

- Jaké je tržní ocenění podniku? Kolik je ochoten kupující zaplatit?
- Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího?
- Jaká je spravedlivá hodnota jak pro prodávajícího, tak pro kupujícího?
- Jaká hodnota je nejméně sporná?

Díky tomu se vyvinuly jednotlivé báze hodnoty, které jsou tvořeny tržní hodnotou, investiční hodnotou, spravedlivou hodnotou, objektivizovanou hodnotou a souhrnným přístupem Kolínské školy. (Mařík, 2018)

1.4.1 Tržní hodnota

Tržní hodnota je dle Mezinárodních oceňovacích standardů (2021, str. 6) definována jako odhadovaná částka, za kterou by se mělo aktivum nebo závazek směnit k datu ocenění mezi ochotným prodávajícím a ochotným kupujícím v transakci za obvyklých podmínek, po náležitém marketingu a kde obě strany jednaly informovaně, obezřetně a bez nátlaku. (IVS, 2021) V souladu s IVS se jedná o nejpravděpodobnější cenu, která je rozumně dosažitelná na trhu v den ocenění. (Fazzini, 2018)

Definice obecně říkají, že hodnota společnosti je výsledkem odhadu. Odhadovaná hodnota se ale může lišit od skutečné ceny k okamžiku uskutečnění transakce. V praxi je běžné, pokud se hodnota stanovena jedním odhadcem liší od hodnoty, kterou stanovil druhý odhadce. Jedná se o pokus předvídání cen, které by se mohly v transakcích vyskytnout. Pokud je v plánu s aktivem obchodovat, musí se odhadnout nejpravděpodobnější cena, která odráží skutečné tržní podmínky a má minimální chybu. (Prasetyo et al., 2021)

1.4.2 Investiční hodnota

Mezinárodní oceňovací standardy definují investiční hodnotu jako hodnotu aktiva pro vlastníka nebo potenciálního vlastníka s ohledem na investiční nebo provozní cíle.

Jedná se o základ hodnoty pro účetní jednotku. Investiční hodnota odráží finanční cíle účetní jednotky, pro kterou se provádí oceňování. Také se používá pro měření výkonnosti investic. (IVS, 2021)

Vychází ze dvou zásad, které popisují, že budoucí peněžní toky jsou odhadovány na základě představ manažera nebo investora oceňovaného podniku. Druhou zásadou je, že diskontní míra vychází ze subjektivního hlediska investora, pro kterého je oceňování prováděno a bere v úvahu jistou možnost investovat. (Vochozka a Mulač, 2012)

1.4.3 Spravedlivá hodnota

Spravedlivá hodnota odpovídá na otázku, za jakou hodnotu by bylo spravedlivé, aby byl podnik převeden mezi konkrétní dvojicí subjektů. (Mařík, 2020) Dle IVS (2021, str. 26) se jedná o odhadovanou cenu za převod aktiva nebo závazků mezi dvěma konkrétními, ochotnými a informovanými stranami, které odráží příslušné zájmy obou stran.

Spravedlivou hodnotu je vhodné zvolit pro určení ceny podílu ve veřejně neobchodované společnosti mezi dvěma konkrétními vlastníky, kdy je spravedlivá hodnota jiná než hodnota běžně dosažitelná na trhu, a také pokud se jedná o určení ceny, která by byla spravedlivá pro obě strany při trvalém převodu pronajatého aktiva nebo zrušení nájemního závazku. (Mařík, 2018)

1.4.4 Objektivizovaná hodnota

Objektivizovaná hodnota odmítá subjektivní náhled a pokouší se přiblížit objektivní hodnotě, která ale neexistuje. Cílem je tedy stanovit objektivizovanou hodnotu. (Vochozka a Mulač, 2012) Německé oceňovací standardy definují objektivizovanou hodnotu jako přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, kdy se ocenění provádí z pohledu tuzemské fyzické osoby s neomezenou daňovou povinností jako akcionáře. Ocenění se provádí za předpokladu, že společnost bude dále existovat v rámci nezměněného konceptu (jak společnost „stojí a leží“) a nezávisle na jednotlivých hodnotách. (Wollny, 2018)

Objektivizovaná hodnota odpovídá na otázku „Jakou hodnotu lze považovat za relativně méně spornou?“. (Mařík, 2018)

1.4.5 Kolínská škola

Tato báze hodnoty se využívá především v Německu. Jedná se o spojení předchozích bází, které mají snahu z jednotlivých přístupů zahrnout to nejlepší. (Vochozka a Mulač, 2012) Ocenění se dle Kolínské školy má modifikovat na obecných funkcích a ne na dílčích podnětech. V podstatě se jedná o vymezení intervalu hraničními hodnotami, ve kterém se hledaná hodnota nachází. (Janíček a Marek, 2013) V evropských zemích je problematické používat ocenění tržní hodnotou, protože trh s podniky má velká omezení. (Vochozka a Mulač, 2012) Dle Maříka (2018, str. 38) mezi omezení patří například příliš malý rozsah transakcí s obdobnými podniky, absence transparentnosti a pokud není zřejmé, zda byla cena zaplacená za pokračující podnik nebo za obsahu určité synergie.

1.5 Faktory rizika a času

Faktory rizika a času se promítají do oceňování především prostřednictvím diskontní míry.

Faktor času vymezuje hodnotu aktiva jako současnou hodnotu budoucích čistých příjmů, které z tohoto aktiva plynou držiteli aktiva. To platí jak pro jednotlivé majetkové položky, tak pro podnik jako celek. Touto definicí se řídí oceňovatel v případě, že oceňuje výnosovou metodou. (Mařík, 2018) Vliv času spočívá v tom, že finanční prostředky, které dnes získáme, mají větší hodnotu než ty prostředky, které získáme v budoucnosti. Peníze přinesou v současnosti větší efekt. (Kiseláková a Šoltés, 2018)

Faktor rizika je chápán jako nebezpečí vzniku určité ztráty a jeho vliv spočívá v tom, že by podnik nemusel dosáhnout očekávaných výnosů a nemuselo by dojít ke zhodnocení, ale ke ztrátě investovaného kapitálu. (Kiseláková a Šoltés, 2018) Je důležité brát v úvahu velikost plateb, které plynou z oceňovaného aktiva a časového okamžiku, kdy platby držitel získá, ale také je důležitá pravděpodobnost, s jakou

vysvětlena v oddílu (3.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)). (Prasetyo et al., 2021)

Použité metody oceňování mohou způsobit problémy v případě, že jsou zdůrazněny určité prvky v podnikání, např. riziko pro stanovení tržní hodnoty. Je důležité, aby odhadci brali v úvahu a vyjadřovali předpoklady, týkající se rizika a nejistoty. Oceňování rizik je velmi důležité, ale je zde komplikovanost promítání rizikového faktoru do oceňování. Nejistota znamená, že k výsledku může, ale nemusí dojít a pravděpodobnost je nejednoznačná. (Razali et al., 2022)

2 Kroky potřebné pro oceňování podniku

Kapitola se věnuje popisu postupu ocenění podniku a odhadu jeho hodnoty. Jedná se o shromažďování vstupních dat, jejich analýza, sestavení finančního plánu a následně volba metody vedoucí k ocenění a odhadu hodnoty podniku.

Dle Maříka (2018, str. 71) mají v praxi jednotlivé kroky různou podobu, váhu a hloubku, která spočívá především ve volbě jednotlivých metod, které jsou použity k vlastnímu ocenění. Samotný postup je nutné modifikovat podle konkrétních podmínek daného podniku, které se mohou lišit například v podnětu ocenění, bázi zjišťované hodnoty, zvolených metod nebo dostupných dat. Vochozka a Mulač (2012, str. 126) tvrdí, že není možné stanovit univerzální postup pro ocenění podniku.

Sběr vstupních dat

Kvalitní vstupní data jsou klíčovým faktorem pro přesné ocenění. Určujícím faktorem je účel ocenění a hledaná báze hodnoty. Zjišťují se základní data o podniku, ekonomická data, vymezení trhu, na kterém podnik operuje, konkurence, odbyt a marketing, dodavatelé a zaměstnanci. (Mařík, 2018)

Analýza dat

Obsahem analýzy dat je strategická analýza, finanční analýza, rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a provozně nenutná a následný popis generátorů hodnoty.

Jednotlivé kroky mohou mít různou podobu, hloubku a váhu. Závisí na metodách, které jsou použity k ocenění vybraného podniku. (Mařík, 2018)

2.1 Strategická analýza

Mařík (2018, str. 75) považuje strategickou analýzu za velmi důležitý předpoklad věrohodného konečného ocenění a je velmi důležité, aby strategická analýza měla konkrétní výsledky. Její hlavní funkcí je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Ten je závislý na vnějším a vnitřním potenciálu. Vnější potenciál je tvořen šancemi a riziky, které vytvářejí prostředí pro podnikání, ve kterém

se daný podnik pohybuje. Analýza vnitřního prostředí má za cíl zjistit, do jaké míry je podnik schopen využít příležitosti vnějšího prostředí a čelit jeho rizikům.

Cíle strategické analýzy jsou shrnuty do tří následujících otázek:

- Jaké jsou perspektivy podniku z dlouhodobého hlediska?
- Jaký vývoj trhu, konkurence a vývoj podnikových služeb lze v souvislosti s odpovědí na první otázku očekávat?
- Jaká rizika jsou s podnikem spojena? (Vochozka a Mulač, 2012)

Pokud je cílem provést kvalitní ocenění, je nutné znát informace o podniku, ale také o prostředí, ve kterém podnik operuje. Jedná se o makroprostředí a mikroprostředí. (Kislingerová, 2001)

Makroprostředí má významný vliv na výkonnost podniku. V rámci makroprostředí na podnik působí vlivy politické (podpory, regulace), technologické (pokrok), sociální (sociální odpovědnost podniku) a ekonomické (hospodářská politika, daně). (Kislingerová, 2001) Tyto prvky působí na podnik jednosměrně a podnik je ze své strany nemůže ovlivnit. Cílem je posoudit míru rizika, která je spojena s podnikáním v předmětné oblasti. (Vochozka a Mulač, 2012)

V rámci mikroprostředí je velmi důležité pochopit zákonitosti a specifika příslušného odvětví pro celkový průběh oceňování, například změny hospodářského cyklu, míru regulace ze strany státu a strukturu odvětví. Míra státní regulace má dopad na to, jak je odvětví stabilní, na výši ziskové marže a další. Struktura odvětví je zásadní v rámci segmentace trhu a odhadu tržních podílů. Pro ocenění je potřebné vymezit pole působnosti oceňovaného podniku. Některé podniky působí pouze v rámci regionu a relevantním trhem je určitý geografický segment. Jiná odvětví naopak překračují hranice státu. (Vochozka a Mulač, 2012)

2.2 Finanční výkazy

Při hodnocení rozvahy je nutné brát v úvahu určité položky, které mohou být v rámci oceňování problémové. Jedná se o skutečnou kvalitu dlouhodobého majetku. Může se stát, že ocenění provádí externí znalec, který nemá možnost odhadnout reálnou

hodnotu aktiv a poté vzniká rozdíl mezi účetní hodnotou aktiv a aktuálním oceněním. Problémem mohou být také nadhodnocené pohledávky nebo podhodnocené závazky. Proto je potřeba ověřit jejich bonitu a tu promítnou do ocenění. Podhodnocení je důležité pro firmy, které usilují o prodej společnosti. (Mařík, 2018)

Jak již bylo naznačeno, finanční výkazy neumožňují snadný pohled na provozní výkonnost, protože nejsou takto organizovány. Rozvaha kombinuje provozní a neprovozní aktiva dohromady spolu se zdroji financování. Výkaz zisku a ztráty kombinuje provozní zisky, úrokové náklady, odpisy a další neprovozní položky. Pro analýzu ekonomické výkonnosti je nutné tyto položky reorganizovat do tří kategorií, mezi které patří provozní položky, neprovozní položky a zdroje financování. (Koller et al., 2015)

Pro oceňovatele je potřebné zjistit, jak moc je výsledek hospodaření manipulován a do jaké míry odpovídá skutečnému vývoji. Lze předpokládat, že v úspěšnějších obdobích dojde k tlumení zisku. (Mařík, 2018)

Výkaz cash flow představuje z hlediska oceňování nejdůležitější výkaz. Poskytuje posouzení skutečné finanční situace. Část výkazů, která se týká provozní činnosti, umožňuje zjistit, jak moc výsledek hospodaření odpovídá skutečně vydělaným penězům. Je třeba dbát na peněžní toky, které jsou spojeny s investiční činností. Pro hodnocení vnějšího financování je důležitá tvorba a použití peněžních toků, což souvisí s pohybem dlouhodobého kapitálu, tedy finanční cash flow. (Mařík, 2018)

2.3 Analýza finančního zdraví podniku

Finanční analýza se používá ke komplexnímu zhodnocení finanční situace. Zjišťuje, zda je podnik dostatečně ziskový, jestli má vhodnou kapitálovou strukturu, využívá efektivně svá aktiva nebo jestli je schopen včas splácet své závazky. Je součástí finančního řízení. Jednotlivé výsledky slouží vlastníkům firmy, ale také uživatelům, kteří nejsou součástí podniku. (Knápková et. al, 2017)

Pro vypracování finanční analýzy jsou nutná vstupní data, která lze získat z finančních výkazů. (Knápková et. al, 2017) Je velmi důležité, aby čísla v účetních výkazech byla průkazná a úplná. Oceňovatel se při oceňování spoléhá na závěry auditora. Pokud

zpráva auditora není k dispozici, je nutné, aby si stav účetnictví prověřil sám. Je důležité, aby měl oceňovatel k dispozici rozvahu za více období, aby bylo možné analyzovat vývoj a zpracovat srovnání s obdobnými podniky. (Mařík, 2018)

V rámci finanční analýzy se provádí horizontální analýza (porovnání v čase), vertikální analýza (poměrové ukazatele) a bankrotní a bonitní modely.

Bankrotní modely

Cílem bankrotních modelů je schopnost včas informovat své uživatele o tom, že podniku v blízké budoucnosti hrozí úpadek. Tyto modely jsou založeny na předpokladu, že firma již několik let projevuje příznaky, které se projevují ve vývoji hodnot určitých finančních ukazatelů a z vývoje určitých disproporcí mezi některými z nich. Modely jsou vytvářeny na základě skutečných dat firem, které v minulosti zbankrotovaly v poměru s údaji podniků, které si vedou dobře. Výsledkem je hodnotící koeficient, jehož hodnota vypovídá o míře ohrožení daného podniku. (Rejnuš, 2014)

Altmanovy bankrotní modely

Altmanův bankrotní model, také nazývaný jako Z-score, je nejznámější bankrotní model, který vznikl v roce 1968. (Rejnuš, 2014) Autorem je Edward I. Altman, který je známý jako odborník na firemní bankrot, dluhopisy s vysokým výnosem a analýzu úvěrového rizika. V roce 2005 získal ocenění jako jeden ze 100 nejvlivnějších lidí ve financích. (Altman a Hotchkiss, 2010) Model vznikl z důvodu vytvoření měřítka, které nejlépe rozliší firmy, které jsou finančně zdravé a těmi, které ne. Firmy, které jsou v úpadku, vykazují odlišné hodnoty od společností, které jsou finančně zdravé. (Altman et. al, 1998)

Altmanův bankrotní model je aplikován po celém světě, včetně České republiky. Dle Altmana je model vytvořen především pro firmy, jejichž akcie jsou veřejně obchodované na burze. Což omezuje použitelnost modelu Z-Score v České republice na pouhé minimum firem, jejichž akcie jsou kótovány a obchoduje se s nimi na burze. (Sušický, 2011)

V praxi se používají dva bankrotní modely. První model je zaměřen na akciové společnosti, jejichž akcie jsou obchodovatelné na veřejných trzích. Druhý model využívají ostatní firmy, jejichž akcie nejsou obchodovatelné nebo nejsou akciovými společnostmi. (Rejnuš, 2014) Pro potřeby diplomové práce bude využit první model.

Altmanův koeficient bankrotu pro akciové společnosti má následující podobu (1). (Rejnuš, 2014)

$$Z - score = 1,2x_1 + 1,4x_2 + 3,3x_3 + 0,6x_4 + 1,0x_5 \quad (1)$$

Kde: x_1 = čistý pracovní kapitál / celková aktiva

x_2 = zisk po zdanění (EAT) / celková aktiva

x_3 = zisk před zdaněním a úroky (EBIT) / celková aktiva

x_4 = tržní hodnota vlastního kapitálu / celkové dluhy

x_5 = celkové tržby / celková aktiva

Pokud je výsledná hodnota „Z-score“ vyšší než 2,99, podnik je možné ohodnotit jako finančně stabilní. Pro investory to znamená, že je možné uvažovat o dlouhodobější investici. Pokud je hodnota nižší než 1,81, není zde možné vyloučit bankrot. Pokud hodnota leží v rozmezí 1,81 a 2,99, podnik se nachází v tzv. šedé zóně, kde není možné jednoznačně předpovědět budoucí vývoj finanční situace podniku. Investor musí počítat s možným rizikem vzniku insolvence a přistupovat k cenným papírům spekulativně. Bankrotní model dokáže předvídat bankroty firem přibližně dva roky dopředu. (Rejnuš, 2014)

IN indexy

V roce 2002 přišli manželé Neumaierovi s konstrukcí indexu IN05, který vznikl spojením indexu IN95 a IN99. Index IN05 rozděluje původních 1 915 podniků z průmyslu na souhrn 583 podniků tvořících hodnotu, skupinu složenou z 503 společností v bankrotu nebo těsně před bankrotem a 829 ostatních podniků. V rámci diskriminačních analýz vznikl index IN01, který se nyní využívá jako index IN05, který obsahuje mírnou změnu indexů. (Neumaierová a Neumaier, 2002)

IN je souhrnný index, který doplňuje analýzu dílčích stránek. Měl by potvrdit závěry o finančním zdraví získaným z dílčích analýz. (Mařík, 2018) Pro české podmínky spolu s akceptací hlediska vlastníka byl vytvořen index IN05. Index IN05 se vypočítá pomocí vzorce (2).

$$IN05 = 0,13 \cdot \frac{\text{aktiva}}{\text{cizí zdroje}} + 0,04 \cdot \frac{EBIT}{\text{náklad.úroky}} + 3,97 \cdot \frac{EBIT}{\text{aktiva}} + 0,21 \cdot \frac{\text{výnosy}}{\text{aktiva}} + 0,09 \cdot \frac{\text{ob.aktiva}}{\text{krátk.závazky}} \quad (2)$$

Pokud je hodnota indexu IN05 menší než 0,9, je zde velká pravděpodobnost bankrotu podniku s pravděpodobností 86 %. Naopak pokud je hodnota IN05 vyšší než 1,6, podnik tvoří hodnotu. Pokud se výsledek pohybuje mezi 0,9 – 1,6, v tomto rozmezí existuje šedá zóna. Výhodou tohoto modelu je jednoduchost a odstranění subjektivity při výběru ukazatelů. Nevýhodou je shrnutí stavu podniku do jednoho čísla. Kvůli tomu jsou ztraceny informace o původu podnikových problémů a s tím související možnosti jejich odstranění. (Scholleová, 2012)

2.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Provozně nutná aktiva znamenají aktiva, která podnik potřebuje k provozování své činnosti. V průmyslu se může jednat přibližně o 20 % z celkových kapacit. Ostatní aktiva jsou označena jako provozně nepotřebná. (Mařík, 2018) Mezi provozně nepotřebná aktiva patří například finanční investice, pro hlavní provoz nepotřebná část hotovosti a nemovitosti (rekreační objekty). Zpravidla se jedná o aktivum, které je možné volně prodat a není tím dotčena vlastní činnost podniku a nemá vliv na výnosovou hodnotu. (Zima, 2016)

Spolu s rozdělením aktiv by měly být vyřazeny výnosy a náklady, které souvisejí s provozně nepotřebnými aktivy. Existují tři důvody pro toto rozčlenění majetku. Část majetku nemusí být využívána a neplynou z něj žádné příjmy. Příkladem mohou být nevyužité pozemky nebo peněžní prostředky. Dále by se měla vyčlenit aktiva, která nesouvisejí s provozem i v případě, že část příjmů přinášejí. Důvodem je, že tato rizika spojená s příjmy mohou být odlišná od rizika hlavního provozu podniku. Posledním důvodem je, že k ocenění jednotlivých skupin aktiv se přistupuje rozdílně a používají

se jiné metody. Provozně potřebná aktiva, která jsou součástí podniku, se mohou oceňovat výnosovou metodou. Provozně nepotřebná aktiva se oceňují samostatně.

Tyto informace jsou důležité nejen pro oceňovatele, ale je také důležité, že při nevyčlenění neprovozního majetku bude výsledné ocenění s největší pravděpodobností chápáno jako chybné. (Mařík, 2018)

2.5 Provozně nutný investovaný kapitál

Pokud rozčleníme aktiva na provozně potřebná a nepotřebná, je dále vhodné vyčíslit kapitál investovaný do provozně potřebných aktiv pro minulé roky. Tento propočet vychází z rozvahy a jedná se o bilanční sumu, kterou je nutné upravit ve dvou směrech. Za prvé, vyřadit položky aktiv, které jsou považovány za provozně nepotřebné. Druhý směr obsahuje oběžná aktiva, která jsou snížena o závazky, u kterých není možné vyčíslit náklady (např. úroky). Příkladem mohou být závazky vůči dodavatelům nebo zaměstnancům. Dále se pak nepracuje s oběžnými aktivy, ale s upraveným pracovním kapitálem, kam se dále přičítá časové rozlišení aktiv a odečítá časové rozlišení pasiv. Celkový provozně nutný investovaný kapitál je součtem provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného (upraveného) pracovního kapitálu. (Mařík, 2018)

2.6 Generátory hodnoty

Dle Maříka (2018, str. 149) se jedná o soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku. Jedná se o finanční i nefinanční veličiny. Finanční generátory jsou oproti nefinančním měřitelné v peněžních jednotkách. Jako příklad lze použít značku výrobků, u které je potřeba identifikovat její finanční výnos. Tím může být vyšší cena, za kterou je podnik schopen své výrobky zpeněžit. Mezi nefinanční veličiny patří například značka výrobků, dobré jméno podniku, know how nebo dlouhodobé vztahy se zákazníky. (Čižinská, 2018) Mařík (2018, str. 149) a Čižinská (2018, str. 23) za generátory hodnoty považují tržby a jejich růst, marže provozního zisku, investice do pracovního kapitálu, investice do dlouhodobého provozně nutného majetku, diskontní míru,

způsob financování (velikost cizího kapitálu) a dobu, po kterou předpokládáme generování pozitivního peněžního toku (doba existence podniku).

Generátory hodnoty zavádíme z různých důvodů. Prvním důvodem je, že hodnota podniku závisí na schopnosti vytvářet volné peněžní toky do budoucna a je třeba se soustředit na ty veličiny, které hodnotu rozhodujícím způsobem ovlivňují. Díky generátorům hodnoty lze získat lepší pohled do minulosti podniku a zjistit, zda podnik tvořil hodnotu nebo ne. Posledním důvodem je tvorba základní kostry finančního plánu. Ten by měl být pouze rozvedením projekce generátorů hodnoty. (Mařík, 2018)

Tržby

Výsledkem strategické analýzy je predikce budoucích tržeb, tj. odpověď na to, kolik bychom mohli prodat s ohledem na vývoj tržních podmínek. Kapacitní možnosti mohou ovlivnit tuto prognózu zejména pro nejbližší období. (Mařík, 2018)

Marže provozního zisku

Provozní zisková marže je důležitá pro výsledné ocenění. Vypočítá se jako poměr korigovaného provozního výsledku hospodaření (dále KPVH) k tržbám. (Mařík, 2018) Zisková marže závisí na oboru podnikání a provozní efektivnosti podniku. Pokud má podnik vyšší ziskovou marži, je možné držet nižší čistý pracovní kapitál. Důvodem je, že provozní náklady ve vztahu k tržbám jsou relativně nízké a k úhradě výdajů spojených s provozní činností stačí inkasovaný zisk. (Režňáková, 2010) Tento vztah lze vyjádřit vzorcem (3).

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{\text{Korigovaný provozní výsledek hospodaření}}{\text{Tržby}} \quad (3)$$

Pracovní kapitál

V rámci finanční analýzy se jedná o rozdíl mezi krátkodobými aktivy a pasivy. (Brealey et al., 2014) Pracovní kapitál, se kterým se pracuje jako s generátorem hodnoty, musí obsahovat dvě základní modifikace. První modifikací je, že od oběžných aktiv se neodečte celý krátkodobý cizí kapitál, ale jen neúročený cizí kapitál. Konečná úprava je následující (4).

$$\text{Pracovní kapitál} = \text{peněžní prostředky} + \text{zásoby} + \text{pohledávky} - \text{neúročené závazky} + \text{časové rozlišení aktiv} - \text{časové rozlišení pasiv} \quad (4)$$

Druhá modifikace obsahuje započítání veličin jen v rozsahu provozně potřebném. Jedná se o takovou výši, kterou vyžadují základní činnosti podniku. (Mařík, 2018) Podle Kollera et al. (2015, str. 196) se do provozně potřebných aktiv zahrnují oběžná aktiva nezbytná pro provoz podniku, včetně provozních hotovostních peněz, pohledávek z obchodního styku a časové rozlišení. Vyloučena je přebytná hotovost a obchodovatelné cenné papíry.

Investice do dlouhodobého provozně nutného majetku

Jedná se o obtížnější analýzy generátorů hodnoty, neboť investice se zpravidla nevyvíjejí plynulým způsobem. Druhým důvodem jsou investice v konkurenčním světě, které jsou nezbytnou podmínkou pro přežití daného podniku. Je třeba chápat investice širěji a to tak, aby zahrnovaly investice do výzkumu a vývoje a investice do lidského kapitálu. (Mařík, 2018)

2.7 Sestavení finančního plánu

V případě využití výnosových metod je vhodné předem sestavit kompletní finanční plán. (Mařík, 2018) Plán má podobu základních účetních výkazů a jeho součástí je i návrh rozdělení zisku a specifikace investic na příslušná období. (Kislingerová, 2001) Cílem pro sestavení finančního plánu je sestavení dokumentu, ze kterého bude možné čerpat potřebná data k výpočtu vzorců v rámci oceňování. (Vochozka a Mulač, 2012) Měl by vycházet z dlouhodobé koncepce podniku, která odpovídá vizi a jasné strategii. (Mařík, 2018)

Při sestavování finančního plánu je důležité zohlednit minulost podniku, ale také aktuální a budoucí situaci pro fungování podniku. Příkladem mohou být změny v rámci mikroprostředí a makroprostředí. (Kislingerová, 2001)

3 Metody oceňování

Kapitola analyzuje jednotlivé metody, mezi které lze zařadit výnosové metody, tržní metody a majetkové metody.

Oceňování a hodnocení podniku je závislé na velkém množství faktorů a volba metod hodnocení není pokaždé jednoznačná. (Váchal a Vochozka, 2013) Každý oceňovatel zohledňuje jiné specifické aspekty firmy a může to vést k částečně odlišným výsledkům. (Fazzini, 2018)

Konečná hodnota podniku je většinou zkonstruována použitím více oceňovacích metod. (Váchal a Vochozka, 2013) Konečné ocenění by mělo být tvořeno spojením výsledků jednotlivých metod. (Mařík, 2018) Následující tabulka č. 1 zobrazuje přehled základních metod aplikovaných při oceňování majetku.

Tabulka 1: Metody oceňování podniku

<p>1. Výnosové metody</p> <ul style="list-style-type: none">- Metoda diskontovaných peněžních toků (DFC)- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů- Kombinované (korigované) výnosové metody- Metoda ekonomické přidané hodnoty
<p>2. Tržní metody</p> <ul style="list-style-type: none">- Ocenění na základě tržní kapitalizace- Ocenění na základě srovnatelných podniků- Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu- Ocenění na základě srovnatelných transakcí- Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů
<p>3. Majetkové metody</p> <ul style="list-style-type: none">- Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen- Substanční hodnota na principu reprodukčních cen- Substanční hodnota na principu úspory nákladů- Likvidační hodnota- Majetkové ocenění na principu tržních hodnot

Zdroj: Mařík 2018, str. 45, upraveno

Výnosové metody jsou založeny na principu stanovení současné hodnoty budoucích očekávaných výnosů, které jsou generovány danými aktivy podniku. (Čižinská a Marinič, 2010) Váchal a Vochozka (2013, str. 142) považují výnosové metody jako nejrozšířenější metody pro určení ceny podniku. Tyto metody berou v úvahu alternativní využití kupujících, kteří mohou kapitál investovat nebo přeměnit v podnik. Hodnota podniku odpovídá hodnotě všech příštích příjmů. V případě použití výnosové metody je potřeba sestavit prognózu pro relevantní trh na základě minulého vývoje a na základě analýzy šancí a rizik, navrhnout dlouhodobý plán obratu, nákladů, výnosů a investic a také určit dosažitelný zisk. (Vochozka a Váchal, 2013)

Tržní metody jsou blízké běžnému občanovi, který má v úmyslu něco prodat. Nejjednodušší otázkou je, za kolik se v daném období daná věc prodává. (Mařík, 2018) Váchal a Vochozka (2013, str. 143) říkají, že „Jsou založené na stanovení ceny

podniku jako rovnovážná tržní cena, která je výsledkem vzájemné interakce nabídky s poptávkou.“ Jedná se o metody, které jsou založené na analýze aktuálních cen na trhu. Hodnota podniku je stanovena jako součin podílu tržní ceny akcie srovnatelných podniků a zisku na akcii v těchto podnicích a zisku oceňované společnosti. (Čižinská a Režňáková, 2007)

Majetkové metody analyzují a oceňují každou majetkovou složku podniku. (Zima, 2016) Vedou ke zjištění majetkové podstaty podniku, která je označována jako substanční hodnota. Substanční metoda je chápána jako pojem, který obsahuje všechny varianty majetkového ocenění. Majetková hodnota je definována jako souhrn individuálně oceněných položek majetku, od kterého je následně odečtena suma individuálně oceněných závazků. Velikost majetku je dána množstvím a strukturou položek majetku. (Mařík, 2018) Používají se veličiny, které se označují jako stavové veličiny. Tyto metody vyjadřují stav majetku a závazků podniku k určitému časovému okamžiku. (Kislingerová, 2001) Respektují faktor času, ale nerespektují výnosnost podniku. (Váchal a Vochozka, 2013)

3.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

Jedná se o základní a nejvíce rozšířenou výnosovou metodu. (Fotr, 2012) Peněžní toky jsou reálným příjmem a přesně odrážejí teoretickou definici hodnoty. (Mařík, 2018)

Pro výpočet metody diskontovaných peněžních toků lze využít tři základní techniky. Jejich smyslem je zjistit výnosové ocenění vlastního kapitálu. Jednotlivé metody se mezi sebou liší postupem, kterým se k hodnotě vlastního kapitálu dospěje. Mezi jednotlivé metody patří:

- metoda „entity“ (angl. Entity approach) – jednotka zde označuje podnik jako celek,
- metoda „equity“ (angl. Equity approach) – equity = vlastní kapitál,
- metoda „APV“ (anlg. Adjusted present value – upravená současná hodnota).

Metoda entity dělí výpočet do dvou kroků. Nejdříve vychází z peněžních toků, které by byly k dispozici pro vlastníky i pro věřitele a pomocí diskontování se získá hodnota

podniku jako celku. Tato hodnota je dále označována jako hodnota brutto H_b . Od ní se v druhém kroku odečte hodnota cizího kapitálu ke dni ocenění a získá se hodnota vlastního kapitálu, která je označována jako hodnota netto H_n . (Mařík, 2018) Podnik je chápán na úrovni investovaného kapitálu a ten představuje velikost provozně nutného majetku a kapitálu, který je na něj vázaný. Mezi vstupní veličiny patří investovaný kapitál, volné cash flow, prognóza Free Cash Flow (FCF) a odhad nákladů na kapitál a WACC. (Janíček a Marek, 2013)

Nevýhodou metody DCF entity je, že ignoruje riziko a nejistotu a kvůli tomu nelze správně posoudit investice s nelineárními výnosy. V rámci procesu diskontování používá jedinou diskontní sazbu bez ohledu na riziko nebo rozdíly ve financování. Vytváří pouze jeden odhad hodnoty. Pro lepší zachycení různé nejistoty by bylo lepší poskytovat rozsah nejistot. (Prasetyo et al., 2021)

Metoda equity vychází z peněžních toků, které jsou dostupné pouze pro vlastníky podniku. Diskontováním se získá přímo hodnota vlastního kapitálu H_n .

Metoda APV je také rozdělena do dvou kroků. Nejdříve se získá hodnota podniku jako celku H_b , a to součtem položek hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Dále se odečte cizí kapitál a výsledkem je hodnota netto H_n . (Mařík, 2018) V diplomové práci bude použita metoda DFC entity.

Investovaný kapitál

Podnik jako celek je chápán na úrovni investovaného kapitálu, nikoliv na úrovni bilanční sumy. Je velmi důležitý pro metodu DCF. (Mařík, 2018) Investovaný kapitál představuje velikost provozně nutného majetku a v něm vázaném kapitálu. Způsob definování provozního investovaného kapitálu a neprovozního majetku má klíčový vliv na metodu výpočtu volných cash flow. (Janíček a Marek, 2013)

Výpočet investovaného kapitálu vychází z rozvahy, kterou je nutné upravit ve dvou směrech:

- úprava, která plyne z potřeby určit náklady na investovaný kapitál,
- úprava bilanční sumy, která spočívá v rozčlenění aktiv na provozně potřebná a provozně nepotřebná aktiva.

Kapitál podniku je zobrazen v rozvaze na straně pasiv. Zde jsou informace o vlastním kapitálu, rezervách, cizím úročeném kapitálu, explicitně neúročených závazcích a časovém rozlišení. Je velmi jednoduché určit náklady na úročený cizí kapitál. Problémem je odhadnout náklady na vlastní kapitál a závazky. Část závazků tvoří závazky z obchodních vztahů a náklady na úvěr jsou obsaženy v ceně dodávek. Z tohoto důvodu je nemožné tuto položku určit. Proto se dále pracuje s oběžnými aktivy, která se sníží o závazky. Výsledkem je pracovní kapitál, který je nutné modifikovat pro potřeby investovaného kapitálu. Oběžná aktiva se tedy nebudou snižovat o veškeré dluhy, které jsou splatné do roka, ale o dluhy, u kterých je obtížné zjistit náklady. Mezi závazky splatné do roka, o které by se měla aktiva snížit, patří závazky z obchodních vztahů, k zaměstnancům, ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění, závazky vůči státu, krátkodobé přijaté zálohy a dohadné účty pasivní. (Mařík, 2018)

Druhou úpravou je úprava bilanční sumy v rozčlenění provozně potřebných a nepotřebných aktiv s promítnutím do investovaného kapitálu. Vymezení položek provozně potřebného investovaného kapitálu a neprovozního majetku má velký vliv na způsob výpočtu volných peněžních toků. (Mařík, 2018)

Peněžní toky pro metodu DCF entity

Východiskem pro výpočet metody DCF jsou volné peněžní toky FCF (free cash flow). Je nutné určit, jakou částku peněz je možné si vzít z podniku bez toho, aniž by byl narušen jeho předpokládaný vývoj. (Mařík, 2018) Provozní peněžní tok je nutné upravit o investice, které jsou potřebné pro dosažení stanovené výše peněžních toků v budoucnu. V rámci metody DCF entity se pracuje s volnými peněžními toky - Free cash flow to the firm (dále FCFF). (Janíček a Marek, 2013) Jedná se o korigovaný provozní výsledek hospodaření.

Princip řešení volného peněžního toku, jak byl představen Janíčkem a Markem (2013), je zobrazen v tabulce č. 2.

Tabulka 2: Výpočet volného peněžního toku

+	Provozní výsledek hospodaření (z výsledovky)
+	Provozní náklady jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+	Výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného majetku
+	Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem
=	Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVD)
-	Upravená daň z příjmů
=	Korigovaný provozní výsledek hospodaření po zdanění (KPV)
+	Odpisy
+	Ostatní náklady započtené v provozním výsledku hospodaření, které nejsou výdaji v běžném období
=	Předběžný peněžní tok z provozu
-	Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
-	Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
=	Volný peněžní tok (FCF)

Zdroj: Janíček a Marek, 2013, str. 385, upraveno

Hodnota podniku

V rámci metody DCF je důležité určit hodnotu podniku. Předpokládá se, že podnik bude existovat nepřetržitě dlouhou dobu a pracuje se s předpokladem „going concern“. Díky tomu se využívá dvoufázová metoda a hodnota podniku se vypočítá pomocí následujícího vztahu (5).

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T} \quad (5)$$

Kde: T – délka první fáze v letech

PH – pokračující hodnota

i_k – kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu

$FCFF_t$ – free cash flow to firm – volné peněžní toky do firmy

Pokračující hodnotou se rozumí současná hodnota očekávaných peněžních toků od konce první fáze až do nekonečna. (Mařík, 2018)

Diskontní míra

V případě využití DCF entity se diskontní míra stanovuje na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). Ty odpovídají příjmům, které investoři očekávají z investic do podniku spolu s odpovídajícím rizikem. Průměrné vážené náklady kapitálu jsou zobrazeny následujícím vztahem (6). (Mařík, 2018)

$$WACC = n_{CK} \cdot (1 - d) \cdot \frac{CK}{K} + n_{VK(Z)} \cdot \frac{VK}{K} \quad (6)$$

Kde: n_{CK} – náklady na cizí kapitál

d – sazba daně z příjmů platná pro oceňovaný subjekt

CK – tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku

$n_{VK(Z)}$ – náklady na vlastní kapitál

VK – tržní hodnota vlastního kapitálu

K – celková tržní hodnota investovaného kapitálu, $K = VK + CK$

Předpokládá se, že správná diskontní míra by měla vyvažovat rizika a výhody týkající se nezávislého investora, které by měl, pokud by poskytnul svůj kapitál dané společnosti. (Zima, 2016) Do cizího kapitálu nelze zahrnout neúročená pasiva, mezi která patří například závazky vůči dodavatelům. Podíl na celkovém investovaném kapitálu je nutné počítat prostřednictvím tržních hodnot, ne účetních. (Mařík, 2018)

Postup výpočtu nákladů celkového kapitálu je rozdělen do čtyř kroků. Prvním krokem je určení váhy jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu. Kapitálová struktura se zjišťuje na základě tržních hodnot. (Mařík, 2018) Je potřebné oběma složkám kapitálu určit váhu pro zjištění průměrných vážených nákladů kapitálu. Nevýhodou je, že se kapitálová struktura časem mění. (Zima, 2016) Další nevýhodou je, že někteří analytici diskontují všechny budoucí peněžní toky

konstantními kapitálovými náklady a předpokládají, že společnost udržuje kapitálovou strukturu konstantní. (Koller et al., 2015)

Druhým krokem je určení nákladů na cizí kapitál. Jedná se o propočet váženého průměru z efektivních úrokových sazeb, které jsou hrazeny z různých forem cizích zdrojů. Mezi nejdůležitější složky patří například úroky nebo disážio, které jsou obsaženy v následujícím vztahu efektivní úrokové míry. (Mařík, 2018) Nejčastěji se jedná o bankovní úvěry, kdy je úroková míra zobrazena v úvěrových smlouvách. Počítá se především s úročenými zdroji cizího kapitálu. (Zima, 2016)

Následující vztah (7) zobrazuje obecný zápis, kterým se stanoví výnosy do doby splatnosti dluhu, který lze použít pro jakýkoli typ úročených cizích zdrojů. (Mařík, 2018)

$$D = \sum_{t=1}^n \frac{U_t(1-d)+S_t}{(1+i)^t} \quad (7)$$

Kde: D – čistá částka peněz získaná výpůjčkou

U_t – úrokové platby

d – sazba daně z příjmů

S_t – splátka dluhu za dohodnutý časový interval

n – počet období, kdy jsou prováděny platby z dluhu

i – hledaná úroková míra, pro kterou je rovnice splněna a která vyjadřuje výši efektivního úroku

Třetí krok spočívá v určení nákladů na vlastní kapitál, které jsou dány výnosovým očekáváním investorů, kteří poskytují dané společnosti vlastní kapitál. Je zde důležité zahrnout také riziko. V tomto případě lze využít model CAPM. (Mařík, 2018)

Jedná se o model oceňování kapitálových aktiv. Vychází z dat veřejně obchodovaných společností a zjišťují se jednotlivé prvky, které vstupují do modelu. Mezi tyto prvky patří základní bezriziková míra, koeficient beta a riziková prémie, která tvoří rizikovou složku modelu CAPM. (Zima, 2016) Koeficient beta představuje

míru systematického (tržního) rizika cenného papíru. (Režňáková, 2012) Koller et al. (2015, str. 304) tvrdí, že je základní otázkou odhad rizika společnosti ve vztahu k trhu a následně také odhad koeficientu beta. Model CAPM definuje riziko trhu jako citlivost akcie ve vztahu k akciovému trhu. Náklady vlastních zdrojů se rovnají sumě bezrizikového aktiva a systematického rizika trhu, to je modifikováno koeficientem beta, který je vztažen ke konkrétní společnosti. Tento vztah je vyjádřen vzorcem (8). (Zima, 2016)

$$\text{Náklady vlastního kapitálu (NVK)} = \text{bezriziková míra} + (\beta \cdot \text{riziková prémie trhu}) \quad (8)$$

Závěrečným propočtem je výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu. Vždy musí platit symetrie mezi diskontní mírou a výnosy, které jsou touto mírou diskontovány. Symetrie se může vyskytovat z hlediska investorů, z hlediska daní, cen a z hlediska rizika. (Mařík, 2018)

3.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ekonomická přidaná hodnota představuje podstatný ukazatel výnosnosti, který přesahuje omezení a nedostatky ukazatelů, které byly dosud běžně využívány. Ukazatel EVA měří ekonomický zisk, kterého podnik dosahuje v případě, pokud jsou uhrazeny běžné náklady spolu s náklady kapitálu, a to na rozdíl od účetního zisku včetně nákladů na vlastní kapitál. Zjednodušeně, pokud podnik vykazuje kladný účetní zisk, vykazuje také ekonomický zisk za předpokladu, že je účetní zisk větší než náklady na vložený vlastní kapitál. Znamená to, že podnik nemá tak vysoký účetní zisk, aby kompenzoval všechna rizika vlastníků. (Mařík, 2018) Ekonomická hodnota by mohla nahradit velké množství poměrových ukazatelů. Nevýhodou je, že je vyjádřena absolutně a není možné zajistit srovnání ukazatele spolu s jinou firmou nebo oborovým průměrem. (Růčková, 2021) Klíčovým prvkem, kterým ukazatel EVA obohacuje měření výkonnosti firmy, je informace o skutečné ceně vlastního kapitálu. Promítá implicitní náklady a zobrazuje reálnější celkový finální efekt. (Marinič, 2008)

4 Implementace procesu oceňování společnosti Kofola a.s.

Kapitola je zaměřena na aplikaci teoretických principů oceňování podniku na obchodní závod Kofola a.s. Je zde představena podrobná analýza podniku, díky které je možné provést klíčové kroky potřebné pro provedení kvalitního procesu ocenění podniku.

Důvodů výběru společnosti Kofola a.s. pro aplikování teoretických znalostí je několik. Jedná se o úspěšnou společnost, která distribuuje nealkoholické nápoje v rámci Evropy, díky čemuž poskytuje rozmanité aspekty pro ocenění. Existuje dostatečné množství informací, které jsou potřebné pro provedení veškerých analýz a provedení procesu ocenění podniku. Veškeré údaje jsou čerpány z výročních zpráv společnosti za posledních 5 let.

4.1 Charakteristika společnosti Kofola a.s.

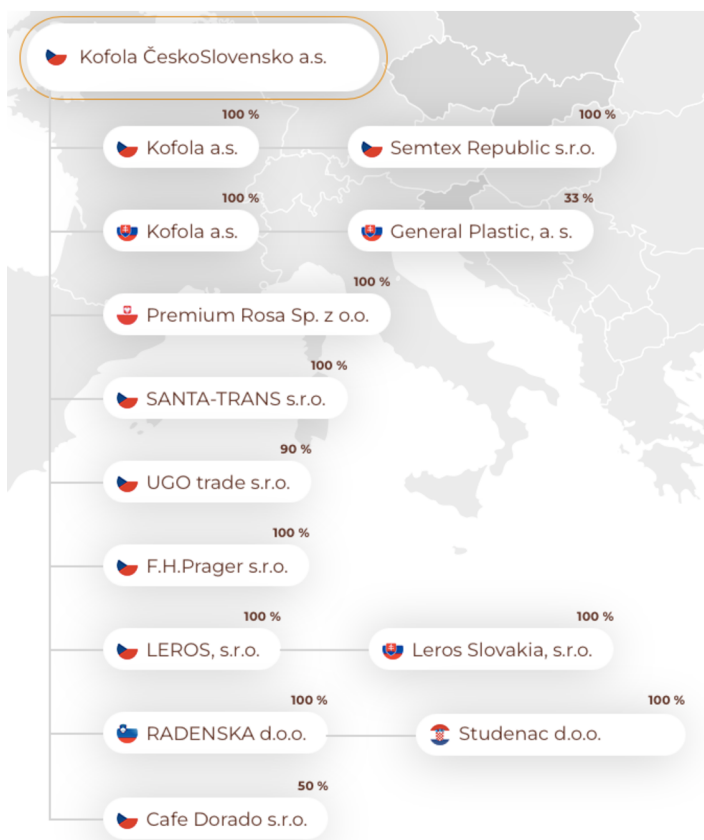
Celý příběh Kofoly začal v roce 1959, kdy byl vytvořen sirup Kofo, který je dnes známý jako nápoj Kofola. Nápoj se stal velmi populární a již v 70. letech se stal každodenní součástí domácností a podniků. Po roce 1989 nastal útlum prodeje. V roce 1993 byla zahájena výroba nápoje v Krnově. V roce 2000 byla uzavřena licenční smlouva s opavským farmaceutickým podnikem Ivax na stáčení nápoje. O dva roky později byla zakoupena registrovaná obchodní známka a originální receptura Kofoly. (Kofola ČeskoSlovensko, 2024)

Základní data o podniku

Společnost působí pod obchodním jménem Kofola a.s. a je akciovou společností. Jejím sídlem je Krnov, Pod Bezručovým vrchem. Zápis do obchodního rejstříku byl proveden 15. května 2006. Společnost se specializuje na výrobu nealkoholických nápojů a dále se věnuje velkoobchodu a službám, které nejsou uvedeny v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona. Kofola a.s. má významnou pozici na českém trhu nealkoholických nápojů a je předním výrobcem a distributorem těchto nápojů. Je založena na silné a rozeznatelné značce a jejím inovativním přístupu k podnikání.

Oproti svým konkurentům z regionu nebo zahraničním konkurentům má silné postavení na trhu. Mezi její hlavní značky na místním trhu patří například Kofola, sirupy Jupí, Rajec voda, energetické nápoje Semtex nebo limonády Top Topic. Dále společnost vlastní licenční smlouvu k výrobě RC Cola nebo džusy Rauch a distribuuje exkluzivní značky jiných výrobců, mezi které lze zařadit Evian, Rauch Happy Day nebo Vincentka. (Kofola, 2022)

Kofola a.s. má svého jediného akcionáře, kterým je Kofola ČeskoSlovensko a.s., přes kterého je zahrnována do konsolidované účetní závěrky. Kofola ČeskoSlovensko a.s. je kótovanou společností na Burze cenných papírů Praha, a.s. Struktura vztahů a vlastnické podíly mezi propojenými osobami k 31. 12. 2022 jsou zobrazeny na obrázku č. 2. (Kofola, 2022)



Obrázek 2: Struktura vztahů a vlastnické podíly mezi propojenými osobami
Zdroj: Kofola a.s., 2022, str. 5

Celá organizační struktura se považuje za Skupinu, kde ovládající osobou je Kofola ČeskoSlovensko a.s. a společnost AETOS a.s. (Kofola, 2022) Společnost AETOS a.s. drží v Kofole ČeskoSlovensko a.s. většinový podíl akcií. (Raška, 2017)

Průměrná cena akcie v únoru 2024 se pohybovala kolem 270 Kč. Nejvyšší cena akcie za posledních pět let činila 420 Kč a nejnižší cena akcie činila 197 Kč. Celkový objem obchodů k 25.2.2024 je vyčíslen na 3 356 642 189 Kč. (Kurzy, 2024)

Kofola a.s. má od počátku roku 2022 čtyři výrobní závody, a to v Krnově, Mnichově Hradišti, Ondrášově a Střáži nad Ohří. Ostatní osoby ovládané ovládající osobou na území České republiky produkují limonády, čaje, čerstvé džusy nebo salaterie. Na Slovensku je výrobní závod se sídlem v Rajecké Lesné. Do skupiny Kofola a.s. patří také společnost RADENSKA d.o.o. se sídlem ve Slovinsku. Ta produkuje minerální vody a nealkoholické nápoje. (Kofola ČeskoSlovensko, 2024a)

4.2 Strategická analýza společnosti Kofola a.s.

Pro provedení kvalitního ocenění podniku je velmi důležitá strategická analýza. Cílem je identifikovat a definovat výnosový potenciál firmy a určit, jak na něj působí vnitřní a vnější prostředí. Prostřednictvím toho bude možné odhadnout budoucí situaci podniku Kofola a.s.

4.2.1 Vymezení relevantního trhu společnosti Kofola a.s.

První částí je vymezení relevantního trhu společnosti Kofola a.s., které bude posuzováno z hlediska geografického umístění, produktů, cílové skupiny a konkurence.

Vymezení z hlediska geografického

Jak je zřejmé z organizační struktury společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s., celá Skupina operuje na území České republiky, Slovenska, Maďarska, Slovinska a dalších. Ačkoliv se rozšířila do zemí střední Evropy, její hlavní působnost je stále na území České republiky, kde Kofola a.s. především naplňuje poptávku po nealkoholických nápojích. Údaje také potvrzuje následující tabulka č. 3 a obrázek č. 3.

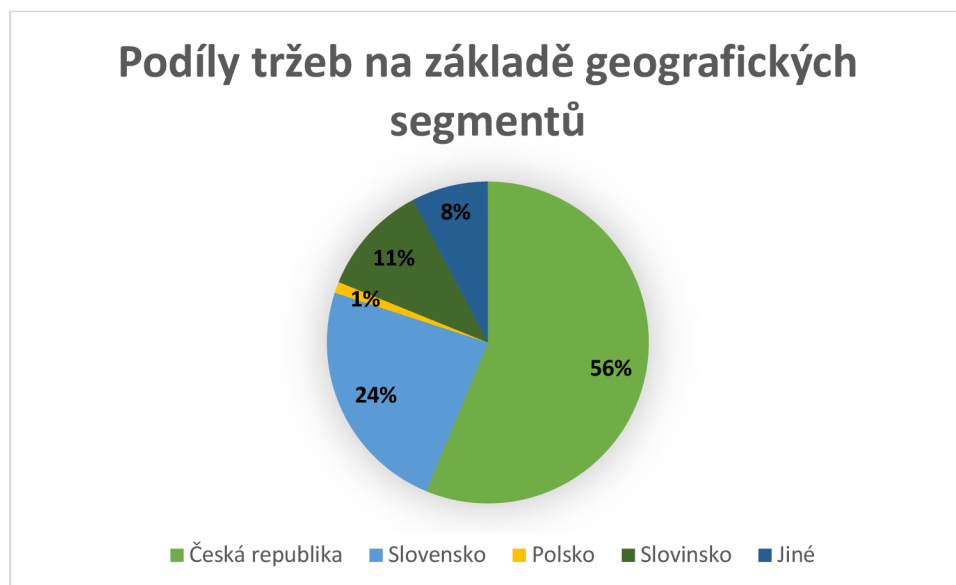
Tabulka 3: Tržby dle geografických segmentů (v mil. Kč)

Geografické segmenty	2018	2019	2020	2021	2022
Česká republika	3 167	3 307	3 330	3 616	4 431
Slovensko	1 691	1 724	1 636	1 663	1 870
Polsko	1 029	66	78	93	88
Slovinsko	755	800	714	757	878
Jiné	477	513	413	507	608
Celkem	7 119	6 410	6 171	6 636	7 875

Zdroj: Kofola ČeskoSlovensko a.s., 2018 – 2022, vlastní zpracování

V tabulce č. 3 jsou vymezeny tržby v jednotlivých zemích za posledních 5 let. Geografický segment „Jiné“ představuje např. Chorvatsko. Celkové tržby za celou Skupinu Kofola do roku 2020 mírně klesaly. Od roku 2020 je zde vidět zvýšení tržeb.

Obrázek č. 3 zobrazuje podíly tržeb jednotlivých zemí na základě geografických segmentů.



Obrázek 3: Podíl tržeb na základě geografických segmentů

Zdroj: Kofola ČeskoSlovensko a.s., 2022

Z obrázku je zřejmé, že největší podíl tržeb za rok 2022 je v České republice, které představují 56 %. Na Slovensku je oproti České republice poloviční podíl tržeb. Ke snížení tržeb došlo zejména v Polsku.

Vymezení z hlediska produktového

Z produktového hlediska je jednou z hlavních aktivit prodej nealkoholických nápojů. Tomu dle klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE) odpovídá číselný kód 1107 pod názvem „Výroba nealkoholických nápojů; stáčení minerálních a ostatních vod do láhví“. Toto odvětví obsahuje výrobu ochucených nebo slazených nápojů, kam lze zařadit citronády, oranžády, koly, ovocné nápoje nebo tonik, vyjma nealkoholického vína a piva. Dále také obsahuje stáčení přírodních minerálních a ostatních vod do láhví. (Kesely, 2018) Ve výroční zprávě za celou Skupinu Kofola jsou uvedeny údaje o tržbách dle jednotlivých produktových řad. Tyto údaje jsou zobrazeny v tabulce č. 4. a obrázku č. 4.

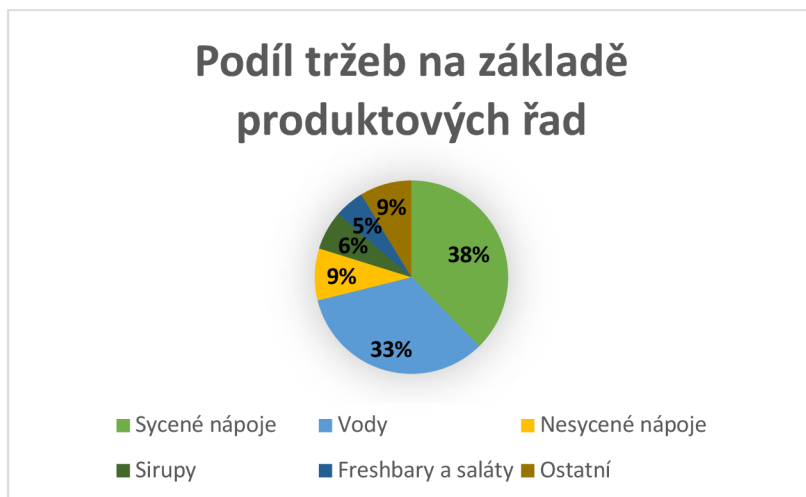
Tabulka 4: Tržby dle produktových řad (v mil. Kč)

Produktové řady	2018	2019	2020	2021	2022
Sycené nápoje	3 033	2 672	2 385	2 528	2 963
Vody	1 939	1 759	2 013	2 214	2 639
Nesycené nápoje	736	681	571	601	683
Sirupy	631	467	494	513	514
Freshbary a saláty	391	421	236	244	394
Ostatní	389	410	472	536	682
Celkem	7119	6410	6171	6636	7875

Zdroj: Kofola ČeskoSlovensko a.s., 2018 – 2022

Z tabulky č. 4 vyplývá, že primární část tržeb v roce 2022 plyne z prodeje sycených nápojů, kam lze zařadit nápoj Kofola, s hodnotou 2 963 mil. Kč, které jsou následovány prodejem balené vody. Nejmenší výnosy plynou z freshbarů a salaterií celkem s 394 mil. Kč. V tabulce jsou údaje za posledních 5 let a z poskytnutých dat lze konstatovat, že procentuální podíl se během let téměř nezměnil. (Kofola ČeskoSlovensko, 2018 – 2022)

Obrázek č. 4 zobrazuje podíly tržeb na základě produktových řad.



Obrázek 4: Podíl tržeb na základě produktových řad
Zdroj: Kofola ČeskoSlovensko a.s., 2022

Z obrázku č. 4 vyplývá, že nejvíce tržeb plyne z prodeje perlivých nápojů a vody. Kolové nápoje se řadí do skupiny perlivých nápojů.

Vymezení z hlediska cílové skupiny

Cílovou skupinou společnosti Kofola a.s. jsou velkoobchody a maloobchody, které odebírají nealkoholické nápoje do svých provozoven. Dále gastronomické provozy, pohostinství a stravovací zařízení. Velkým segmentem jsou také hotely, restaurace a catering. (dále jen „HoReCa“), které tvoří přibližně 40% tržeb společnosti. (J&T Banka, 2020)

Vymezení z hlediska konkurence

Mezi možné konkurenty společnosti Kofola a.s. patří veškeré podniky či soukromé osoby, které se klasifikují stejnou ekonomickou činností podle CZ-NACE a jejich podnikání odpovídá číselnému kódu 1107. Hlavním konkurentem Kofoly jsou společnosti, které nabízejí tzv. kolové nápoje. Jedná se například o Coca-Cola, Pepsi nebo Royal Crown Cola. Dále to mohou být veškeré společnosti, které ve svém portfoliu výrobků nabízejí sirupy, vody, energetické nápoje nebo slazené limonády. Menší význam mají regionální značky nebo podniky, které nabízejí alternativní výrobky k tradičním limonádám, mezi které lze zařadit bylinné nebo sycené nápoje.

4.2.2 Analýza vnějšího prostředí a hodnocení atraktivity trhu

Dalším krokem potřebným pro vymezení relevantního trhu je stanovit hodnocení přitažlivosti trhu. Jedná se o získání podrobnějších informací, zda je daný trh pro podnik zajímavý a přitažlivý. Výstupem hodnocení přitažlivosti trhu je bodová tabulka, která se zaměřuje na vybraná kritéria. Mezi ně lze zařadit celkovou velikost trhu, situaci konkurence, překážky vstupu na trh, možné substituty a vlivy prostředí na podnik.

Velikost a růst trhu

Společnost Kofola a.s. (2022, str. 2) dle výsledků ve výroční zprávě komentuje, že má vedoucí postavení na českém trhu nealkoholických nápojů a patří mezi vedoucí výrobce a distributory nealkoholických nápojů. Lze říci, že trh s nealkoholickými nápoji je již plně zastoupen. Údaje v tabulce č. 7 – Spotřeba nealkoholických nápojů na obyvatele v litrech – zobrazují, že trh nealkoholických nápojů za posledních 5 let klesá. Z tohoto důvodu je uděleno bodové hodnocení v tabulce č. 5 pro růst trhu jeden bod a pro velikost trhu tři body.

Citlivost na konjunkturu

Citlivost na konjunkturu závisí především na ekonomickém prostředí a spotřebitelském chování. V případě ekonomické krize může dojít k tomu, že si lidé nápoj kupovat nebudou, protože je spíše považován za pochoutku pro příležitostné užití oproti nezbytné každodenní potravíně. Z tohoto ohledu jsou zvoleny průměrné 4 body.

Bariéry vstupu

Mezi největší bariéru patří získání vhodné receptury. V roce 2002 se společnosti podařilo koupit registrovanou obchodní známku a získat originální recepturu v hodnotě 215 milionů Kč. Další bariérou je nasycenost trhu. Jak již bylo zmíněno, spotřeba na jednu osobu každoročně klesá již 5 let za sebou. Dalším důvodem je distribuční síť související s konkurencí. Kofola a.s. je velmi silnou značkou na českém trhu a bylo by velmi obtížné zajistit si silnou distribuční síť, protože již dlouhodobě

existují konkurenční značky, které mají své obchodní partnery. Z důvodu větších a obtížnějších bariér vstupu do odvětví je trh ohodnocen 4 body.

Možnosti substituce

Na trhu nealkoholických nápojů je poměrně velká možnost substituce. Mezi hlavní výrobky lze zařadit kolové výrobky jiných značek. Dále mohou zákazníci preferovat jiný typ ochucených nápojů, mezi které lze zařadit limonády, džusy nebo energetické nápoje. Velkým konkurentem a také zdravější variantou je obyčejná voda z kohoutku. Z důvodu velmi jednoduché náhrady produktů Kofola a.s. je uděleno hodnocení s třemi body.

Intenzita konkurence

Pokud je v nealkoholickém průmyslu silná konkurence, je zde velmi malá šance pro přežití malých společností poskytujících nealkoholické nápoje. Zároveň Kofola a.s. má větší výrokovou řadu, tudíž zde je vliv konkurence intenzivnější, protože reaguje na větší množství výrobků. Silná značka může ovlivnit zákazníky konkurence a jejich ochotu vyzkoušet nápoje Kofola. Velkou výhodou oproti konkurenci má v tom, že je možné si nápoj vypít i točený v restauračních zařízeních. Mezi přímé konkurenty patří především nadnárodní společnost Coca-cola, která se prodává téměř po celém světě. Intenzita konkurence je ohodnocena třemi body.

Průměrná rentabilita

Přesné údaje o rentabilitě společnosti Kofola a.s. jsou blíže rozebrány v rámci finanční analýzy. Z výsledků je zřejmé, že se rentabilita v odvětví nealkoholických nápojů pohybuje na průměrných hodnotách. Dle Maříka (2018, str. 82) bude průměrná rentabilita v daném odvětví tím vyšší, čím větší budou bariéry vstupu a možné nižší substituce. Z tohoto důvodu je ohodnocena 4 body.

Struktura zákazníků

Struktura zákazníků v průmyslu nealkoholických nápojů je velmi pestrá. Jedná se o skupiny obyvatel od mladší populace po dospělé a lidi seniorního věku. Tento typ výrobku není omezen věkově. Mezi zákazníky patří lidé, kteří nakupují

v supermarketech a stravují se v restauracích. Struktura zákazníků je velmi pestrá, což je pozitivní faktor s počtem bodů 5.

Vlivy prostředí

Na prodej slazených nealkoholických nápojů mají značný vliv především preference zákazníků. Nápoj Kofola je možné považovat za sezónní nápoj a jeho prodej může být ovlivněn klimatickými podmínkami. Jak již bylo zmíněno, Kofola jako jediný kolový nápoj poskytuje i volbu v točené formě. Na druhou stranu se jedná o slazený nápoj, který může být v rozporu se zdravým životním stylem. Zákazníci místo toho raději zvolí jiný nápoj, který obsahuje menší množství cukru nebo je slazen jinou formou. Dále může být ovlivněn situací týkající se inflace a celkové kupní schopnosti zákazníků. Vlivy prostředí jsou ohodnoceny 4 body.

Vyhodnocení analýzy atraktivity trhu

Následující tabulka č. 5 je odvozena a přepracována dle návrhu autora Maříka (2018). Celkový maximální počet získaných bodů je 96, který je ovlivněn bodovým hodnocením daného kritéria a zároveň každé kritérium obsahuje určitou váhu. Celkový součet vah všech zobrazených kritérií je 16. Dle analýzy atraktivity trhu společnost Kofola a.s. získala v tomto ohledu 51 bodů, což odpovídá 53 % a společnost se dle hodnot analýzy pohybuje okolo průměrných výsledků.

Tabulka 5: Hodnocení atraktivity trhu společnosti Kofola a.s.

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Váha × Body
		Negativní		Průměr			Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5	6	
Růst trhu	3		x						3
Velikost trhu	2				x				6
Intenzita konkurence	3				x				9
Průměrná rentabilita	2					x			8
Bariéry vstupu	1					x			4
Možnosti substituce	1				x				3
Citlivost na konjunkturu	1					x			4
Struktura zákazníků	2						x		10
Vlivy prostředí	1					x			4
Celkem	16								51

Zdroj: Upraveno dle Mařík (2018, str. 84)

Z hodnocení vyplývá, že velkou příležitostí pro společnost Kofola a.s. je, že patří mezi vedoucí podniky při prodeji nealkoholických nápojů na českém trhu. Zároveň jsou zde větší bariéry vstupu z důvodu ochranné známky a vlastnictví originální receptury na nápoj Kofola. Pro Kofolu je velkou příležitostí to, že má uzavřené partnerství s velkým počtem restaurací a velkým počtem marketingových řetězců. Díky tomu se dostane do povědomí velkého počtu zákazníků.

Mezi hrozby lze zařadit zdravý životní styl, což by mohlo mít následky na odbyt slazených nealkoholických nápojů. Zároveň i zvyšující se ceny jednotlivých ingrediencí mohou zvyšovat cenu nápoje, a to by mělo za následek možný odliv zákazníků k levnější konkurenci.

4.2.3 Velikost trhu

Pro určení velikosti trhu jsou využity údaje z Českého statistického úřadu (ČSÚ) týkající se výdajů na konečnou spotřebu domácností podle účelu v běžných cenách v domácím pojetí. Statistiky poskytované ČSÚ byly zvoleny z důvodu podrobnosti, aktuálnosti a důvěryhodnosti poskytovaných dat o spotřebě jednotlivých produktů domácností v České republice. Dle klasifikace individuální spotřeby podle účelu (CZ-COICOP) nápoje společnosti Kofola a.s. patří do kategorie 01200 – Nealkoholické nápoje. (ČSÚ, 2022) Tabulka č. 6 zobrazuje výdaje na konečnou spotřebu domácností.

Tabulka 6: Výdaje na konečnou spotřebu domácností – domácí pojetí (v mil. Kč)

CZ-COICOP	2018	2019	2020	2021	2022
01200 Nealkoholické nápoje	40 723	42 832	44 625	43 962	47 473
Celkem	2 609 600	2 752 354	2 572 209	2 739 482	3 159 097
Podíl	1,56%	1,56%	1,73%	1,60%	1,50%

Zdroj: ČSÚ, 2022, vlastní zpracování

Dle údajů je patrné, že výdaje na nealkoholické nápoje každým rokem rostly. Dále je zde zobrazen podíl na celkovém trhu, který se pohybuje mezi 1,5% – 1,7%. Byl zde nárůst v roce 2020, který do roku 2022 klesl na 1,5 %.

Tabulka č. 7 obsahuje údaje o spotřebě nealkoholických nápojů na jednoho obyvatele v litrech za jeden rok.

Tabulka 7: Spotřeba nealkoholických nápojů na obyvatele za rok (v litrech)

Spotřeba nealkoholických nápojů	2018	2019	2020	2021
Minerální vody	62,5	56,8	54,3	53,8
Sodové vody	31,4	29,6	28,3	29,6
Limonády	92,9	93,8	90,7	87,7
Ostatní nápoje	64,7	66,7	64,9	65,5
Celkem	251,5	246,9	238,2	236,6

Zdroj: ČSÚ, 2021, vlastní zpracování

Pro stanovení spotřeby nealkoholických nápojů byla zvolena časová řada 2018 - 2021, protože údaje za rok 2022 nebyly k dispozici. Celkově došlo ke snížení spotřeby nealkoholických nápojů v roce 2021 ve výši 14,9 litrů oproti roku 2018, což lze vyčíslit na snížení o téměř 6 %.

4.2.4 Analýza vnitřního prostředí a konkurenční síly podniku

Analýza vnitřního prostředí podniku se zaměřuje na odhadnutí vývoje tržního podílu a jeho prognózy do budoucna, na identifikaci hlavních konkurentů, analýzu vnitřního potenciálu a jejich hlavní faktory konkurenční síly. Výstupem jsou silné a slabé stránky podniku Kofola a.s.

Tržní podíl podniku

Ministerstvo zemědělství v roce 2020 zveřejnilo Studii Panorama potravinářského průmyslu, která poskytuje přehled o stavu potravinářského sektoru. Jedná se o nejaktuálnější publikaci, kterou ministerstvo zemědělství vydalo. Výstupem je zveřejnění největších firem ve výrobě nealkoholických nápojů. Mezi ně patří k roku 2020 Coca-Cola HBC ČR, s.r.o., Kofola a.s. a PepsiCo CZ, s.r.o. Významný podíl na trhu minerálních vod má také Skupina Mattoni 1873, a.s., Karlovarská Korunní, s.r.o. nebo Ondráškovka, a.s. (MZe, 2022)

Pro zobrazení tržního podílu v nealkoholickém průmyslu byly vybrány konkurenční společnosti Coca-Cola HBC ČR, s.r.o. a také Skupina Mattoni 1873, a.s., protože má významný podíl na trhu minerálních vod, která se v roce 2018 stala výhradním nápojovým franšizantem a distributorem společnosti PepsiCo. (MediaGuru, 2018) Tržní podíl jednotlivých společností je zobrazen v tabulce č. 8

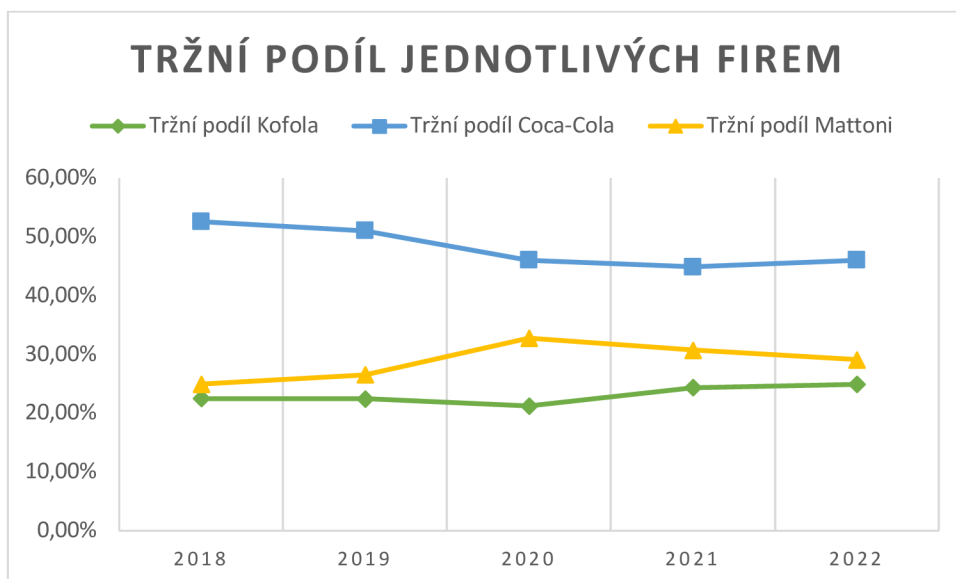
Tabulka 8: Tržby a tržní podíl jednotlivých společností (v mil. Kč.)

Rok	2018	2019	2020	2021	2022
Kofola, a.s.	3 269	3 367	2 967	3 616	4 431
Tržní podíl Kofola	22,49%	22,44%	21,23%	24,37%	24,90%
Coca-Cola HBC ČR, s.r.o.	7 642	7 659	6 432	6 661	8 188
Tržní podíl Coca-Cola	52,57%	51,04%	46,02%	44,89%	46,01%
Skupina Mattoni 1873, a.s.,	3 627	3 981	4 579	4 560	5 179
Tržní podíl Mattoni	24,95%	26,53%	32,76%	30,73%	29,10%
Celkové tržby	14 538	15 007	13 978	14 837	17 798

Zdroj: Výroční zprávy jednotlivých společností, 2018 – 2022, vlastní zpracování

Tržní podíl je určen v závislosti na celkových tržbách jednotlivých konkurenčních podniků. Celkové tržby společnosti Kofola a.s. téměř každým rokem rostly. Výkyv je rok 2020, který mohl být z velké části ovlivněn COVIDEM-19. Celkový tržní podíl společnosti se od roku 2018 do roku 2022 zvýšil.

Na obrázku č. 5 je zobrazen grafický vývoj jednotlivých společností a jejich tržní podíl v letech 2018 – 2022.



Obrázek 5: Tržní podíl jednotlivých konkurenčních firem

Zdroj: Výroční zprávy jednotlivých společností, 2018 – 2022, vlastní zpracování

Z údajů je patrné, že tržní podíl společnosti Kofola a.s. mírně roste od roku 2020, zatímco tržní podíl ostatních společností od roku 2018 spíše klesá, nebo se pohybuje na stejné úrovni.

4.2.5 Identifikace hlavních konkurentů a analýza vnitřního potenciálu

Následující pododíl se věnuje identifikaci největších konkurentů, kteří byli jmenováni v předešlém pododílu (4.2.4 Analýza vnitřního prostředí a konkurenční síly podniku). Jedná se o podrobnou identifikaci společností Coca-Cola HBC ČR, s.r.o. a Skupina Mattoni 1873, a.s. a charakteristiku jejich podnikání. Jak již bylo zmíněno, za předního konkurenta se považuje i společnost PepsiCo CZ, s.r.o., ale byla odkoupena společností Mattoni, proto bude analyzována v rámci této společnosti.

Výstupem je tabulka, která byla nadefinována dle autora Maříka (2018, str. 109). Je důležité jednotlivé faktory konkurenční síly podniku hodnotit především z pohledu toho, jestli daný podnik (Kofola a.s.) má převahu nad konkurencí, nebo jestli je oproti

konkurenci slabší. Výsledkem by měl být odhad možného vývoje tržního podílu společnosti Kofola a.s.

Přímé faktory

Přímé faktory jsou vnímány přímo zákazníkem. V upravené tabulce budou rozebrány jednotlivé faktory, mezi které patří kvalita výrobků, jejich cena, intenzita reklamy, image firmy, udržitelnost a distribuce. Tyto faktory lze ztotožnit s prvky marketingového mixu. (Mařík, 2018)

Kvalita výrobků

Společnost zdůrazňuje, že jejich výrobek je vyroben pouze z kvalitních surovin. Pro své výrobky si pěstují vlastní byliny a díky tomu spolupracují také s místní komunitou. Zároveň jejich vlastní zaměstnanci sklízí a zpracovávají suroviny. Jejich cílem je znát celou životní cestu výrobku, od semínka až po finální produkt. (Kofola ČeskoSlovensko, 2024b) Kvalitu výrobků lze porovnat v rámci složení kolových nápojů na 100 ml. Nápoj Kofola obsahuje 8 g cukru, Coca-Cola obsahuje 11,2 g cukru a Pepsi 11 g. Kofola a.s. se tedy oproti své konkurenci může prezentovat nejmenším podílem cukru v nápoji na 100 ml, a to o více než 30%. Co se týče kvality výrobků, Kofola a.s. si vede téměř srovnatelně s konkurencí s mírným náskokem. Z tohoto důvodu je ohodnocena průměrnými 4 body.

Cena

Cena je jedním z důležitých faktorů, které ovlivňují, jestli si zákazník vybere Kofolu nebo jiný konkurenční výrobek. Pokud je cena stanovena na správné úrovni, může to vést k opakovaným nákupům a udržení věrnosti zákazníků. Cena hraje také velkou roli v období ekonomické krize, kdy jsou zákazníci mnohem náchylnější na cenu a hledají dostupné produkty. Na druhou stranu někteří zákazníci v levném kolovém nápoji nevidí kvalitu.

Dle průzkumu provedeného na cenovém srovnávači Heureka se k lednu 2024 cena Kofoly za 1 litr v PET láhvi průměrně pohybuje kolem 25 – 30 Kč běžné ceny bez akce. Ceny konkurenční značky Coca-Coly se pohybují v rozmezí 35 – 40 Kč. Kolové nápoje značky Pepsi se prodávají v rozmezí 32 – 35 Kč. Je nutno však zmínit, že ceny se

mohou u jednotlivých prodejců lišit. Ze srovnání vyplývá, že Kofola a.s. svůj nápoj prodává za nejnižší cenu oproti své konkurenci. Z tohoto důvodu je cena ohodnocena 4 body.

Intenzita reklamy

Jakmile se řekne reklama a Kofola dohromady, téměř každý jedinec si vybaví tématickou vánoční reklamu „Nene, já nemusím, já už ho vidím“ v roli s holčičkou a prasátkem. Tato reklama je již 20. rokem součástí předvánočních reklam v zimních obdobích na televizních obrazovkách.

V roce 2022 byla Kofola ČeskoSlovensko a.s. označena jako nejdůvěryhodnější značka za rok 2022 mezi sycenými a nealkoholickými nápoji. Toto ocenění získala v nezávislém průzkumu téměř 900 značek v 90 kategoriích. (Kofola ČeskoSlovensko, 2022) Důvodem růstu tržeb v České republice je také mimořádné úsilí a výkon marketingového a obchodního oddělení. V roce 2022 celá Skupina Kofola reagovala na nepříznivý makroekonomický vývoj řadou úsporných opatření, kam lze zařadit i úspory v marketingu. (Kofola ČeskoSlovensko, 2022) Společnost si oproti konkurenci vede mírně nadprůměrně, a proto je intenzita reklamy ohodnocena 4 body.

Image firmy

Kofola a.s. si dokázala vytvořit velmi silnou a pozitivní image. Má velmi dlouhou historii a zároveň se prezentuje jako domácí a regionální společnost, čímž se může odlišit například od společnosti Coca-Cola. Dále je také nápoj Kofola vnímán jako originální, protože do svých nápojů používá sirup Kofo a zároveň vlastní originální recepturu Kofoly. Dále může být Kofola a.s. vnímána jako exkluzivní značka, která jako jediná oproti svým konkurenčním firmám poskytuje svůj nápoj v točené podobě. Tyto nápoje jsou zákazníky vnímány jako čerstvé a kvalitní a mohou z něj mít lepší požitek než z PET láhve. Mezi zákazníky má velmi pozitivní image, proto je toto kritérium ohodnoceno 5 body.

Udržitelnost

Pro Kofolu je udržitelnost velkým tématem již několik let a stejně jako mnoho jiných firem se snaží zmírnit negativní dopad na životní prostředí. Udržitelnosti se věnují také

na svých internetových stránkách a mezi aktuality zařadili také „EKOFOLU“, díky kterému informují své zákazníky o novinkách v dané oblasti. (Kofola ČeskoSlovensko, 2024c) Kofola a.s. usiluje o ochranu vodních zdrojů a přichází s obalovými inovacemi. Jejich cílem je, aby do roku 2025 byly veškeré obaly 100 % recyklovatelné nebo kompostovatelné což by zamezilo zbytečnému odpadu. Zároveň se také mezi svůj majetek snaží zařadit kamiony na CNG pohon.

V případě Coca-Coly Houska (2018) deklaruje na výsledcích z globálních úklidových akcí, společně s Greenpeace, že Coca-Cola je největším producentem plastového odpadu na zemi. Zároveň kousek od ní stojí také společnost PepsiCo. Z tohoto důvodu byla udržitelnost ohodnocena průměrnými 4 body.

Šířka a hloubka sortimentu

Skupina Kofola, podobně jako její konkurence, má velmi pestrý sortiment. Na obrázku č. 6 jsou vidět jednotlivé kategorie a jejich hlavní značky.

Hlavní značky dle kategorií jsou znázorněny ve vizualizaci níže:

KATEGORIE	HLAVNÍ VLASTNÍ ZNAČKY	DISTRIBUOVANÉ A LICENCOVANÉ ZNAČKY
Vody	RAJEC, Radenska, KLÁSTORSKÁ, STUDENÁ, studena, KORUNNÍ, Ondrášovka	evian, VINCENKA
Neperlivé nápoje	Jupik, PREMIUM ROSA, NASZE DOMOWE	RAUICH
Perlivé nápoje	kofola, Vinea, TOP, TIGRA FOSFO, OJA, INKA, nana	ROYAL CROWN, Pepsi, ORION
Sirupy	JUPIS	
Freshbary a salaterie	UGO	
Ostatní	SEMTEX, LEROS, CAFÉ RESERVA, PRAGER, Trappistini	Dilmah

Obrázek 6: Hlavní značky dle kategorií

Zdroj: Výroční Kofola Československo a.s., 2022

Je zřejmé, že se výroba soustřeďuje na téměř celou nabídku nealkoholických nápojů. Dle výroční zprávy Kofola Československo a.s. (2022) mezi klíčové značky sycených nápojů patří Kofola a Vinea a dále vody například Radenska, Rajec nebo Korunní,

čerstvé šťávy a saláty UGO nebo čaje Leros a káva značky Café Reserva a Trepallini. Celé portfolio Skupiny obsahuje více než 30 značek se širokým trhem. Klíčovou značkou je Kofola. Konkurenti, jako například Mattoni nebo Coca-Cola mají podobnou šířku svého sortimentu. Z tohoto důvodu je šířka sortimentu ohodnocena průměrnými třemi body.

Distribuce

Distribuci lze vnímat ze dvou pohledů. Prvním typem je balení, kterým jsou nápoje distribuovány ke konečnému zákazníkovi. Kofola a.s. k distribuci svých produktů používá různorodou nabídku typů balení, včetně sudů. Sudy umožňují svým klientům ze skupiny HoReCa podávat točenou Kofolu pro zákazníky, která je distribuovaná v KEG (sud). KEG se považuje za velmi ekologicky šetrný obal. Druhým pohledem je distribuce ke konečnému zákazníkovi. Kofola a.s. své produkty distribuuje prostřednictvím maloobchodu, HoReCa a distribučních kanálů. Distribuce, stejně jako hloubka a šířka sortimentu, je srovnatelná s konkurencí. Z tohoto důvodu je také ohodnocena průměrnými třemi body.

Nepřímé faktory

V rámci nepřímých faktorů budou porovnávány faktory, mezi které lze zařadit kvalitu managementu, výkonný personál, inovace a finanční situaci podniku.

Kvalita managementu

Hodnocení kvality managementu je obtížné z důvodu nedostatečné veřejné dostupnosti materiálů, které by poskytovaly relevantní informace. Jedná se o velmi komplexní ukazatel, který může být ovlivněn několika faktory, které je nutné vzít v potaz. Kofola a.s. má již několik let po sobě výborné finanční výsledky a efektivně využívá své zdroje. Snaží se provádět inovace ve výrobě nebo například v již zmíněných obalech výrobků. Dále je také nutné zmínit, že jednotliví zákazníci jsou spokojeni a k nápoji se opakovaně vrací a doporučují ho dál i díky jeho kvalitě a pestré chuti. Kofola a.s. si udržuje svoji pověst a značku. Kvalitu managementu lze považovat za mírně nadprůměrnou, protože se Kofola a.s. vede velmi dobře, proto je ohodnocena 4 body.

Výkonný management a zaměstnanci

V rámci celé Skupiny Kofola ve své výroční zprávě (Kofola ČeskoSlovensko, 2022) v souvislosti s otázkou zaměstnanosti uvádí, že společnost nemusí být schopna udržet nebo přilákat potřebný personál. Tento fakt se snaží co nejvíce zmírnit. Riziko omezuje prostřednictvím udržování silné kultury odpovědnosti. Dále investuje do systému benefitů a osobního rozvoje zaměstnanců. Součástí toho je jejím cílem budovat vůdcovské schopnosti zaměstnanců. Výkonný management soustavně pozoruje podmínky uvnitř podniku a na trhu práce.

Společnosti rostou osobní náklady kvůli nízké míře nezaměstnanosti a vysoké inflaci. Management podrobně analyzuje situaci a implementuje systém odměňování dle segmentů a provozuje i individuální přístup v odměňování na základě kompetencí zaměstnance. Cílem Kofoly je se srovnat s trhem práce. Z výše vypsanych důvodů jsou výkonný management a zaměstnanci ohodnoceni průměrnými třemi body, protože konkurence je na tom velmi podobně.

Inovace

Kofola a.s. se v rámci své výroby a podnikání snaží zavést co nejvíce inovací. V roce 2022 získala cenu Obal roku pro cider F.H. Prager v kategorii Beer Design Touch za inovativní produktový design. Další cenou, kterou Kofola a.s. v roce 2022 získala, je hlavní cena Českého Goodwillu pro Kofolu, tj. ocenění pro firmy, kterých si lidé váží. Předmětem výběru byly tři nejsilnější příběhy v kategoriích tradice, partner a právě inovace. (Kofola ČeskoSlovensko, 2022)

V roce 2023 Kofola a.s. přišla s obalovou inovací, díky které se snížilo využívání PET materiálu o více než 1 000 tun a sjednotila barvu lahví, aby byla snadnější jejich recyklace. (Kofola ČeskoSlovensko, 2023) Kofola a.s. si v inovacích vede velmi dobře. Ale stejně tak si vede konkurence, která také získala některá ocenění nebo inovuje své obaly na více recyklovatelné, proto je ohodnocena třemi body.

Finanční situace

Finanční situaci se blíže věnuje následující oddíl (4.3 Finanční analýza), kde jsou rozebrány vybrané finanční ukazatele. Dle výsledků ve výročních zprávách za

poslední roky ale vyplývá, že se společnosti daří a není ohrožena krizí či vnějšími faktory okolí.

Tabulka č. 9 zobrazuje vyhodnocení jednotlivých faktorů včetně přidělených bodů společnosti Kofola a.s.

Tabulka 9: Vyhodnocení konkurenční síly podniku

	Kritérium	Váha	Hodnocení						Váha x	
			Konkurence má převahu		Průměr		Podnik má převahu			
			0	1	2	3	4	5	6	Body
Přímé faktory	1. Kvalita výrobků	2					x			8
	2. Cenová úroveň	3					x			12
	3. Intenzita reklamy	1					x			4
	4. Šířka a hloubka sortimentu	1				x				3
	5. Výhody distribuce	2				x				6
	6. Image firmy	1						x		5
	7. Udržitelnost	2					x			8
Nepřímé faktory	8. Kvalita managementu	3					x			12
	9. Výkonný management a zaměstnanci	2				x				6
	10. Inovace	2				x				6
	11. Finanční situace	1				x				3
Celkem		20								73

Zdroj: Upraveno dle Mařík (2018, str. 109)

Jak je zřejmé z tabulky, společnost Kofola a.s. v rámci konkurenčního vyhodnocení získala 73 bodů, celkový možný počet bodů byl 120 bodů, tj. 60%. Hodnota 20 představuje součet vah jednotlivých kritérií. Kofolu lze v porovnání s konkurenčním prostředím považovat za mírně průměrnou a v nadcházejících letech by mohl růst tržní podíl podniku.

4.2.6 Perspektiva rozvoje podniku a prognóza tržeb

Závěry týkající se budoucnosti firmy a předpovědi tržeb vychází z výše provedené analýzy relevantního trhu a z analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku (Mařík, 2018) Poté lze provést hodnocení perspektivnosti společnosti, které je zobrazeno v tabulce č. 10.

Tabulka 10: Hodnocení perspektivnosti společnosti Kofola a.s.

Konkurenční síla	Velká	3 Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	2 Podniky s dobrou perspektivou	1 Podniky s jednoznačnou perspektivou
	Střední	6 Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	Kofola Podniky s přijatelnou perspektivou	4 Podniky s dobrou perspektivou
	Malá	9 Podniky téměř bez perspektivy	8 Podniky s malou perspektivou	7 Podniky s omezenou perspektivou
		Nízká	Střední	Vysoká
Atraktivita trhu				

Zdroj: Upraveno dle Mařík (2018, str. 112)

V rámci vnitřního prostředí byla Kofola a.s. zařazena mezi střední atraktivitu trhu, protože má hodnocení odpovídající 53 %. V rámci konkurenční síly získala 60 %, díky kterým je také zařazena mezi střední konkurenční sílu. Kofola a.s. tedy patří mezi podniky s přijatelnou perspektivou.

Nyní lze provést prognózu tržeb společnosti Kofola a.s. Z tabulky č. 10 vyplývá, že má podnik dobré predikce do budoucna v porovnání se svou konkurencí. Zároveň se zde ale nabízí možnost pro pozitivní růst tržního podílu.

Je důležité zmínit, že na trh nealkoholických nápojů také působí makroekonomické ukazatele. Pro určení prognózy tržeb společnosti Kofola a.s. byly vybrány hrubý domácí produkt a inflace. Tabulka č. 11 zobrazuje vývoj vybraných ukazatelů od roku 2013 do roku 2022. Následuje odhad a vývoj pro roky 2023 až 2026.

Tabulka 11: Makroekonomické ukazatele 2013 - 2022 a jejich predikce

Rok	Hrubý domácí produkt v mld. Kč	Růst HDP v %	Inflace v %
2013	4 098	0,9	1,4
2014	4 314	5,3	0,4
2015	4 596	6,5	0,3
2016	4 773	3,9	0,7
2017	5 111	6,5	2,5
2018	5 411	5,9	2,1
2019	5 791	7,0	2,8
2020	5 709	- 1,4	3,2
2021	6 109	7,0	3,8
2022	6 787	11,1	15,1
2023	7 351	8,3	10,7
2024	7 640	3,9	3,1
2025	8 022	5,0	2,0
2026	8 370	4,3	2,0

Zdroj: MFČR a ČSÚ, 2013-2026, vlastní zpracování

Hrubý domácí produkt od roku 2013 neustále roste s mírným poklesem v roce 2020. V roce 2022 činí HDP 6 787 mld. Kč. Odhaduje se ustálení růstu HDP. V roce 2024 je růst HDP odhadnut na 3,9 %. (Ministerstvo financí České republiky, 2024) Inflace se do roku 2021 vyvíjela mírným tempem. Velký nárůst nastal v roce 2022 a 2023. Dle makroekonomických predikcí je pro rok 2024 odhadnuta výše inflace na 3,1 % a pro rok 2025 a 2026 byl zvolen inflační cíl 2%. (ČSÚ, 2024)

Tabulka č. 12 zobrazuje prognózu tržeb společnosti Kofola a.s. Jsou zde obsaženy údaje o trhu nealkoholických nápojů v domácím pojetí včetně tempa růstu trhu od roku 2013 - 2026. (ČSÚ, 2022)

Tabulka 12: Prognóza tržeb Kofola a.s.

Rok	Trh (mil. Kč)	Tempo růstu trhu	Tržní podíl Kofola	Tempo růstu	Tržby Kofola (mil. Kč)
2013	33 419	x	8,15%	x	2 722
2014	35 253	5,49%	7,89%	2,17%	2 781
2015	35 897	1,83%	8,62%	11,33%	3 096
2016	36 414	1,44%	8,53%	0,29%	3 105
2017	38 560	5,89%	8,04%	-0,16%	3 100
2018	40 723	5,61%	8,03%	5,45%	3 269
2019	42 832	5,18%	7,86%	3,00%	3 367
2020	44 625	4,19%	6,65%	-11,88%	2 967
2021	43 962	-1,49%	8,23%	21,87%	3 616
2022	47 473	7,99%	9,33%	22,54%	4 431
2023	49 989	5,30%	9,40%	6,00%	4 697
2024	52 399	4,82%	9,30%	3,70%	4 871
2025	54 683	4,36%	9,20%	3,20%	5 027
2026	56 816	3,90%	9,20%	3,90%	5 223

Zdroj: vlastní zpracování na základě veřejně dostupných dat

Predikce tempa růstu trhu je závislá na výši HDP a inflaci. V roce 2026 je tempo růstu trhu stabilizováno a odhadnuto ve výši 3,9 %, což odpovídá predikci HDP a tato výše je nad úrovní plánované inflace. Tržní podíl společnosti byl stanoven na základě podílu tržeb Kofola a.s. a trhu. Predikce tržního podílu byla stanovena na základě dostupných dat a strategické analýzy provedené v pododdílu (4.2 Strategická analýza Kofola a.s.) V roce 2022 činí tržní podíl 9,33 %. V roce 2023 lze očekávat mírný růst tržního podílu po provedené fúzi. Od roku 2025 se předpokládá mírný pokles a ustálení tržního podílu společnosti na úrovni 9,2 %. V roce 2026 se předpokládají tržby ve výši 5 223 mil. Kč, což odpovídá téměř dvojnásobnému navýšení od roku 2013. Je nutné brát v úvahu určité výkyvy, mezi které lze zařadit například sezónní faktory, cenový vývoj, zmíněnou inflaci, HDP a jiné mimořádné události. Do budoucna se předpokládá, že si Kofola a.s. udrží stejný, či vyšší tržní podíl na trhu oproti svým konkurentům. Ale také se předpokládá, že trh nealkoholických nápojů je již nasycen a jejich spotřeba bude do budoucna mírně klesat.

4.3 Finanční analýza společnosti Kofola a.s.

Po provedení analýzy vnitřního a vnějšího okolí podniku lze zhodnotit finanční zdraví podniku. Kofola a.s. je společností, jejíž účetní závěrka je ověřená auditorem. Zveřejněné výroční zprávy poskytují veškeré potřebné informace pro provedení finanční analýzy podniku. Je provedena podrobná analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty pomocí absolutních ukazatelů. Následuje analýza poměrových ukazatelů včetně konečného hodnocení pomocí bankrotních a bonitních modelů. Veškeré výpočty jsou zpracovány na základě zveřejněných výročních zpráv společnosti Kofola a.s.

Hodnoty v účetnictví a účetních výkazech jsou úplné a průkazné. Účetní závěrka podává věrný a poctivý obraz aktiv a pasiv společnosti a nákladů a výnosů a výsledku hospodaření a peněžních toků ke konci roku 2022 v souladu s českými účetními předpisy. To lze také podložit zprávou nezávislého auditora, která je součástí výroční zprávy.

4.3.1 Základní postupy při sestavování účetní závěrky

Účetní závěrka respektuje účetní předpisy platné v České republice a je vypracována v historických cenách jako nekonsolidovaná. Společnost Kofola a.s. je začleněna do konsolidačního celku Skupiny Kofola ČeskoSlovensko a.s. Účetní závěrka předpokládá nepřetržité trvání společnosti.

Hranice pro stanovení dlouhodobého hmotného (nehmotného) majetku, který má dobu použitelnosti delší než 1 rok, je 80 tis. Kč (60 tis. Kč). Součástí dlouhodobého majetku jsou také vratné obaly bez ohledu na jejich cenu pořízení. Zvolenou formou odepisování jsou rovnoměrné odpisy. Dlouhodobý finanční majetek je představován majetkovou účastí v ovládaných osobách a osobách s podstatným vlivem včetně dluhových cenných papírů, které chce společnost držet do splatnosti. Dále jsou součástí dlouhodobé zápůjčky a úvěry mezi ovládanými a ovládajícími osobami. Účtuje se v pořizovacích cenách. Cenné papíry jsou oceňovány reálnou hodnotou. Majetkové účasti v ovládaných osobách a osobách pod podstatným vlivem se k rozvahovému dni oceňují ekvivalencí.

Zásoby se oceňují pořizovací cenou, která je snížena o opravné položky. V případě úbytků nakoupených zásob se využívá metoda váženého průměru. Nedokončená výroba a hotové výrobky se oceňují vlastními náklady sníženými o opravnou položku.

Operace v zahraničních měnách jsou přepočteny platným devizovým kurzem v den transakce zveřejněným Českou národní bankou (ČNB).

Společnost tvoří rezervy na krytí svých závazků a dále na budoucí závazek z daně z příjmů, který je snížen o uhrazené zálohy na daň z příjmů. Společnost netvoří daňové rezervy na opravy dlouhodobého majetku. (Kofola, 2022)

V roce 2022 byla provedena fúze sloučením k 1. 1. 2022, kde zanikajícími společnostmi jsou Ondrášovka, a.s. a Karlovarská Korunní, s.r.o. Veškeré jmění přešlo na společnost Kofola a.s. Zanikající společnosti budou pokračovat v podnikání nástupnické společnosti v plném rozsahu. Jediným akcionářem či společníkem zanikajících společností byla Kofola ČeskoSlovensko a.s. Základní kapitál nástupnické společnosti Kofola a.s. se po sloučení nezměnil, z tohoto důvodu nebyly zanikající společnosti povinny ocenit své jmění. Dozorčí rada také zůstane zachována v původním složení. Společnost Kofola a.s. z důvodu provedené fúze vykazuje pouze srovnávací údaje v rozvaze, oproti tomu výkaz zisku a ztráty a přehled o peněžních tocích neobsahuje srovnávací údaje. (Kofola, 2022a)

Dle zprávy nezávislého auditora je zahajovací rozvaha nástupnické společnosti sestavena v souladu s českými účetními předpisy a požadavky Zákona č. 125/2008 Sb. o přeměnách obchodních společností a družstev. Vstupní data obsažená v zahajovací rozvaze byla převzata z auditovaných účetních závěrek zanikajících společností. (Kofola, 2022a)

Pro umožnění sledování změn ve finančních ukazatelích je v rámci finanční analýzy rozšířena rozvaha o období roku 2022. Rok 2022a zobrazuje údaje společnosti Kofola a.s. ke dni sloučení k 1. 1. 2022. Rok 2022b zobrazuje údaje k 31. 12. 2022 po provedení fúze. Takto je možné lépe sledovat dopady fúze na hospodaření společnosti Kofola a.s.

4.3.2 Analýza absolutních ukazatelů

Při hodnocení rozvahy je pro oceňovatele nejdůležitější mít přístup k rozvaze za několik období, aby bylo možné provést srovnání. (Mařík, 2018) V případě společnosti Kofola a.s. je analýza absolutních ukazatelů provedena za posledních 5 let. Rozvaha aktivních položek je zobrazena v tabulce č.13.

Tabulka 13: Rozvaha – aktiva (v tis. Kč)

Rozvaha (tis. Kč)	2018	2019	2020	2021	2022a	2022b
Aktiva celkem	1 961 817	2 027 339	1 557 157	1 661 079	2 050 791	2 208 156
Stálá aktiva	949 549	927 924	870 205	832 767	1 149 110	1 182 119
Dlouhodobý nehmotný majetek	491	1 302	1 308	870	5 662	3 630
Dlouhodobý hmotný majetek	949 058	926 622	868 897	829 407	1 140 958	1 175 999
- Pozemky a stavby	470 559	519 414	512 876	521 675	729 920	719 645
- Hmotné movité věci a jejich soubory	418 576	385 665	313 338	281 667	227 805	386 881
- Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	13 598	8 799	4 000	-	32 607	27 953
Ostatní dlouhodobý majetek	741	484	363	242	242	140
Poskytnuté zálohy na DM	45 584	12 260	38 320	25 823	40 384	41 380
Dlouhodobý finanční majetek	-	-	-	2 490	2 490	2 490
Oběžná aktiva	994 348	1 079 027	668 067	807 904	881 163	1 004 873
Zásoby	150 667	168 851	177 822	230 509	286 354	352 016
- Materiál	67 712	74 327	81 205	130 932	173 568	180 765
- Nedokončená výroba a polotovary	46	157	202	168	168	858
- Výrobky a zboží	82 909	94 367	96 415	99 409	112 618	147 939
- Poskytnuté zálohy na zásoby	-	-	-	-	-	22 454
Pohledávky	590 928	545 956	334 389	468 791	484 492	524 981
- Dlouhodobé pohledávky	34 735	40 557	53 123	41 962	41 963	40 226
- Krátkodobé pohledávky	556 193	505 399	281 266	426 829	442 529	484 755
Peněžní prostředky	252 753	364 220	155 856	108 604	110 317	127 876
Časové rozlišení aktiv	17 920	20 388	18 885	20 408	20 518	21 164

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní zpracování

Stálá aktiva

Stálá aktiva se za analyzované období 2018 – 2022 do roku 2021 snižují. Růst je zaznamenán během roku 2022. Největší složku stálých aktiv tvoří dlouhodobý hmotný majetek, především pozemky a stavby a hmotné movité věci a jejich soubory. Je zde pozorován velký přírůstek dlouhodobého hmotného majetku (dále jen DHM) od roku 2020 (nárůst o 307 102 tis. Kč) v porovnání s rokem 2022. Postupně během posledních 2 let byly nakoupeny budovy, výrobní linky a majetek využívaný k podpoře

prodeje – lednice, postmixy, slunečnice a výčepní zařízení. Lze říci, že poměr mezi stálými aktivy a oběžnými aktivy se pohybuje kolem 50 % s kolísáním ± 5 %.

V rámci dlouhodobého nehmotného majetku lze jako největší přírůstek zařadit TV spot. Velký nárůst dlouhodobého nehmotného majetku (dále DNM) byl způsoben také fúzí, která proběhla v roce 2022a. Před fúzí DNM činil 870 tis. Kč.

V roce 2021 je zde poprvé evidován dlouhodobý finanční majetek (dále DFM). Jedná se o pořízení 100% podílu ve společnosti Semtex Republic s.r.o. v hodnotě 390 tis. Kč a k tomu poskytnutý úvěr v celkové hodnotě 2 600 tis. Kč. Hodnota 2 100 tis. Kč představuje dlouhodobou část půjčky a 500 tis. Kč představuje krátkodobou část půjčky.

Předpokládaná doba životnosti pro jednotlivý dlouhodobý majetek je zobrazena v tabulce č. 14.

Tabulka 14: Majetek a jeho předpokládaná doba životnosti

Majetek	Předpokládaná doba životnosti
Software a ostatní ocenitelná práva	2 až 6 let
Budovy a stavby	9 až 40 let
Stroje a zařízení	2 až 15 let
Motorová vozidla	3 až 6 let
Inventář	4 až 6 let
Vratné obaly	2 až 10 let
Palety	1 až 8 let
Jiný (výčepy, lednice, slunečnice apod.)	3 roky
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	15 let

Zdroj: Kofola, 2022, vlastní zpracování

Odpisový plán se v průběhu používání majetku aktualizuje dle změn očekávané doby životnosti či předpokládané zbytkové hodnoty. Pokud je zůstatková cena hodnoty aktiva vyšší než odhadovaná zpětně získatelná částka, zůstatková hodnota se sníží na danou hodnotu prostřednictvím opravné položky. Zpětně získatelná částka se stanoví na základě očekávaných budoucích peněžních toků, které jsou generovány daným aktivem.

Oběžná aktiva

Lze říci, že se oběžná aktiva společnosti zvyšují. V roce 2020 je evidován pokles, na kterém měla podíl situace s pandemií COVID-19.

Ve sledovaném období tvoří nejvýznamnější položku pohledávky, které představují polovinu celkových oběžných aktiv. Dle výroční zprávy (Kofola, 2022) je tvořeno 420 612 tis. Kč pohledávek z obchodních vztahů a v rámci toho je 9 766 tis. Kč pohledávka ve Skupině Kofola. Jsou zde také pohledávky po splatnosti ve výši 58 520 tis. Kč. Jejich výše se oproti roku 2021 zvýšila o necelých 30 %. Byla vytvořena opravná položka (dále OP) k pohledávkám z obchodních vztahů (17 001 tis. Kč) a OP k zálohám (krátkodobým i dlouhodobým – 5 172 tis. Kč) Je zde pokles OP k pohledávkám z důvodu jejich rozpuštění v rámci nejisté situace odběratelů související s protiepidemickými opatřeními v roce 2021. Jejich splatnost je dle celé Skupiny 30 - 60 dnů. Z projektu vnitrostátní fúze sloučením je ze zahajovací rozvahy patrné, že jsou pohledávky sníženy o 199 233 tis. Kč, takže zde není ani patrný velký rozdíl mezi lety 2021 a 2022.

Druhou významnou položkou jsou zásoby. Pro výrobní podnik jsou zásoby velmi důležité. Jejich výše se neustále zvyšuje. Tento nárůst vysvětluje výroční zpráva společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. tím, že zásoby rostou v důsledku vyšších cen a vyššího množství na skladě. I přesto zde byl opět zaznamenán pokles v roce 2020. V roce 2022a byl zaznamenán nárůst o zásoby zanikajících společností. Dle výročních zpráv byla v roce 2022 vytvořena opravná položka k zásobám ve výši 3 321 tis. Kč (v roce 2021 činila velikost opravných položek k zásobám 2 879 tis. Kč), z nichž nejvýznamnější část tvoří opravná položka k materiálu.

Hodnota peněžních prostředků od roku 2018 spíše kolísá, až klesá. Jedná se o peníze v hotovosti včetně cenin a peněžních prostředků na bankovních účtech.

Pro oceňovatele jsou také velmi důležitá roční tempa růstu jednotlivých položek. V tabulce č. 15 jsou zobrazena tempa růstu aktivních položek.

Tabulka 15: Horizontální analýza rozvahy (roční tempa růstu) – aktiva

Rozvaha (tis. Kč)	2019	2020	2021	2022a	2022b
Aktiva celkem	3%	-23%	7%	23%	8%
Dlouhodobý nehmotný majetek	165%	0%	-33%	551%	-36%
Dlouhodobý hmotný majetek	-62%	78%	-47%	202%	63%
- pozemky a stavby	10%	-1%	2%	40%	-1%
- Hmotné movité věci a jejich soubory	-8%	-19%	-10%	-19%	70%
Ostatní dlouhodobý majetek	-64%	98%	-39%	181%	-5%
Dlouhodobý finanční majetek	-	-	-	0%	0%
Oběžná aktiva	9%	-38%	21%	9%	14%
Zásoby	12%	5%	30%	24%	23%
Pohledávky	-8%	-39%	40%	3%	8%
Peněžní prostředky	44%	-57%	-30%	2%	16%
Časové rozlišení aktiv	14%	-7%	8%	1%	3%

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní zpracování

Bilanční suma aktiv je velmi proměnlivá. V roce 2022a zde byl zaznamenán velký nárůst DNM a DHM. Zásoby od roku 2021 rostou podobným tempem. Oproti tomu pohledávky se od roku 2021 meziročně mírně zvyšují.

Pasivní položky rozvahy společnosti Kofola a.s. v letech 2018 - 2022 jsou zobrazeny v tabulce č. 16.

Tabulka 16: Rozvaha – pasiva společnosti Kofola a.s. (v tis. Kč)

Rozvaha (tis. Kč)	2018	2019	2020	2021	2022a	2022b
Pasiva celkem	1 961 817	2 027 339	1 557 157	1 661 079	2 050 791	2 208 156
Vlastní kapitál	515 941	605 032	476 014	488 948	739 576	684 700
Základní kapitál	268 653	268 653	268 653	268 653	268 653	268 653
Fondy ze zisku	8	-	-	-	-	-
Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	2 444	2 444	2 444	2 444	470 923	250 627
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	244 836	333 935	204 917	217 851	-	165 420
Cizí zdroje	1 441 935	1 420 213	1 080 220	1 172 126	1 311 210	1 523 385
Rezervy	17 488	69 008	34 523	10 641	11 414	19 410
Závazky	1 424 447	1 351 205	1 045 697	1 161 485	1 299 796	1 503 975
-Dlouhodobé závazky	534 277	185 262	380 475	45 917	186 572	137 806
-Krátkodobé závazky	890 170	1 165 943	665 222	1 115 568	1 113 224	1 366 169
Časové rozlišení	3 941	2 094	923	5	5	71

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní zpracování

Vlastní kapitál

Společnost Kofola a.s. je plně vlastněna společností Kofola ČeskoSlovensko a.s. Do konsolidované účetní závěrky je zahrnována prostřednictvím svého jediného akcionáře Kofola ČeskoSlovensko a.s. Aby mohl být proveden převod akcií společnosti, je nutné udělení předchozího souhlasu představenstva společnosti. Společnost má 1 343 ks kmenových akcií (plně splacené) s účetní hodnotou 268 600 tis. Kč a 53 ks kmenových akcií v hodnotě 1 000 Kč (plně splacené s účetní hodnotou 53 tis. Kč). Základní kapitál nezměnil svou výši od roku 2018.

Cizí kapitál

Výše rezerv se po sledované období pohybuje téměř ve stejné výši. Byl zde ale zaznamenán výkyv v roce 2019 a 2020. Jedná se o rezervu na daň z příjmů, která je znázorněna po odečtení zaplacených záloh.

Závazky od roku 2020 rostou mírným tempem. Důvodem je nárůst objemu nákupů a také nárůst cen v roce 2022. Dále byl mateřskou společností poskytnut úvěr společnosti Ondrášovka, a.s. a Karlovarská Korunní, s.r.o. splatný v dubnu 2025. V důsledku fúze tento úvěr přešel na společnost Kofola a.s. Je zde také zaznamenán velký nárůst časového rozlišení pasiv v roce 2022b oproti roku 2021.

Bilanční suma v roce 2019 mírně narostla oproti roku 2018. V roce 2020 byla ovlivněna pandemií COVID-19. V rámci roku 2022a byl zaznamenán velký nárůst, kvůli již

zmíněné fúzi, která následovala mírným nárůstem v roce 2022b. Výše vlastního kapitálu se stále zvyšuje, s mírným poklesem v roce 2022b. Důvodem může být ziskovost společnosti.

Tabulka č. 17 sumarizuje tempa růstu pasivních položek společnosti Kofola a.s. v letech 2019 – 2022.

Tabulka 17: Horizontální analýza rozvahy (roční tempa růstu) – pasiva

Tempa růstu pasivních položek	2019	2020	2021	2022a	2022b
Pasiva celkem	3%	-23%	7%	23%	8%
Vlastní kapitál	17%	-21%	3%	51%	-7%
Cizí zdroje	-2%	-24%	9%	12%	16%
Rezervy	295%	-50%	-69%	7%	70%
Závazky	-5%	-23%	11%	12%	16%
Časové rozlišení	-47%	-56%	-99%	0%	1320%

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní zpracování

Tempo vlastního kapitálu kolísá, ale v roce 2022a zde byl zaznamenán velký nárůst. Položka rezerv také velmi kolísá. Velký nárůst je také zaznamenán v rámci časového rozlišení v roce 2022b.

Tabulka č. 18 zobrazuje výkaz zisku a ztráty společnosti Kofola a.s. v letech 2018 - 2022.

Tabulka 18: Výkaz zisku a ztráty společnosti Kofola a.s. (v tis. Kč)

Výkaz zisku a ztráty (tis. Kč)	2018	2019	2020	2021	2022
Tržby celkem	3 268 844	3 366 615	2 966 876	3 616 365	4 431 133
Tržby za prodej zboží	891 422	946 228	824 160	1 455 961	1 107 199
-Náklady vynaložené na prodané zboží	602 801	637 942	554 046	1 058 351	726 419
Obchodní marže	288 621	308 286	270 114	397 610	380 780
Tržby z prodeje výrobků a služeb	2 377 422	2 420 387	2 142 716	2 160 404	3 323 934
Výkonová spotřeba	1 871 175	1 867 805	1 673 098	1 871 290	2 970 121
Přidaná hodnota	794 868	860 868	739 732	686 724	734 593
Změna stavu zásob vlastní činnosti	24 291	-5308	-1926	6 101	-34 700
Aktivace	-	-	-549	-78	-198
Osobní náklady	294 480	312 303	293 318	294 756	408 338
Úpravy hodnot v provozní oblasti	215 020	104 947	192 600	126 339	139 012
Ostatní provozní výnosy	43 931	73 075	46 088	47 076	44 744
Ostatní provozní náklady	29 028	81 782	31 923	30 344	54 036
Zůstatková cena prodaného DM	5 264	752	312	2 408	355
Provozní výsledek hospodaření	270 716	439 467	270 142	273 930	212 494
Nákladové úroky	5 000	14 738	9 070	2 597	9 311
Výnosové úroky	3	2	17	25	180
Ostatní finanční náklady	6 231	4 408	13 910	4 264	11 867
Ostatní finanční výnosy	3 746	4 212	10 796	10 489	15 923
Finanční výsledek hospodaření	- 7 482	- 14 932	- 12 167	3 653	- 5 075
Výsledek hospodaření před zdaněním	263 234	424 535	257 975	277 583	207 419
Daň z příjmů za běžnou činnost	18 398	84 242	53 058	59 732	41 999
Výsledek hospodaření po zdanění	244 836	340 293	204 917	217 851	165 420
Čistý obrat	3 316 524	3 443 904	3 023 777	3 673 955	4 491 980

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní zpracování

Výnosy a náklady

Jak zobrazuje tabulka č. 18, celkové tržby společnosti rostly každým rokem (vyjma roku 2020, který byl zasažen pandemií COVID-19). Největší nárůst byl zaznamenán v roce 2022 ve výši 23 %. Tržby se účtují k datu vyskladnění, kdy je přesunuto riziko na zákazníka, po odečtení slev a daně z přidané hodnoty. V roce 2022 činily tuzemské

tržby v porovnání se zahraničními 93 % z celkových tržeb z prodeje zboží a z prodeje vlastních výrobků a služeb.

Ostatní provozní výnosy jsou tvořeny především výnosy z prodeje materiálu a majetku. Zahrnují se sem také dotace, které v roce 2022 byly tvořeny v rámci programu Antivirus, které poskytl Úřad práce ČR. Dále v únoru 2023 společnost obdržela dotaci od ministerstva průmyslu a obchodu za účelem zmírnění důsledků růstu cen zemního plynu a elektřiny na provozní možnosti podniku a zároveň zmírnění zhoršování podnikatelské situace a jejího postavení na trhu. Tato dotace není zobrazena ve výkazech do roku 2022.

Pro společnost je velmi důležitý také provozní výsledek hospodaření. Ve všech letech dosahoval provozní výsledek hospodaření kladných hodnot. Má ale klesající trend. Finanční výsledek hospodaření je za posledních 5 let záporný (kromě roku 2021).

Dále je v tabulce č. 18 zobrazena obchodní marže, která se vyjádří jako rozdíl mezi tržbami a náklady na prodané zboží a měří efektivitu společnosti při generování zisku. Také obchodní marže má kolísající trend. Pokud je vyjádřena jako podíl k tržbám za zboží, vyjadřuje hodnotu přibližně 30 %. S mírným poklesem na 27 % v roce 2022. Přidaná hodnota je součtem obchodní marže a tržeb z prodeje výrobků a služeb a rozdílem výkonové spotřeby. Čím větší hodnota pro podnik, tím je to lepší. Tržby z prodeje výrobků a služeb dokáží pokrýt ostatní provozní náklady. Jejich podíl na tržbách z prodeje výrobků a služeb má stálý trend s mírným poklesem v roce 2022 a jeho výše se pohybuje kolem 33 %.

Největší část nákladů tvoří výkonová spotřeba, která v sobě zahrnuje náklady na prodané zboží, spotřebu materiálu a energie a náklady na služby. Od roku 2020 roste. Výkonová spotřeba tvoří více jak 50 % celkových tržeb. V roce 2022 dokonce 67 % celkových tržeb. Další významnou položku nákladů tvoří osobní náklady. V roce 2022 bylo zaměstnáno 53 vedoucích zaměstnanců. To je o 11 více oproti roku 2021 nebo roku 2020, čemuž odpovídá nárůst osobních nákladů v roce 2022. Další poměrně významnou položku tvoří úpravy hodnot v provozní oblasti, kam lze zařadit úpravy, které zobrazují změny v ocenění DNM, DHM, zásob a pohledávek prostřednictvím odpisů nebo OP. I tato položka má kolísající trend.

Je důležité zobrazit roční tempa růstu vybraných položek výkazu zisku a ztráty od roku 2019 – 2022, která jsou zobrazeny v tabulce č. 19.

Tabulka 19: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty (roční tempa růstu)

Roční tempa růstu VZaZ	2019	2020	2021	2022
Tržby za prodej zboží	6%	-13%	77%	-24%
-Náklady vynaložené na prodané zboží	6%	-13%	91%	-31%
Tržby z prodeje výrobků a služeb	2%	-11%	1%	54%
Výkonová spotřeba	0%	-10%	12%	59%
Osobní náklady	6%	-6%	0%	39%
Úpravy hodnot v provozní oblasti	-51%	84%	-34%	10%
Provozní výsledek hospodaření	62%	-39%	1%	-22%
Nákladové úroky	195%	-38%	-71%	259%
Výnosové úroky	-33%	750%	47%	620%
Finanční výsledek hospodaření	100%	-19%	-130%	-239%
Výsledek hospodaření před zdaněním	61%	-39%	8%	-25%
Daň z příjmů za běžnou činnost	358%	-37%	13%	-30%
Výsledek hospodaření po zdanění	39%	-40%	6%	-24%

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní zpracování

Tržby rostly každým rokem, kromě již zmiňovaného roku 2020, který byl zasažen pandemií COVID-19. Poslední dva roky se tempo celkových tržeb ustálilo a roste stejným tempem (cca 20% ročně). Podíl výkonové spotřeby na celkových tržbách činí kolem 50 % a podíl osobních nákladů na celkových tržbách 10 % a dále se mírně snižuje a nevykazuje velké výkyvy. Provozní výsledek hospodaření má od roku 2020 spíše klesající trend. Také velmi vzrostly nákladové úroky v roce 2022. Finanční výsledek hospodaření velmi klesl od roku 2020. Celkově ale společnost vykazuje kladný výsledek hospodaření, který má kolísající trend a v roce 2022 klesl oproti roku 2021.

Cash flow

V tabulce č. 20 jsou zobrazeny jednotlivé činnosti peněžního toku. Podnik vykazuje kladný peněžní tok z provozní činnosti, který každým rokem kolísá.

Tabulka 20: Analýza peněžních toků 2018 – 2022 (v tis. Kč)

Položka	2018	2019	2020	2021	2022
Peněžní tok z provozní činnosti	382 487	484 539	405 856	584 189	422 021
Peněžní tok z investiční činnosti	- 113 723	- 128 037	- 131 487	- 87 405	- 171 167
Peněžní tok z finanční činnosti	- 92 235	- 245 035	- 482 733	-544 036	-233 295
Peněžní tok celkem	176 529	111 467	- 208 364	- 47 252	17 559

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní zpracování

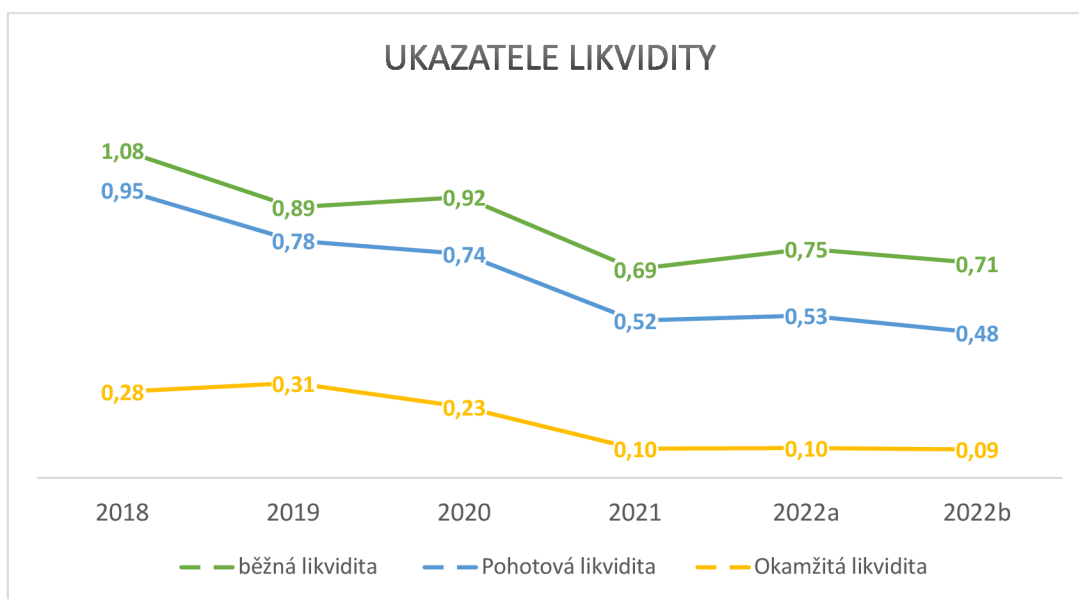
Peněžní tok z investiční činnosti je záporný a v roce 2022 je evidován nejvyšší pokles. Důvodem jsou investice do dlouhodobého majetku. Finanční peněžní tok je ovlivněn vyplacenými podíly na zisku včetně srážkové daně. V roce 2021 byl nejvýznamnější v rámci výplat dividend. Celkové cash flow také kolísá. Největší propad byl v roce 2020, kde bylo nabyto větší množství stálých aktiv a také výplaty dividend.

4.3.3 Analýza poměrových ukazatelů

Další částí finanční analýzy je analýza poměrových ukazatelů. Dle potřeby budou analyzovány ukazatele likvidity, které vyjadřují, jak je podnik schopný hradit své závazky v rámci jednoho roku. Schopnost podniku hradit dlouhodobé závazky je vypočítána pomocí ukazatelů dlouhodobé finanční stability. Výnosnost se měří v rámci ukazatele rentability a posledním sledovaným znakem jsou ukazatele aktivity, které sledují využití různých druhů aktiv. Jsou zde navíc zobrazeny ukazatele za rok 2022a pokud je to možné a k výpočtu není nutné využít údaje z výkazu zisku a ztráty, které k 1. 1. 2022 nejsou k dispozici.

Ukazatele likvidity

V rámci ukazatele likvidity je hodnocena likvidita okamžitá, pohotová a běžná. Jednotlivé výsledky jsou zobrazeny na obrázku č. 8.



Obrázek 7: Ukazatele likvidity 2018 – 2022

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní zpracování

Likvidita má celkově klesající trend. Zásoby a pohledávky nejsou očištěny o neprodejné zásoby nebo problematické pohledávky, protože společnost pravidelně vytváří OP. V rámci ukazatelů likvidity je zde zobrazen rok 2022a a 2022b.

Ukazatel běžné likvidity se pohybuje kolem hodnoty 1, ale v čase klesá. Z oběžných aktiv jsou vyřazeny dlouhodobé pohledávky, které jsou v rozvaze v oběžných aktivech započteny. Pro podnik to může znamenat riziko, které značí, že oběžná aktiva nestačí na úhradu krátkodobých závazků. Důvodem může být také to, že např. v roce 2022 se zvýšil objem nákupů, ale také růst cen. Zároveň jsou v krátkodobých zdrojích vykázány úvěry, které přešly na společnost Kofola a.s. po fúzi se společností Ondrášovka, a.s. a Karlovarská Korunní, s.r.o. To může značit pokles v roce 2022.

Ukazatel pohotové likvidity je představován rozdílem oběžných aktiv a zásob, které jsou děleny krátkodobým cizím kapitálem. Doporučené hodnoty by se měly pohybovat v rozmezí 1 – 1,5. Stejně jako u běžné likvidity se hodnoty drží pod hranicí.

Okamžitá likvidita je vyznačena velmi nízkými hodnotami v rozmezí 0,09 – 0,31. Důvodem je, že společnost má nižší zůstatky peněžních prostředků oproti vysokým krátkodobým závazkům, což by mohlo značit o neefektivním využívání finančních prostředků.

Údaje pro výpočet ukazatelů likvidity jsou převzaty z rozvahy, jedná se tedy o stavové veličiny. Z údajů za poslední tři období (2021-2022b) je patrné, že fúze ukazatele likvidity nijak neovlivnila. Pro podnik je vhodné plánovat budoucí likviditu prostřednictvím cash flow, tedy poměrem cash flow z provozní činnosti a krátkodobých závazků. (Knápková et. al, 2017) Tabulka č. 21 zobrazuje likviditu z provozního cash flow.

Tabulka 21: Likvidita z provozního cash flow (v tis. Kč)

Rok	2018	2019	2020	2021	2022
Provozní cash flow	382 487	484 539	405 856	584 189	422 021
krátkodobé závazky	890 170	1 165 943	665 222	1 113 224	1 366 169
Likvidita z provozního cash flow	0,43	0,42	0,61	0,52	0,31

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní zpracování

Z tabulky č. 21 je patrné, že jejich hodnoty se pohybují nízko a ani zde žádná z hodnot není vyšší než 1. Z níže uvedených výsledků by to pro podnik mohlo znamenat problém se splácením svých závazků.

Podle vypočtených hodnot společnost Kofola a.s. využívá agresivní strategii a drží své hodnoty níže. Má vyšší krátkodobé závazky a nižší oběžná aktiva. Dle dostupných informací společnost nemá problém s hrazením svých závazků.

Dlouhodobá finanční stabilita

Dlouhodobá finanční stabilita se hodnotí pomocí vybraných ukazatelů, mezi které patří celková zadluženost, míra zadlužení, úrokové krytí a kvóta vlastního kapitálu. Jedná se o indikátory výše rizika, které s sebou podnik nese při svém splácení závazků bez ohledu na to, jak se mu daří. Ukazatele zadluženosti jsou zobrazeny v tabulce č. 22.

Tabulka 22: Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti	2018	2019	2020	2021	2022a	2022b
Celková zadluženost	73%	70%	69%	71%	64%	69%
Míra zadlužení	2,79	2,35	2,27	2,40	1,77	2,22
Úrokové krytí	53,65	29,81	29,44	107,89	x	23,28
Kvóta vlastního kapitálu	26%	30%	31%	29%	36%	31%

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní zpracování

Doporučenou hodnotou celkové zadluženosti je rozmezí 30-60 %. Celková zadluženost je poměrem cizích zdrojů a celkových aktiv. Celková zadluženost společnosti Kofola a.s. se pohybuje kolem 70 %, což je mírně nad doporučenými hodnotami. Důvodem vyšší zadluženosti může být uzavírání nových úvěrů z důvodu fúzí, což by pro společnost mohlo být do budoucna přínosné.

Míru zadlužení představuje poměr cizích zdrojů a vlastního kapitálu. Jedná se o důležitý ukazatel v případě žádosti o nový úvěr a je také důležité sledovat, jak se poměr cizích zdrojů a vlastního kapitálu vyvíjí. Jedná se o poměrně vysoké hodnoty z důvodu, že podnik využívá pro své financování spíše cizí kapitál než vlastní kapitál. Cizí kapitál za poslední dva roky velmi vzrostl.

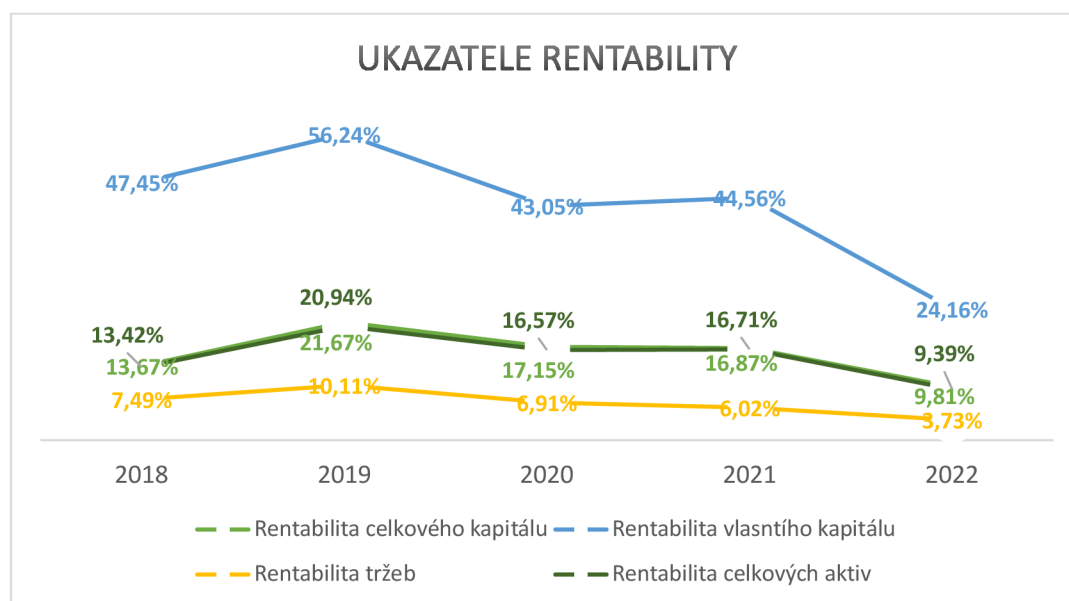
Úrokové krytí vyjadřuje výši zadluženosti v rámci schopnosti podniku splácet nákladové úroky. Může vyjadřovat také bezpečnostní polštář pro věřitele. Vhodnou hodnotou je hodnota 5. (Mařík, 2018) Jedná se o poměr EBIT a nákladových úroků. Zde si podnik vede opravdu dobře. Zejména v roce 2021, který si lze vysvětlit velkým poklesem nákladových úroků. Vývoj EBIT lze vyznačit jako kolísající s vysokým navýšením v roce 2018.

Kvóta vlastního kapitálu udává, do jaké míry je podnik schopen financovat aktiva vlastním kapitálem podniku. Jedná se o opak celkové zadluženosti. Dle tabulky je zřejmé, že je podnik financován spíše cizími zdroji, než vlastními zdroji a hodnoty se pohybují kolem 30 %. Pro podnik je to výhodnější z hlediska rentability vlastního kapitálu.

Ukazatele rentability

Rentabilita udává, jak je podnik schopen dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu. Důležitým ukazatelem je rentabilita celkového kapitálu (ROA). Dále také rentabilita vlastního kapitálu (ROE), rentabilita tržeb (ROS) a rentabilita celkových aktiv. Na první pohled dle obrázku č. 9 rentabilita každým rokem klesá od roku 2019. Rentabilita celkového kapitálu vyjadřuje, jak podnik nakládá s aktivy. V čitateli je použita hodnota EBIT, takže je ROA vypočtena bez zatížení daní. Ve jmenovateli jsou obsažena oběžná aktiva. Důvodem snižujícího ROA jsou rostoucí aktiva. ROA má téměř srovnatelné hodnoty s rentabilitou celkových aktiv. Rentabilita vlastního

kapitálu má vysoké hodnoty. Vyjadřuje výnosnost kapitálu, který byl vložen vlastníky. Obrázek č. 8 zobrazuje ukazatele rentability graficky.



Obrázek 8: Ukazatele rentability 2018 – 2022
Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní zpracování

Z obrázku č. 8 je patrné, že nejvyšší hodnoty byly zaznamenány v roce 2019. V roce 2022 v porovnání s rokem 2019 klesla rentabilita téměř na polovinu. Rentabilita tržeb poslední tři roky klesá. Důvodem je, že společnosti rostou tržby a snižuje se výsledek hospodaření po zdanění.

Kofola a.s. si vede velmi dobře v rámci rentability vlastního kapitálu. Lze říci, že si v rentabilitě vede dobře i přes to, že veškeré hodnoty v čase klesají.

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity odpovídají na otázku, jak podnik hospodaří s jednotlivými složkami aktiv a jaký mají vliv na výnosnost a likviditu. Tabulka č. 23 zobrazuje jednotlivé hodnoty.

Tabulka 23: Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity	2018	2019	2020	2021	2022
Doba obratu zásob	17	18	22	23	29
Počet obrátů aktiv	1,67	1,66	1,91	2,18	2,01
Doba obratu pohledávek	61	54	34	42	39
Doba obratu závazků	98	125	81	111	111

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní zpracování

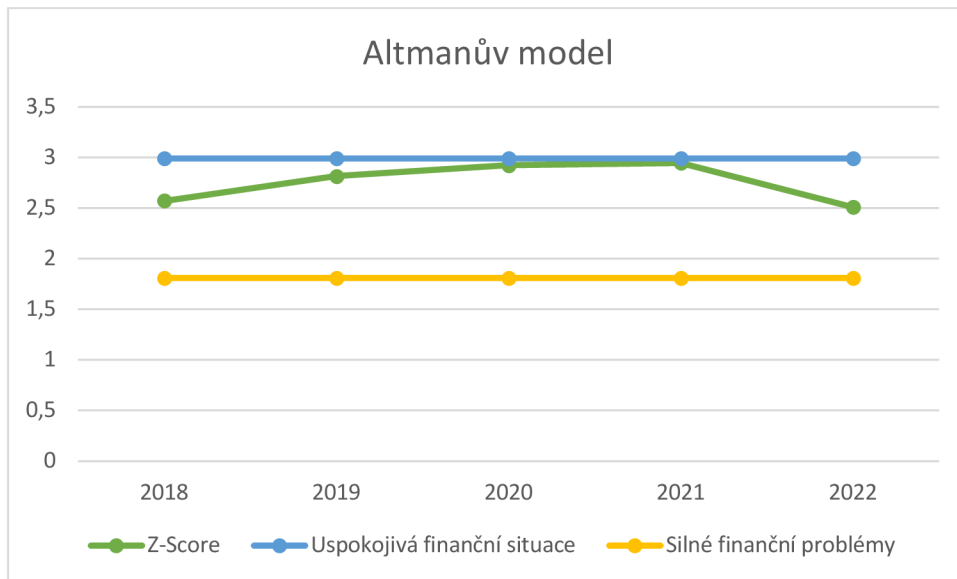
Doba obratu zásob vyjadřuje, jak dlouho trvá, než se zásoby přemění v tržby. Tato doba se během let zvyšuje téměř dvojnásobně oproti roku 2018. Pro podnik jsou vhodnější nižší hodnoty. Důvodem je velký nárůst zásob. Lze říci, že počet obrátů aktiv má rostoucí hodnotu. V rámci jednoho období se aktiva obrátí alespoň 1,6 krát. V roce 2022 dokonce dvakrát. Pro podnik jsou lepší vyšší hodnoty.

V rámci doby obratu pohledávek se počítá s krátkodobými pohledávkami. Kratší čas je pro podnik lepší. Znamená to, že partneři platí včas. V roce 2018 byla doba splatnosti pohledávek 61 dnů, ale každým rokem se doba snižovala. Lze říci, že doba obratu pohledávek se vyvíjela pozitivně.

Doba obratu obchodních závazků (krátkodobých) se pohybuje od 98 do 125 dnů. Pro podnik to znamená, že stojí vůči dodavatelům ve vhodné pozici. Podnik má dobu splatnosti závazků delší než dobu splatnosti pohledávek, což je také výhodné.

Bankrotní a bonitní modely

Altmanův model vypovídá o finanční situaci podniku. Jak je z obrázku č. 9 zřejmé, Kofola a.s. si vede velmi dobře i přesto, že Z-score posledním rokem klesá. Ale v žádném roce se neblíží silným finančním problémům.

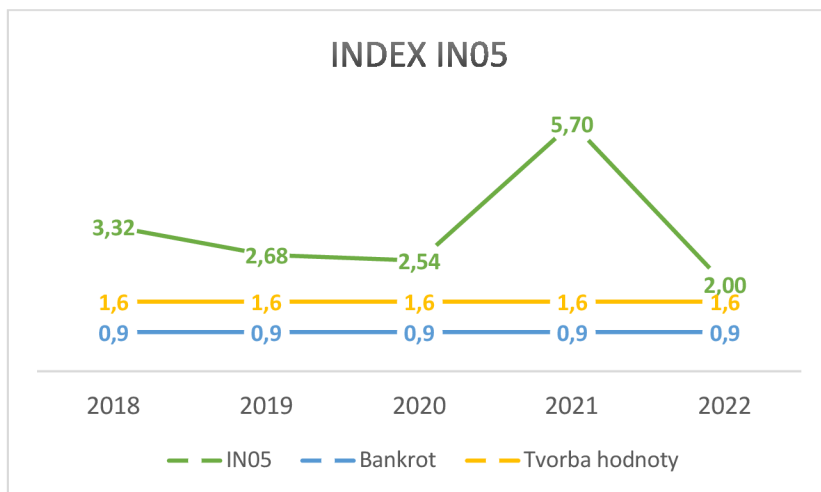


Obrázek 9: Altmanův model

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní zpracování

Ve sledovaném období se společnosti Kofola a.s. nachází v šedé zóně a nelze spolehlivě predikovat dobré finanční zdraví. V roce 2020 a 2021 byla na hranici uspokojivé finanční situace. Z Altmanova modelu je zřejmé, že po provedení fúze sloučením se hodnota Z-Score mírně zhoršila. Ale hodnoty jsou i přes to velmi vysoké.

IN05 je index slučující výsledky získané z dílčích analýz a potvrzuje závěry o finančním zdraví podniku. Dle obrázku č. 10 je zřejmé, že se podnik pohybuje ve velmi dobrých číslech a nehrozí mu bankrot.



Obrázek 10: Index IN05

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní zpracování

Mezi bankrotem a tvorbou hodnoty je šedá zóna, ve které nelze jednoznačně rozhodnout o zdraví podniku. Index IN05 je mírně klesající s výkyvem v roce 2021, kdy se firmě velmi dařilo. Výkyv je způsoben především nízkými nákladovými úroky v roce 2021.

Závěrem finanční analýzy byl proveden Rychlý test podniku. V tabulce č. 24 jsou zobrazeny jednotlivé hodnoty ukazatelů Rychlého testu.

Tabulka 24: Hodnoty Rychlého testu

Rychlý test	2018	2019	2020	2021	2022
Podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu	26,30%	29,84%	30,57%	29,44%	31,01%
Podíl provozního cash flowk tržbám	11,70%	14,39%	13,68%	16,15%	9,52%
Rentabilita celkového kapitálu	13,67%	21,67%	17,15%	16,87%	9,81%
Doba splácení dluhů	5,82	3,97	5,10	5,33	9,09

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní zpracování

Celkově se podnik se nachází ve velmi dobrých hodnotách. Rentabilita celkového kapitálu se časem zhoršuje. Mezi největší hrozbu patří doba splácení dluhů. Podnik má velmi dobrý podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu. Oproti indexu IN05 jsou zde trochu odlišné hodnoty v roce 2021. Dle výsledků není ohroženo trvání podniku a podnik si vede velmi dobře.

V tabulce č. 25 jsou hodnoty Rychlého testu ohodnoceny známkou.

Tabulka 25: Hodnocení Rychlého testu

Ukazatel	Stupnice hodnocení				
	Velmi dobrý	Dobry	Střední	Špatný	Hrozba insolvence
Podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu	1	1	1	1	1
Podíl provozního cash flow k tržbám	1	1	1	1	2
Rentabilita celkového kapitálu	2	1	1	2	3
Doba splácení dluhů	3	2	3	3	3
Průměrná známka	1,75	1,25	1,5	1,75	2,25

Zdroj: Upraveno dle Mařík (2018, str. 141)

Dle provedených ukazatelů finanční analýzy a bonitních a bankrotních modelů lze společnost Kofola a.s. označit jako zdravou firmu, která má přijatelnou finanční situaci a není ohrožena její existence do budoucna.

Zároveň je důležité zmínit, že poslední dva roky mají téměř všechny ukazatele klesající trend, především rok 2022. Slabší stránkou společnosti jsou ukazatele likvidity, které mají velmi nízké hodnoty a klesají a v jejím rámci společnost využívá agresivní strategii. Výsledkem finanční i strategické analýzy byl vyhodnocen předpoklad nekonečného trvání podniku. Z tohoto důvodu lze provést ocenění společnosti pomocí výnosové metody DCF.

4.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná ve spol. Kofola a.s.

V rámci ocenění společnosti pomocí výnosové metody je potřebné vytvořit finanční plán, jehož součástí je rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná. Rozdělení je provedeno na základě výročních zpráv společnosti. Dlouhodobý majetek lze považovat za provozně nutný. Velkou část tvoří budovy či stavby nebo stroje a zařízení, které jsou nutné k provozování činnosti. Dlouhodobý finanční majetek (dále DFM) tvoří poskytnutou půjčku společnosti Semtex Republic s.r.o., ve kterém má

společnost 100% podíl. DFM lze také považovat za provozně nutný. Semtex Republic s.r.o. i Kofola a.s. vyrábí nealkoholické nápoje, což může přispět k lepší koordinaci výrobních procesů a efektivnímu fungování společnosti Kofola a.s. Podnik nadržuje velké množství peněžních prostředků, čemuž také odpovídá nízká okamžitá likvidita. Peněžní prostředky jsou také nutné k provozu činnosti. Zásoby lze vyčíslit z počtu obrátů aktiv, který se v průměru obrátí dvakrát za sledované období. Zásoby, stejně jako ostatní aktiva, lze považovat za provozně nutná. Pohledávky souvisí s hlavní činností podniku. Podkladem pro určení, zda se jedná o provozně potřebná nebo nepotřebná aktiva, sloužily výsledky z finanční analýzy.

Provozně nutný investovaný kapitál

Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná slouží ke stanovení provozně nutného investovaného kapitálu. Jelikož se všechna aktiva považují za provozně nutná, provozně nutný investovaný kapitál se pouze sníží o krátkodobé závazky, např. závazky vůči dodavatelům, zaměstnancům či státu. Dále se sníží o časové rozlišení pasiv a navýší o časové rozlišení aktiv. V tabulce č. 26 je uveden investovaný kapitál provozně nutný, který je potřebný k výpočtu ocenění pomocí výnosové metody.

Tabulka 26: Provozně nutný investovaný kapitál (v tis. Kč)

kapitál	2018	2019	2020	2021	2022
Dlouhodobý nehmotný majetek	491	1 302	1 308	870	3 630
Dlouhodobý hmotný majetek	949 058	926 622	868 897	829 407	1 175 999
Dlouhodobý finanční majetek	-	-	-	2 490	2 490
Dlouhodobý majetek provozně nutný	949 549	927 924	870 205	832 767	1 182 119
Zásoby	150 667	168 851	177 822	230 509	352 016
Pohledávky	590 928	545 956	334 389	468 791	524 981
Peněžní prostředky	252 753	364 220	155 856	108 604	127 876
Časové rozlišení aktiv	17 920	20 388	18 885	20 408	21 164
-Krátkodobé závazky	890 170	1 165 943	665 222	1 115 568	1 366 169
-Časové rozlišení pasiv	3 941	2 094	923	5	71
Čistý pracovní kapitál provozně nutný	118 157	- 68 622	20 807	- 287 261	- 340 203
Investovaný kapitál provozně nutný	1 067 706	859 302	891 012	545 506	841 916

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní zpracování

ČPK provozně nutný má klesající trend s výkyvem v roce 2020. V roce 2019, 2021 a 2022 je ČPK provozně nutný záporný a klesá. Je to způsobeno vysokou hodnotou krátkodobých závazků.

Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Pro daný výpočet je dále nutné upravit výsledek hospodaření. Výsledkem je korigovaný výsledek hospodaření za jednotlivé roky, který je zobrazen v tabulce č. 27.

Tabulka 27: Korigovaný provozní výsledek hospodaření (v tis. Kč)

	2018	2019	2020	2021	2022
Provozní výsledek hospodaření z VZaZ	270 716	439 467	270 142	273 930	212 494
Vyloučení VH z prodeje majetku a materiálu	14 921	19 293	17 895	18 862	28 182
Vyloučení mimořádných výnosů	29 010	53 782	28 193	28 214	16 562
Vyloučení mimořádných nákladů	11 502	68 045	23 379	11 046	18 396
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	238 287	434 437	247 433	237 900	186 146

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní zpracování

Zde je nutné vyloučení tržeb z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu nebo mimořádných výnosů (položka III.3 Jiné provozní výnosy) a mimořádných nákladů (položka F.5 Jiné provozní náklady). Neodečítají se odpisy budov, protože budovy byly určeny jako provozně potřebná aktiva, stejně tak jako zbytek aktiv.

4.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty společnosti Kofola a.s.

V rámci analýzy a prognózy generátorů hodnoty budou zkoumány tržby, marže provozního zisku, pracovní kapitál a investice do dlouhodobého majetku. Jedná se o veličiny, které ovlivňují hodnotu podniku a vychází z nich také finanční plán. Díky analýze generátorů hodnoty se lze podrobně seznámit s minulostí podniku.

Tržby

Projekce budoucích tržeb byla blíže zobrazena a popsána v pododdílu (4.2.6 Perspektiva rozvoje podniku a prognóza tržeb) v tabulce č. 12. Tabulka č. 28 zobrazuje vývoj tržeb od roku 2023 a roční tempo růstu.

Tabulka 28: Prognóza budoucích tržeb (v tis. Kč)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Roční tempo růstu		3,0%	-11,9%	21,9%	22,5%	6,0%	3,7%	3,2%	3,9%
Průměrné tempo růstu za minulost a plán			7,9%				4,2%		
Tržby	3 268 844	3 366 615	2 966 876	3 616 365	4 431 133	4 697 001	4 870 790	5 026 655	5 222 695

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní zpracování

V letech 2018 – 2022 bylo průměrné tempo růstu 7,9 %. Od roku 2023 se počítá se snížením průměrného tempa růstu na 4,2 %.

Marže provozního zisku

Provozní zisková marže je důležitá pro výsledné ocenění. Stanoví se pomocí podílu korigovaného provozního výsledku hospodaření před odpisy a tržbami. Korigovaný provozní výsledek hospodaření (dále KPVH) před odpisy se využívá z důvodu, že odpisy se analyzují až v rámci investic do dlouhodobého majetku. Tabulka č. 29 zobrazuje odhad ziskové marže.

Tabulka 29: Odhad ziskové marže a KPVH před odpisy (v tis. Kč)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Korigovaný provozní zisk před odpisy (tis. Kč)	403 560	587 779	422 634	371 314	325 158	366 366	402 327	438 324	476 310
Tržby	3 268 844	3 366 615	2 966 876	3 616 365	4 431 133	4 697 001	4 870 790	5 026 655	5 222 695
Zisková marže	12,35%	17,46%	14,25%	10,27%	7,34%	7,80%	8,26%	8,72%	9,12%
Průměrné tempo růstu (poklesu) tržeb			-5,26%				10,01%		

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní zpracování

Marže provozního zisku je vypočítána základní metodou shora, která má klesající trend s výkyvem v roce 2019, kde dosahovala zisková marže téměř 18%. Od roku 2020 zisková marže klesá. Důvodem je zastavení prodeje v roce 2020 v době pandemie a v roce 2022 je zisková marže ovlivněna fúzí. Od roku 2023 zisková marže mírně roste a pohybuje se kolem 8-9 %.

V rámci provedení strategické analýzy byl analyzován vývoj podniku, který se v porovnání s konkurencí jeví jako podnik s přijatelnou perspektivou. Intenzita

konkurence je podrobně popsána v pododdílu (4.2.4 Analýza vnitřního prostředí a konkurenční síly podniku).

Výsledkem finanční analýzy lze Kofolu a.s. popsat jako zdravý podnik, který není ohrožen bankrotem a není ohrožena jeho existence do budoucna. Je důležité zmínit, že pokud by neproběhla fúze se společnostmi Ondrášovka, a.s. a Karlovarská Korunní, s.r.o., hodnoty společnosti by byly odlišné. Ale je nutné brát v úvahu, že v rámci celé Skupiny Kofola jsou fúze častějším jevem, který se bude pravděpodobně opakovat i v budoucnu a také budou ovlivněny hodnoty společnosti Kofola a.s. Na základě argumentů z minulých let má zisková marže mírně stoupající výši oproti dvěma minulým rokům. Tržby byly odhadnuty na základě tempa růstu a tržního podílu společnosti Kofola a.s. Výsledkem je dopočítání KPVH před odpisy a daní z příjmů pro budoucí roky.

Pracovní kapitál

Pracovní kapitál je třetím generátorem hodnoty potřebným pro výpočet konečného hodnocení podniku. Výpočet je již zobrazen v tabulce č. 26. Pro přehlednost jsou zde v tabulce č. 30 zobrazeny výsledky pracovního kapitálu.

Tabulka 30: ČPK provozně nutný (v tis. Kč)

	2018	2019	2020	2021	2022
Čistý pracovní kapitál provozně nutný	118 157	- 68 622	20 807	- 287 261	- 340 203

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní zpracování

Jedná se o součet peněžních prostředků, zásob, pohledávek, časového rozlišení aktiv a odečtení neúročených závazků a časového rozlišení pasiv. Je zřejmé, že ČPK velmi kolísá a od roku 2020 klesá. V roce 2019 byl záporný z důvodu vysokých krátkodobých závazků a nízkého stavu zásob.

V tabulce č. 31 je zobrazen dosavadní vývoj zásob v letech 2018 – 2022 a prognóza doby obratu zásob v letech 2023 – 2026.

Tabulka 31: Vývoj a prognóza doby obratu zásob (ve dnech)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Zásoby celkem	16,6	18,1	21,6	22,9	28,6	30,90	35,30	39,60	44,00
z toho materiál	7,5	7,9	9,9	13,0	14,7	16	18	20	22
Nedokončená výroba	0,01	0,02	0,02	0,02	0,07	0,1	0,3	0,6	1,0
Výrobky a zboží	9,1	10,1	11,7	9,9	12,0	13	15	16	16
Poskytnuté zálohy na zásoby	0,0	0,0	0,0	0,0	1,80	1,8	2	3	5

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní zpracování

Doba obratu zásob od roku 2018 rostla. V budoucnu se předpokládá navýšení doby obratu zásob. Také se do budoucna počítá s rozšířením sortimentu zásob, kvůli čemuž poroste jejich výše.

Doba obratu pohledávek je zobrazena v tabulce č. 32. Je důležité zmínit, že se jedná o pouhý odhad na základě minulého vývoje.

Tabulka 32: Vývoj a prognóza doby obratu pohledávek (ve dnech)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Krátkodobé pohledávky celkem	65,1	58,4	40,6	46,7	42,7	43,2	43,2	42,2	42,2
Pohledávky z obchodních vztahů	53,9	40,7	29,4	34,8	32,8	32,0	32,0	32,0	32,0
Pohledávky - ovládané nebo ovládající osoba	0,0	0,0	0,0	0,0	0,07	0,1	0,1	0,1	0,1
Stát - daňové pohledávky	1,4	3,6	1,3	4,4	3,8	4,0	4,0	3,0	3,0
Krátkodobé poskytnuté zálohy	3,4	8,2	2,5	3,0	2,3	2,6	2,6	2,6	2,6
Dohadné účty aktivní	2,4	1,6	0,8	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
jiné pohledávky	0,1	0,0	0,0	0,0	0,03	0,5	0,5	0,5	0,5
Dlouhodobé pohledávky	3,8	4,3	6,4	4,2	3,3	3,5	3,5	3,5	3,5

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní zpracování

Doba obratu pohledávek z obchodních vztahů, která tvoří největší část z celkových pohledávek, se do roku 2020 snižovala a poté mírně zvyšovala. Jedná se o dobrý vývoj pro podnik. Lze předpokládat, že se do budoucnosti doba obratu pohledávek z obchodních vztahů bude pohybovat ve výši jako v roce 2022. Z vývoje doby obratu pohledávek lze předpokládat, že podnik míří ke snižování doby obratu pohledávek.

Krátkodobý finanční majetek, který představuje peněžní prostředky na účtech a v pokladně, byl všechen označen jako provozně nutný, kvůli indikované nízké hodnotě okamžité likvidity. Jednotlivé hodnoty jsou zobrazeny v tabulce č. 33.

Tabulka 33: Vývoj a prognóza doby obratu krátkodobého finančního majetku

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Peníze (pokladna + účet) (v tis. Kč)	252 753	364 220	155 856	108 604	127 876	224 673	319 037	559 844	620 993
Likvidita (peníze / krátkodobé závazky)	0,28	0,31	0,23	0,10	0,09	0,15	0,2	0,33	0,35

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní zpracování

Lze říci, že okamžitá likvidita každým rokem klesala. Společnost má problémy s likviditou a do budoucna se předpokládá, že se likvidita začne zvyšovat na původní hodnoty jako v letech 2019. Podnik bude mít k dispozici více peněžních prostředků a zajistí tak plynulost chodu podniku.

Vývoj a prognóza doby obratu krátkodobých závazků je zobrazena v tabulce č. 34.

Tabulka 34: Vývoj a prognóza doby obratu krátkodobých závazků (ve dnech)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Krátkodobé závazky celkem	98,0	124,7	80,7	111,1	111,0	114,8	117,9	121,5	122,3
Závazky z obchodních vztahů	68,3	59,1	51,3	80,0	78,2	81,0	82,0	85,0	86,0
Závazky z k zaměstnancům	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7	2,3	2,5
Závazky ze SP a ZP	0,8	0,8	0,9	0,8	0,8	1	1,0	1,0	1,0
Daňové závazky a dotace - stát	0,2	0,2	0,3	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Krátkodobé přijaté zálohy	14,3	13,1	12,6	11,4	9,4	9,4	10,0	10,0	10,0
Dohadné účty pasivní	12,8	11,9	14,1	17,3	16,1	17	18,0	18,0	18,0
Jiné závazky	0,1	38,0	0,0	0,0	4,6	4,6	5,0	5,0	4,6

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní zpracování

Největší část krátkodobých závazků tvoří závazky z obchodních vztahů. Jejich doba obratu do roku 2020 klesala, poté začala výrazněji stoupat. V budoucnu se předpokládá, že bude doba obratu krátkodobých závazků mírně růst. Do roku 2022 byla doba obratu pohledávek kratší než doba obratu závazků. Stejně tak se předpokládá do budoucnu, protože je to pro podnik výhodné z hlediska likvidity. Další významnou položku tvoří krátkodobé přijaté zálohy. Jejich doba obratu má mírně klesající trend. V budoucnu se předpokládá jejich ustálení na úrovni roku 2022. Doba obratu u zbylých položek krátkodobých závazků je do budoucnu odhadnuta na základě průměrné doby ve výši vykázané během roku 2018 – 2022.

V tabulce č. 35 je představena prognóza čistého pracovního kapitálu na základě doby obratu jednotlivých položek z minulosti.

Tabulka 35: Vývoj a prognóza provozně nutného pracovního kapitálu (v tis. Kč)

Tis. Kč	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Zásoby	150 667	168 851	177 822	230 509	352 016	403 159	477 608	552 932	638 329
Pohledávky za odběrateli	590 928	545 956	334 389	468 791	524 981	563 249	584 089	588 817	611 781
Peněžní prostředky	252 753	364 220	155 856	108 604	127 876	224 673	319 037	559 844	620 993
Časové rozlišení aktiv	17 920	20 388	18 885	20 408	21 164	21 876	22 686	23 412	24 325
Krátkodobé závazky	890 170	1 165 943	665 222	1 115 568	1 366 169	1 497 821	1 595 184	1 696 496	1 774 266
Časové rozlišení pasiv	3 941	2 094	923	5	71	1 287	2 669	5 509	5 724
Čistý pracovní kapitál provozně nutný	118 157	-68 622	20 807	-287 261	-340 203	-286 151	-194 433	23 000	115 439

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní zpracování

Zásoby se každým rokem zvyšovaly, od roku 2020 skokově. V budoucnu se předpokládá také jejich růst. Stejně tak se od roku 2021 zvyšovaly krátkodobé pohledávky, které budou růst i v budoucnu. Dle doby obratu časového rozlišení aktiv

se předpokládá jejich ustálení. Krátkodobé závazky zaznamenaly velký růst v roce 2022. Jejich růst se předpokládá i v budoucnu. Čistý pracovní kapitál se bude postupně zvyšovat a od roku 2025 předpokládá kladné hodnoty. Pokud podnik disponuje dostatečným pracovním kapitálem, má dostatek prostředků na financování své činnosti.

Investice do dlouhodobého majetku

V rámci pododdílu (4.2.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná) byl všechen dlouhodobý majetek identifikován jako provozně nutný. Plán investic je vytvořen na základě minulých údajů z veškerého majetku a je zobrazen v tabulce č. 36 pro jednotlivé druhy majetku.

Tabulka 36: Výpočet koeficientu náročnosti majetku (v tis. Kč)

	2018	2019	2020	2021	2022
DNM ke konci roku	491	1 302	1 308	870	3 630
Investice		811	6	- 438	2 760
Koeficient náročnosti	0,27%				
Stavby ke konci roku	455 929	496 298	489 760	686 983	672 325
Investice		40 369	- 6 538	197 223	- 14 658
Koeficient náročnosti	18,62%				
Samostatné movité věci ke konci roku	418 576	385 665	313 338	281 667	386 881
Investice		- 32 911	- 72 327	- 31 671	105 214
Koeficient náročnosti	-2,73%				

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní zpracování

Je nutné připomenout, že k 1. 1. 2022 proběhla fúze společnosti Ondrášovka, a.s. a Karlovarská Korunní, s.r.o., proto je zaznamenán nárůst majetku v roce 2022. Tyto hodnoty jsou zde ponechány, protože fúze ovlivnila strukturu majetku a ovlivní také budoucnost společnosti Kofola a.s. Dlouhodobý majetek byl rozdělen na DNM, stavby a samostatné movité věci. Byly stanoveny hodnoty majetku ke konci roku a meziroční výše investic, na jejichž základě byl stanoven koeficient náročnosti.

Následně na základě takto stanovených koeficientů tabulka č. 37 zobrazuje odhad investic pro následující roky.

Tabulka 37: Odhad investic v letech 2023 – 2026 (v tis. Kč)

Přírůstek tržeb od roku 2023 - 2026			525 694
	Koeficient náročnosti	Odhad investic	Investice za rok
DNM	0,27%	1 419,74	354,94
Stavby	18,62%	97 874,15	24 468,54
Samostatné movité věci	-2,73%	- 14 335,39	- 3 583,85

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní odhad

Koeficient náročnosti se odhaduje pomocí přírůstku plánových tržeb mezi lety 2023-2026 a odhadem investic za rok.

DNM stoupá mírným tempem. Stavby zaznamenaly velký nárůst po provedené fúzi. V rámci samostatných movitých věcí nebyl zaznamenán velký rozdíl po sloučení fúze, jejich hodnota klesá z důvodu opotřebení. Předpokládá se roční pokles o 2,73 %, který by se měl v průběhu let ustálit a podnik by dál investoval do samostatných movitých věcí.

4.6 Sestavení finančního plánu společnosti Kofola a.s.

Finanční plán je sestaven na základě prognózy dat zobrazených v oddílu (4.5 Generátory hodnoty). Jsou zde zobrazeny finanční výkazy společnosti na budoucí roky 2023 - 2026 v první fázi.

V rámci plánovaného výkazu zisku a ztráty, který je zobrazen v tabulce č. 38, bylo potřebné vycházet z plánovaných tržeb pro následující roky a z procentního odhadu jednotlivých položek na tržbách, ke kterému byly využity údaje z prognózy ziskové marže zdola.

Tabulka 38: Plánovaný výkaz zisku a ztráty (v tis. Kč)

Výkaz zisku a ztráty (tis. Kč)	2022	2023	2024	2025	2026
Tržby celkem	4 431 133	4 697 001	4 870 790	5 026 655	5 222 695
Tržby za prodej zboží	1 107 199	1 268 190	1 315 113	1 357 197	1 410 128
-Náklady vynaložené na prodané zboží	726 419	877 869	910 351	919 878	929 640
Obchodní marže	380 780	390 321	404 763	437 319	480 488
Tržby z prodeje výrobků a služeb	3 323 934	3 428 811	3 555 677	3 669 458	3 812 567
Výkonová spotřeba	2 970 121	2 827 595	2 873 766	2 890 327	3 003 050
Přidaná hodnota	734 593	991 537	1 086 673	1 216 451	1 290 006
Změna stavu zásob vlastní činnosti	- 34 700	-	-	-	-
Aktivace	-198	-	-	-	-
Osobní náklady	408 338	469 700	487 079	492 612	511 824
Úpravy hodnot v provozní oblasti	139 012	187 880	194 832	201 066	208 908
Ostatní provozní výnosy	44 744	61 061	63 320	150 800	156 681
Ostatní provozní náklady	54 036	56 364	58 449	60 320	62 672
Zůstatková cena prodaného DM	355	939	974	1 005	1 045
Provozní výsledek hospodaření	212 494	337 714	408 659	612 247	662 238
Nákladové úroky	9 311	8 924	9 742	11 561	13 057
Výnosové úroky	180	235	292	754	1 045
Ostatní finanční náklady	11 867	12 212	11 690	12 567	13 057
Ostatní finanční výnosy	15 923	15 970	16 074	20 107	26 113
Finanční výsledek hospodaření	- 5 075	- 4 932	- 5 066	- 3 267	1 045
Výsledek hospodaření před zdaněním	207 419	332 783	403 594	608 979	663 282
Daň z příjmů za běžnou činnost	41 999	63 229	84 755	127 886	139 289
Výsledek hospodaření po zdanění	165 420	269 554	318 839	481 094	523 993
Čistý obrat	4 491 980	4 774 267	4 950 476	5 198 316	5 406 534

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní odhad

Jednotlivé položky byly odhadnuty na základě minulých let a jejich vývoje. Od roku 2024 se počítá se zvýšenou sazbou daně pro právnické osoby ve výši 21 %. Vychází se pouze z provozně nutných položek. Výsledek hospodaření roste, zároveň se ale také zvyšují ceny materiálu a rostou náklady společnosti.

V tabulce č. 39 jsou zobrazena aktiva plánované rozvahy pro roky 2023 – 2026. Plán DNM a DHM byl převzat z plánu investic pro následující roky, kde byl zohledněn koeficient náročnosti na základě minulých let. Odhad majetku podniku vychází z jeho potřeby a vývoje z minulosti. Nákup nového majetku je prováděn za účelem jeho obnovy.

Tabulka 39: Plánovaná rozvaha – aktiva (v tis. Kč)

Rozvaha (tis. Kč)	2022	2023	2024	2025	2026
Aktiva celkem	2 208 156	2 431 176	2 661 338	2 998 750	3 213 408
Stálá aktiva	1 182 119	1 218 218	1 257 918	1 273 745	1 317 980
Dlouhodobý nehmotný majetek	3 630	3 985	4 340	4 695	5 050
Dlouhodobý hmotný majetek	1 175 999	1 211 743	1 251 088	1 266 561	1 310 441
- pozemky a stavby	719 645	748 114	782 582	804 635	841 831
- Hmotné movité věci a jejich soubory	386 881	385 316	381 732	378 148	376 565
Ostatní dlouhodobý majetek	69 473	78 313	86 774	83 778	92 045
Dlouhodobý finanční majetek	2 490	2 490	2 490	2 490	2 490
Oběžná aktiva	1 004 873	1 191 081	1 380 734	1 701 593	1 871 103
Zásoby	352 016	403 159	477 608	552 932	638 329
- Materiál	180 765	208 756	243 540	279 259	319 165
- Nedokončená výroba a polotovary	858	1 305	4 059	8 378	14 507
- Výrobky a zboží	147 939	169 614	202 950	223 407	232 120
- Poskytnuté zálohy na zásoby	22 454	23 485	27 060	41 889	72 537
Pohledávky	524 981	563 249	584 089	588 817	611 781
- Dlouhodobé pohledávky	40 226	45 665	47 355	48 870	50 776
- Krátkodobé pohledávky	484 755	517 583	536 733	539 947	561 003
Peněžní prostředky	127 876	224 673	319 037	559 844	620 993
Časové rozlišení aktiv	21 164	21 876	22 686	23 412	24 325

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní odhad

Hmotné movité věci na základě generátorů hodnoty předpovídají meziroční pokles kolem 3 538 tis. Kč. V roce 2022 se v rozvaze poprvé vyskytla položka poskytnuté zálohy na zásoby. V budoucnu se předpokládá, že tato položka bude opět vyrovnána do nulové výše, jak tomu bylo minulá období. Hodnota DFM byla zachována ve stejné výši jako byla v roce 2021 a 2022. Dříve DFM v podniku nebyl. Oběžná aktiva byla určena pomocí provozně nutného pracovního kapitálu, který je také zobrazen v tabulce č. 35.

V tabulce č. 40 je zobrazena plánovaná rozvaha pasiv na roky 2023 – 2026.

Tabulka 40: Plánovaná rozvaha – pasiva (v tis. Kč)

Rozvaha (tis. Kč)	2022	2023	2024	2025	2026
Pasiva celkem	2 208 156	2 431 176	2 661 338	2 998 750	3 213 408
Vlastní kapitál	684 700	540 651	589 936	752 191	795 090
Základní kapitál	268 653	268 653	268 653	268 653	268 653
Fondy ze zisku	-	-	-	-	-
Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	250 627	2 444	2 444	2 444	2 444
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	165 420	269 554	318 839	481 094	523 993
Cizí zdroje	1 523 385	1 889 238	2 068 733	2 241 050	2 412 595
Rezervy	19 410	65 236	94 710	125 666	145 075
Závazky	1 503 975	1 824 002	1 974 023	2 115 384	2 267 520
-Dlouhodobé závazky	137 806	326 181	378 839	418 888	493 255
-Krátkodobé závazky	1 366 169	1 497 821	1 595 184	1 696 496	1 774 266
Časové rozlišení	71	1 287	2 669	5 509	5 724

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní odhad

Základní kapitál se předpokládá ve stejné výši jako v minulosti. Fond ze zisku byl vytvořen pouze v roce 2018 ve výši 8 tis. Kč. Od té doby společnost netvoří fondy ze zisku a stejně tak se předpokládá do budoucna. Výsledek hospodaření byl převzat z plánovaného výkazu zisku a ztráty z výsledku hospodaření po zdanění. Výsledek hospodaření minulých let byl do roku 2020 tvořen ve výši 2 444 tis. Kč a s tím se stejně počítá v budoucnosti. Rezervy, závazky a časové rozlišení byly stanoveny na základě hodnot v tabulce č. 35 – Vývoj a prognóza provozně nutného pracovního kapitálu.

4.6.1 Analýza finančního plánu

Pro doplnění prognózy podniku na roky 2023 – 2026 byl finanční plán také doplněn o finanční analýzu, u které se předpokládá, stejně jako u finanční analýzy běžného období, že se potvrdí zdraví podniku a jeho přijatelná finanční situace. Dále by se také měl potvrdit předpoklad nekonečného trvání podniku do budoucna. Následující tabulka č. 41 zobrazuje hodnoty ukazatele likvidity.

Tabulka 41: Finanční analýza finančního plánu – ukazatel likvidity

Ukazatele likvidity	2022	2023	2024	2025	2026
běžná likvidita	0,71	0,76	0,84	0,97	1,03
Pohotová likvidita	0,48	0,53	0,57	0,68	0,69
Okamžitá likvidita	0,09	0,15	0,20	0,33	0,35

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní zpracování

Ukazatele likvidity mírně stoupají, což je pro podnik pozitivní. Do budoucna se ukazatele likvidity zvyšují větším tempem. Počítá se s tím, že podnik bude mít více skladových zásob. V porovnání s konkurencí, dle dostupných údajů z Českého statistického úřadu, se hodnoty běžné likvidity blíží hodnotám konkurence. Pro porovnání s konkurenčními podniky pod tuzemskou kontrolou v rámci maloobchodu a velkoobchodu je stanovena běžná likvidita 1,56 a pohotová likvidita 1,03. (ČSÚ, 2021) Okamžitá likvidita podniku se zvyšuje z důvodu vyšších peněžních prostředků.

Tabulka č. 42 obsahuje údaje týkající se ukazatelů zadluženosti z finančního plánu podniku.

Tabulka 42: Finanční analýza finančního plánu – ukazatel zadluženosti

Ukazatele zadluženosti	2022	2023	2024	2025	2026
Celková zadluženost	69%	78%	78%	75%	75%
Míra zadlužení	2,22	3,49	3,51	2,98	3,03
Úrokové krytí	23,28	38,29	42,43	53,67	51,80
Kvóta vlastního kapitálu	31%	22%	22%	25%	25%

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní zpracování

Celková zadluženost podniku se od roku 2025 snižuje. Na základě porovnání s konkurencí bylo zjištěno, že celková zadluženost konkurenčních podniků se pohybuje kolem 60%. (ČSÚ, 2022) Podnik má vyšší hodnotu zadluženosti až o 18 %. Je třeba zmínit úrokové krytí, které vyjadřuje lepší finanční situaci podniku. Ostatní ukazatele zadluženosti se pohybují na podobných úrovních jako v minulosti.

V tabulce č. 43 jsou obsaženy údaje ukazatelů rentability.

Tabulka 43: Finanční analýza finančního plánu – ukazatel rentability

Ukazatele rentability	2022	2023	2024	2025	2026
Rentabilita celkového kapitálu	9,81%	14,06%	15,53%	20,69%	21,05%
Rentabilita vlastního kapitálu	24,16%	49,86%	54,05%	63,96%	65,90%
Rentabilita tržeb	3,73%	5,74%	6,55%	9,57%	10,03%
Rentabilita celkových aktiv	9,39%	13,69%	15,17%	20,31%	20,64%

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní zpracování

Ukazatele rentability také vyjadřují velmi dobrý vývoj. Společnost dobře využívá svůj kapitál ke generování zisku. Hodnoty se blíží hodnotám v roce 2018 – 2020 před

covidovou pandemií. V porovnání s konkurenčním odvětvím se rentabilita společnosti Kofola a.s. pohybuje výše. V rámci odvětví ve velkoobchodě a maloobchodě se hodnoty rentability celkového kapitálu pohybují kolem 9% a rentability tržeb kolem 3 %. (ČSÚ, 2021)

Tabulka č. 44 zobrazuje ukazatele aktivity zahrnující dobu obratu a počet obrátů za daný rok u jednotlivých položek.

Tabulka 44: Finanční analýza finančního plánu – ukazatel aktivity

Ukazatele aktivity	2022	2023	2024	2025	2026
Doba obratu zásob (dny)	29	31	35	40	44
Počet obrátů aktiv	2,01	1,93	1,83	1,68	1,63
Doba obratu pohledávek (dny)	39	40	40	39	39
Doba obratu závazků	111	115	118	122	122

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní zpracování

Ukazatele aktivity jsou převzaté z plánu čistého pracovního kapitálu. Doba obratu zásob je vyšší z důvodu navýšení materiálů uložených ve skladech.

Tabulka č. 45 zobrazuje ukazatele rentability finančního plánu.

Tabulka 45: Finanční analýza finančního plánu – ukazatele rentability

	2022	2023	2024	2025	2026
Rentabilita hlavního provozu	0,26	0,26	0,28	0,29	0,29
Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu z KPVH	0,17	0,29	0,30	0,32	0,32

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní zpracování

Rentabilita ziskové marže se přibližuje hodnotě 0,3 a je mírně rostoucí a pro podnik to znamená, že má větší podíl zisku z každého prodeje. Rentabilita provozně nutného kapitálu slouží jako podklad pro finanční plán, který vyjadřuje, že je v budoucnu podnik schopen tvořit hodnotu. Tyto hodnoty jsou vyšší než WACC, které je stanoveno v následujícím oddílu (4.7 Ocenění společnosti Kofola a.s.), a jsou mírně rostoucí.

4.7 Ocenění pomocí metody DCF společnosti Kofola a.s.

V rámci strategické a finanční analýzy byl potvrzen předpoklad „going concern“, česky předpoklad trvání podniku Kofola a.s. i v budoucnosti. Pro ocenění podniku je možné zvolit výnosovou metodu diskontovaného peněžního toku, jejíž postup je blíže popsán v teoretické části. Pro komparaci výsledků bude hodnota podniku stanovena také metodou EVA.

4.7.1 Diskontní míra WACC

Součástí metody DCF je výpočet průměrných vážených nákladů na kapitál, kde je nutné stanovit velikost nákladů na vlastní a cizí kapitál.

Z důvodu, že společnost v rozvaze vykazuje minimální velikost závazků vůči úvěrovým institucím a od roku 2019 tuto položku již ani nevykazuje, byla velikost úročeného cizího kapitálu stanovena pomocí prognózy dlouhodobých závazků, které jsou složeny ze závazků vůči ovládané osobě a emitovaných dluhopisů. Kofola a.s. ve své výroční zprávě uvádí, že společnost Karlovarská Korunní, s.r.o. emitovala dluhopisy, které v důsledku fúze přešly k 1. 1. 2022 na společnost Kofola a.s. Výroční zprávy za jednotlivé roky neposkytují data pro stanovení nákladů na cizí kapitál. Jejich výše je tedy odhadnuta pomocí úrokových sazeb ARAD pro nefinanční podniky s ohledem na inflaci. Statistika úrokových sazeb, podle kterých je odhadnuta výše nákladů cizího kapitálu, je zobrazena v tabulce č. 46.

Tabulka 46: Statistika úrokových sazeb ARAD

Statistika úrokových sazeb	
31.12.2022	7,10%
31.03.2023	6,76%
30.06.2023	6,71%
30.09.2023	7,01%

Zdroj: ČNB, 2024a, vlastní zpracování

Dle databáze časových řad se úrokové sazby pro nefinanční podniky pohybují pro rok 2023 kolem 7 %. Pro roky 2025 a 2026 se hodnota nákladů vlastního kapitálu snižuje s ohledem na předpokládaný vývoj inflace v ČR.

V tabulce č. 47 je zobrazen výpočet nákladů WACC pro jednotlivé roky.

Tabulka 47: Výpočet WACC

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
CK/K	8,65%	9,35%	9,63%	10,51%	10,33%	10,32%	10,32%	10,32%	10,32%
VK/K	91,4%	90,7%	90,4%	89,5%	89,7%	89,7%	89,7%	89,7%	89,7%
CK/VK	9%	10%	11%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Náklady cizího kapitálu	7%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Daň	19%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
Bezriziková úroková míra rd	4,06%	4,06%	4,06%	4,06%	4,06%	4,06%	4,06%	4,06%	4,06%
Koeficient Beta nezadlužená	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71
Riziková prémie kapitálového trhu	4,79%	4,79%	4,79%	4,79%	4,79%	4,79%	4,79%	4,79%	4,79%
Riziko selhání země	0,73%	0,73%	0,73%	0,73%	0,73%	0,73%	0,73%	0,73%	0,73%
Odhad poměru rizikové prémie u akcií oproti dluhopisům	1,41	1,41	1,41	1,41	1,41	1,41	1,41	1,41	1,41
Riziková prémie země	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Přirážka za velikost a likviditu	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Koeficient Beta zadlužená	0,764	0,768	0,770	0,776	0,775	0,775	0,775	0,775	0,775
Náklady vlastního kapitálu	12,72%	12,74%	12,75%	12,78%	12,77%	12,77%	12,77%	12,77%	12,77%
WACC	12,11%	11,99%	11,90%	11,85%	11,86%	11,86%	11,86%	11,86%	11,86%
Hodnota Brutto k poč. období	3 770 347	4 050 314	4 351 316	4 693 219	4 940 231	5 118 775	5 300 590	5 486 111	5 678 125
Úročený CK k poč. období	326 181	378 839	418 888	493 255	510 518	528 387	546 880	566 021	585 832
CK/K	8,65%	9,35%	9,63%	10,51%	10,33%	10,32%	10,32%	10,32%	10,32%

Zdroj: ČNB, 2024a, Damodaran, 2023, Damodaran 2024, Damodaran 2024a, Mařík, 2018, United States Government, 2023, vlastní zpracování

Pro stanovení nákladů na vlastní kapitál byl využit model CAPM, který se skládá z jednotlivých parametrů, které ovlivňují hodnotu nákladů na vlastní kapitál. Pro bezrizikovou úrokovou míru byla využita aktuální výnosnost 20letých vládních dluhopisů USA, která činí 4,06 %. (United States Government, 2023) Americké dluhopisy byly zvoleny z důvodu, že se na ně váže odhad rizikové prémie trhu, která vychází z amerického akciového trhu. Na podmínky českého prostředí je následně provedena korekce prostřednictvím rizikové prémie kapitálového trhu země. Dále je nutné stanovit výši koeficientu Beta, který se pro Evropu přebírá z dat profesora Damodarana. Pro skupinu nealkoholických nápojů je k lednu 2023 stanovena nezadlužená Beta ve výši 0,66 a Beta upravena o cash ve výši 0,71. (Damodaran, 2024)

Riziková prémie trhu byla také převzata z dat publikovaných profesorem Damodaranem, podle kterého byla průměrná riziková prémie trhu stanovena. Jedná se o geometrický průměr rizikových prémie za období 1928 – 2023, kterému odpovídá hodnota 4,79 %. (Damodaran, 2024a)

Posledním údajem pro stanovení WACC je úprava o rizikovou prémii země, která činí 0,01 pro celé sledované období. Dle dat profesora Damodarana je rating České republiky stanoven jako stabilní AA3, čemuž odpovídá riziko selhání země ve výši 0,73 %. (Damodaran, 2023) Je také připočítána riziková přirážka pro malé společnosti

v celkové výši 5%. Srážka za velikost společnosti činí 3%. A dále byla připočítána přírážka ve výši 2 % za sníženou likviditu. Tato přírážka se uvažuje v intervalu 0 – 3 % a byla stanovena ve středu tohoto intervalu. (Mařík, 2018) Náklady vlastního kapitálu jsou stanoveny pomocí součinu rizikové prémie kapitálového trhu a koeficientu Beta zadlužená a následného přičtení bezrizikové úrokové míry a přírážky za velikost a likviditu.

V poslední části jsou pro jednotlivé roky vypočítány průměrné vážené náklady na kapitál. Vychází z tržního přecenění s využitím iteračního postupu. WACC jsou odhadnuty pro každý rok individuálně. Stanovují reálnější výši kapitálu v tržních hodnotách, než jsou hodnoty účetní, které byly převzaty z finančního plánu. Kontrolou je podíl úročeného cizího kapitálu a provozní hodnoty brutto k 1. 1. 2023, která vyšla 8,65 %. Tomu odpovídá podíl cizího a celkového kapitálu v roce 2023, který je zobrazen v tabulce č. 47. WACC se pro jednotlivé roky pohybuje kolem 12 %.

4.7.2 Hodnocení pomocí DCF metody

V rámci metody DCF se podnik hodnotí ve dvou fázích. První fáze je zobrazena od roku 2023 do 2026. Po tuto dobu je stanoven finanční plán podniku. Druhá fáze tedy pokračuje do roku 2031. Druhá fáze se nazývá stabilizační. Tabulka č. 48 zobrazuje výpočet volného peněžního toku v první fázi.

Tabulka 48: Volné cash flow pro 1. fázi (v tis. Kč)

	2023	2024	2025	2026
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	329 433	400 071	517 931	564 243
Upravená daň	62 592	84 015	108 765	118 491
Korigovaný provozní VH po dani	266 840	316 056	409 165	445 752
Odpisy	187 880	194 832	201 066	208 908
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	-223 979	-234 532	-216 894	-253 143
Investice do provozně nutného prac. kapitálu	-54 052	-91 718	-217 433	-92 439
FCFF	176 689	184 639	175 905	309 078
Odúročitel pro diskontní míru:	0,8920	0,7965	0,7118	0,6364
Diskontované FCFF k 1. 1. 2023	157 601	147 059	125 204	196 687

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní odhad

FCFF představuje volné peněžní toky pro vlastníky. Od roku 2024 se počítá s 21 % daní z příjmů právnických osob. Veškeré položky jsou převzaty z finančního plánu a generátorů hodnoty. Odúročitel se stanovil pro jednotlivé roky na základě WACC stanoveného v tabulce č. 47. V rámci investic do DM a ČPK se počítá s meziročním

růstem daných položek. Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani roste každým rokem. Investice do dlouhodobého majetku a čistého pracovního kapitálu jsou převzaty z finančního plánu. Současná hodnota první fáze činí 626 550 tis. Kč.

Tabulka č. 49 zobrazuje volné cash flow pro 2. fázi podniku, která je stanovena od roku 2027 do 2030.

Tabulka 49: Volné cash flow pro 2. fázi (v tis. Kč)

	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Tempo růstu tržeb, KPVH a invest. kap.		3,9%	3,7%	3,5%	3,5%	3,5%
Korigovaný provozní VH po dani	445 752	463 137	480 273	497 082	514 480	532 487
Provozně nutný investovaný kapitál k 31. 12.	1 430 929	1 486 736	1 541 745	1 595 706	1 651 555	1 709 360
Rentabilita investovaného kapitálu	34,4%	32,4%	32,3%	32,2%	32,2%	32,2%
FCFF		407 330	425 263	443 121	458 630	474 682
Odúročitel pro diskontní míru:		0,5689	0,5086	0,4547	0,4065	
Diskontované FCFF k 1. 1. 2023		231 730	216 281	201 470	186 413	

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní odhad

Diskontované FCFF každým rokem klesá kvůli odúročiteli. Počítá se s WACC dle tabulky č. 47. Druhá fáze byla stanovena v délce 4 let, stejně jako je tomu u 1. fáze. Druhá fáze byla stanovena pro stabilizaci parametrů. Rok 2031 je důležitý pro stanovení pokračující hodnoty.

V tabulce č. 50 je zobrazen výpočet pokračující hodnoty. Tempo růstu tržeb je stabilizováno na 3,5 %. Míra investic netto do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu je stanovena jako podíl tempa růstu a rentability investic netto.

Tabulka 50: Pokračující hodnota (v tis. Kč)

Tempo růstu		3,5%
Rentabilita investic netto		32,2%
Míra investic netto do DM a PK		10,9%

<i>Investice netto 2031</i>	57 804 tis. Kč
<i>FCFF 2031</i>	474 682 tis. Kč
Parametrický vzorec	5 678 125 tis. Kč
Gordonův vzorec	5 678 125 tis. Kč

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní odhad

Pokračující hodnota pracuje s tempem růstu 3,5 %. Parametrický i Gordonův vzorec představuje hodnotu 5 678 125 tis. Kč. Parametrický vzorec je založen na faktorech tvorby hodnoty. To představuje tempo růstu KPVH a rentability nových investic.

Tabulka č. 51 zobrazuje výslednou hodnotu podniku Kofola a.s. k 1. 1. 2023 a činí 3 444 167 tis. Kč.

Tabulka 51: Výsledná hodnota společnosti Kofola a.s. (v tis. Kč)

Současná hodnota 1. fáze	626 550 tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze (stabilizační fáze)	835 894 tis. Kč
Současná hodnota pokračující hodnoty	2 307 904 tis. Kč
Provozní hodnota brutto	3 770 347 tis. Kč
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	326 181 tis. Kč
Provozní hodnota netto	3 444 167 tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF	3 444 167 tis. Kč

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní odhad

Současná hodnota pokračující hodnoty je stanovena součinem hodnoty parametrického vzorce z tabulky č. 50 a odůročitelem pro diskontní míru v roce 2030 z tabulky č. 49. Provozní hodnota brutto činí 3 770 347 tis. Kč. Úročený cizí kapitál je převzat z finančního plánu k danému roku. K datu ocenění nebyl evidován žádný neprovozní majetek. Výsledná hodnota podniku Kofola a.s., odhadnuta pomocí metody DCF, činí 3 444 167 tis. Kč.

4.8 Ocenění pomocí ukazatele EVA společnosti Kofola a.s.

V rámci metody ocenění podniku pomocí ukazatele EVA se také počítá s první a druhou fází podniku, která je stabilizační. Pro stanovení hodnoty EVA v jednotlivých letech je nutné upravit vstupní data. Velikost operačního výsledku hospodaření (dále NOPAT) je totožná s korigovaným provozním výsledkem hospodaření po zdanění. Dlouhodobý majetek a upravený pracovní kapitál jsou převzaty z generátorů hodnoty a finančního plánu. Čistá operační aktiva (dále NOA) představují investovaný kapitál a jedná se o součet položek majetku upraveného o hodnoty pracovního kapitálu. Diskontovaná EVA pro jednotlivé roky první fáze je zobrazena v tabulce č. 52.

Tabulka 52: Hodnota ukazatele EVA pro 1. fázi (v tis. Kč)

	2022	2023	2024	2025	2026
NOPAT	178 648	329 433	400 071	517 931	564 243
NOA k 31. 12.	839 426	929 577	1 060 995	1 294 255	1 430 929
WACC x NOA _{t-1}		101 669	111 458	126 259	153 353
EVA		227 763	288 613	391 672	410 890
Odúročitel pro diskontní míru		0,8920	0,7965	0,7118	0,6364
Diskontovaná EVA		203 157	229 871	278 780	261 477

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní odhad

Průměrné vážené náklady na kapitál byly stanoveny již pro metodu DCF. Výsledná současná hodnota první fáze činí 973 285 tis. Kč. V jednotlivých letech podnik tvoří hodnotu.

Hodnota ukazatele EVA pro druhou fázi je od roku 2027 – 2030 zobrazena v tabulce č. 53.

Tabulka 53: Hodnota ukazatele EVA pro 2. fázi (v tis. Kč)

	2026	2027	2028	2029	2030	2031
NOPAT	564 243	463 137	480 273	497 082	514 480	532 487
NOA k 31. 12.	1 430 929	1 486 736	1 541 745	1 595 706	1 651 555	1 709 360
WACC x NOA _{t-1}		169 698	176 325	182 849	189 248	195 872
EVA		293 439	303 948	314 234	325 232	336 615
Odúročitel pro diskontní míru:		0,5689	0,5086	0,4547	0,4065	
Diskontovaná EVA		166 937	154 583	142 870	132 192	

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní odhad

Současná hodnota druhé fáze činí 596 581 tis. Kč. Jedná se o stabilizační fázi, která byla zařazena také v metodě DCF.

V tabulce č. 54 je zobrazena pokračující hodnota a celkové hodnocení podniku k 1. 1. 2023 metodou EVA.

Tabulka 54: Výsledné ocenění společnosti Kofola a.s. (v tis. Kč)

Pokračující hodnota

Tempo růstu	3,5%
Pokračující hodnota	3 589 463 tis. Kč

Výnosové ocenění k 1. 1. 2023

Současná hodnota 1. fáze	973 285 tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	596 581 tis. Kč
Současná hodnota pokračující hodnoty	1 458 956 tis. Kč
MVA	3 028 822 tis. Kč
NOA k datu ocenění	839 426 tis. Kč
Provozní hodnota brutto	3 868 248 tis. Kč
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	326 181 tis. Kč
Provozní hodnota netto	3 542 067 tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	0 tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle EVA	3 542 067 tis. Kč

Zdroj: Kofola a.s., 2018 – 2022, vlastní odhad

Tempo růstu trhu je stabilizováno na 3,5 % a pokračující hodnota podniku činí 3 589 463 tis. Kč. Provozní netto hodnota podniku, která je shodná s výslednou hodnotou celkového podniku, činí 3 542 067 tis. Kč. I zde je brutto hodnota očištěna o úročený cizí kapitál k datu ocenění. Jeho hodnota je stejná jako u metody DCF.

4.9 Zhodnocení dosažených výsledků ocenění společnosti Kofola a.s.

Společnost Kofola a.s. se specializuje na výrobu nealkoholických nápojů. Cílem diplomové práce bylo na základě uceleného přehledu o oceňování vybraného podnikatelského subjektu stanovit odhad jeho tržní hodnoty pomocí vybraných výnosových metod. Pro provedení hodnocení byla zvolena výnosová metoda DCF entity a ukazatel EVA. V rámci metody DCF vyšla výsledná hodnota podniku Kofola a.s. k 1. 1. 2023 na částku 3 444 167 tis. Kč. Byla provedena analýza dat z minulých období za roky 2018 – 2022, tedy za posledních 5 let. Jednalo se o zhodnocení finančních výkazů, tržeb, ziskové marže, pracovního kapitálu a investic do dlouhodobého majetku. Dále byla provedena prognóza vývoje společnosti na základě odhadnutých tržeb pro roky 2023 – 2026, tedy odhad na následující 4 roky. Počítá se

s průměrným růstem tržeb 3,9 %, které se stabilizuje na 3,5 % ročně s přihlédnutím k tempu růstu trhu a tržnímu podílu Kofoly a.s. v rámci největších konkurentů v odvětví. Diskontní míra WACC byla stanovena individuálně pro každý rok dle výše kapitálu a jeho nákladů. Pohybuje se v průměrné výši kolem 12 %. Současná hodnota první fáze byla stanovena na 626 550 tis. Kč, pomocí FCFF mezi roky 2023 – 2026 násobené WACC a upravené o diskont. Hodnota druhé fáze podniku byla stanovena na 835 894 tis. Kč. Výsledná hodnota podniku podle DCF činí 3 444 167 tis. Kč.

Pro porovnání výsledků byla společnost Kofola a.s. následně ohodnocena metodou ekonomické přidané hodnoty. Hodnota byla odhadnuta pomocí NOPAT, NOA a WACC. Následně byla EVA upravena pomocí odúročitele pro diskontní míru. Výsledná netto hodnota podniku činí v první fázi 973 285 tis. Kč, v druhé fázi 596 581 tis. Kč. Výsledná hodnota podniku Kofola a.s. pomocí EVA je odhadnuta na 3 542 067 tis. Kč.

Je zde pozorován mírný rozdíl mezi jednotlivými metodami, který je způsoben jednotlivými koeficienty ovlivňující celkové ocenění. V rámci metody EVA bylo odhadnuto tempo růstu ve výši 3,5 %.

Mezi roky 2018 – 2022 byly hodnoty společnosti ovlivněny covidovou pandemií a fúzí se společnostmi Karlovarská Korunní, s.r.o. a Ondráškovka, a.s. Jednotlivé výsledky nebyly o hodnoty způsobené danými situacemi očištěny a v budoucnu se také předpokládá výskyt podobných situací, které ovlivní chod společnosti Kofola a.s.

Závěr

Cílem diplomové práce bylo na základě uceleného přehledu o oceňování vybraného podnikatelského subjektu stanovit odhad jeho tržní hodnoty pomocí vybraných výnosových metod. Hlavním výstupem je odhad výsledné hodnoty vybraného podniku Kofola a.s. k 1. 1. 2023. Byly zvoleny metody diskontovaného peněžního toku a ekonomické přidané hodnoty. Následuje ekonomické zhodnocení dosažených výsledků, které je provedené na základě kroků potřebných pro ocenění podniku a zvolených výnosových metod.

Teoretická část je zpracována formou rešerše publikací určených k hodnocení podniku a ostatních publikací zaměřených na tuto problematiku. Nejprve se zaměřuje na základy, které je nutné před provedením ocenění znát. Jsou zde vymezeny jednotlivé standardy a báze hodnoty.

Dále jsou uvedeny kroky potřebné pro ocenění podniku. Jedná se o postup, který je nutný k odhadnutí výsledné hodnoty podniku. Mezi tyto kroky patří strategická analýza, která identifikuje vnitřní a vnější prostředí působící na podnik. Identifikuje se prostředí, ve kterém společnost operuje, a výstupem jsou příležitosti a hrozby. Podnik lze porovnat pomocí geografického hlediska, cílové skupiny nebo konkurence. Dále se hodnotí atraktivita trhu prostřednictvím velikosti a růstu trhu, bariér vstupu do odvětví, možných substitutů nebo struktury zákazníků a dalších. Společnost Kofola a.s. získala v rámci hodnocení atraktivity trhu 51 bodů z celkových 96 bodů, čímž lze společnost ohodnotit jako průměrnou s hodnocením 53 %. Vnitřní prostředí je zkoumáno z hlediska porovnání s konkurencí v rámci výrobků, ceny, reklamy, image firmy či udržitelnosti a dále kvality managementu, inovací nebo finanční situace. Výstupem jsou silné a slabé stránky podniku. Společnost Kofola a.s. byla hodnocena 73 body z celkových 120 bodů, tj. 60 %. Lze ji považovat jako průměrnou společnost v porovnání s konkurenty.

Finanční analýza je provedena na základě analýzy absolutních a poměrových ukazatelů. Výstupem jsou data potřebná k provedení bankrotních a bonitních modelů. Altmanův model vyjadřuje, že si společnost vede velmi dobře a má uspokojivou finanční situaci. Hodnoty z indexu IN05 také nasvědčují tomu, že společnost tvoří svou hodnotu a neblíží se k bankrotu. Závěrem finanční analýzy je proveden Rychlý

test, který podnik hodnotí velmi dobře až dobře. Společnost Kofolu a.s. lze tedy označit jako zdravou firmu, která má přijatelnou finanční situaci a není ohrožena její existence do budoucna.

Pro odhadnutí správné hodnoty ocenění podniku bylo nutné rozdělit aktiva a kapitál na provozně potřebná a nepotřebná. Prostřednictvím provedené strategické a finanční analýzy byl veškerý majetek a kapitál označen jako provozně nutný. Generátory hodnoty ovlivňují hodnotu podniku a na jejichž základě byl sestaven finanční plán na roky 2023 – 2026. Mezi generátory hodnoty patří tržby, marže provozního zisku, pracovní kapitál a investice do dlouhodobého majetku. I zde bylo na roky 2023 – 2026 provedeno hodnocení pomocí bankrotních a bonitních modelů. Byl potvrzen předpoklad trvání podniku i v budoucnosti, a proto bylo možné zvolit pro odhad hodnoty podniku výnosovou metodu DCF a metodu EVA.

Na závěr byl proveden odhad výsledné hodnoty podniku na základě veřejně dostupných dat. Byly stanoveny průměrné vážené náklady na kapitál ve výši 12 %. Nejprve byla hodnota podniku odhadnuta pomocí výnosové metody DCF entity. V první fázi pro roky 2023 – 2026 byl podnik ohodnocen ve výši 626 550 tis. Kč. Druhá fáze, od roku 2026 do roku 2030, činí 835 894 tis. Kč. Současná hodnota pokračující hodnoty je odhadnuta na 2 307 904 tis. Kč. Výsledná hodnota podniku podle DCF k 1. 1. 2023 činí 3 444 167 tis. Kč.

Pro porovnání byla vybrána metoda ekonomické přidané hodnoty. V rámci metody EVA byly využity průměrné vážené náklady na kapitál stejně jako v metodě DCF. Následně byla upravena vstupní data pomocí finančního plánu a generátorů hodnoty. V první fázi byla odhadnuta hodnota podniku ve výši 973 285 tis. Kč, v druhé fázi 596 581 tis. Kč a následně se počítá i se současnou hodnotou pokračující hodnoty, která byla odhadnuta na základě tempa růstu tržeb ve výši 3,5 % s hodnotou 1 458 956 tis. Kč. Výsledná provozní netto hodnota podniku byla odhadnuta ve výši 3 542 067 tis. Kč.

Cílem diplomové práce bylo na základě uceleného přehledu o oceňování vybraného podnikatelského subjektu stanovit odhad jeho tržní hodnoty pomocí vybraných výnosových metod. Na základě stanovení celkové hodnoty podniku Kofola a.s. je

možné zhodnotit, že cíl diplomové práce byl splněn a hodnota podniku k 1.1.2023 byla odhadnuta pomocí metody DCF a metody EVA.

V úvodu diplomové práce byly položeny výzkumné otázky. Výzkumná otázka č. 1: Jak společnost Kofola a.s. reaguje na snižující se zájem o slazené nealkoholické nápoje v souvislosti se zdravým životním stylem a životním prostředím? V rámci strategické analýzy bylo zjištěno, že spotřeba nealkoholických nápojů za rok 2022 klesla oproti roku 2018 o 14,9 litrů na obyvatele za rok. Kofola a.s. přispívá k zdravějšímu životnímu stylu tím, že má nižší podíl cukru v nápojích. Nápoj Kofola obsahuje proti konkurenci nejméně cukru. Životní prostředí chrání tím, že poskytuje své nápoje i v točené formě, distribuuje je v sudech, což lze považovat za ekologicky šetrný obal. Provádí inovace v obalech a snižuje využívání PET materiálu o více než 1 000 tun. Lze konstatovat, že společnost Kofola a.s. realizuje důležitá opatření pro to, aby o nápoj byl stále větší zájem a provádí potřebné kroky proti snižování spotřeby nealkoholických nápojů.

Výzkumná otázka č. 2: Zlepšila se situace společnosti Kofola a.s. po provedení fúze se společnostmi Ondrášovka, a.s. a Karlovarská Korunní, s.r.o.? Po provedení fúze s výše uvedenými společnostmi se zvýšil tržní podíl společnosti Kofola a.s. Dále se tím rozšířilo portfolio společností Kofola a.s., což může být velkou příležitostí do budoucna. Ondrášovka, a.s. a Karlovarská Korunní, s.r.o. byly výrobci nealkoholických nápojů. Fúze nabízí efektivnější využívání zdrojů a může to mít pozitivní dopad na výkonnost podniku. Součástí finanční analýzy k roku 2022 byly zjištěny mírně se zhoršující výsledky v rámci poměrových ukazatelů a bonitních a bankrotních ukazatelů. Ale i přes to se společnost Kofola a.s. nachází ve velmi dobrých hodnotách a neočekává se žádná hrozba. Předpokládá se, že v následujících letech se hodnoty finanční analýzy zlepší. Lze konstatovat, že díky fúzi se situace Kofoly a.s. zlepšila a lze ji považovat jako příležitost do budoucna.

Seznam použité literatury

ALTMAN, Edward I. a Edith HOTCHKISS, 2010. *Corporate Financial Distress and Bankruptcy*. 3. vyd. USA: Wiley. ISBN 978-11-180-4604-3.

ALTMAN, Edward I.; John B. CAOQUETTE a Paul NARAYANAN, 1998. *Managing Credit Risk*. USA: Wiley. ISBN 978-04-711-1189-4.

BREALEY, Richard A.; Stewart C. MYERS a Franklin ALLEN, 2014. *Teorie a praxe firemních financí*. 2. vyd. Brno: BizBooks. ISBN 978-802-6500-285.

COCA-COLA, 2018. *Výroční zpráva – rok 2018*. online. Praha: Coca-Cola HBC Česko a Slovensko, s.r.o. [cit. 2024-03-05]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=715284>.

COCA-COLA, 2019. *Výroční zpráva – rok 2019*. online. Praha: Coca-Cola HBC Česko a Slovensko, s.r.o. [cit. 2024-03-05]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=715284>.

COCA-COLA, 2020. *Výroční zpráva – rok 2020*. online. Praha: Coca-Cola HBC Česko a Slovensko, s.r.o. [cit. 2024-03-05]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=715284>.

COCA-COLA, 2021. *Výroční zpráva – rok 2021*. online. Praha: Coca-Cola HBC Česko a Slovensko, s.r.o. [cit. 2024-03-05]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=715284>.

COCA-COLA, 2022. *Výroční zpráva – rok 2022*. online. Praha: Coca-Cola HBC Česko a Slovensko, s.r.o. [cit. 2024-03-05]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=715284>.

ČESKO, 2012. Zákon č. 89 ze dne 22. března 2012 občanský zákoník. In: *Sbírka zákonů České republiky*. Částka 33, strana 109, ISSN 1211-1244. Dostupné také z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2012-89>.

ČIŽINSKÁ, Romana a Pavel MARINIČ, 2010. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-247-3158-2.

ČIŽINSKÁ, Romana, 2018. *Základy finančního řízení podniku*. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-802-7101-948.

ČIŽINSKÁ, Romana a Mária REŽŇÁKOVÁ, 2007. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-802-4719-221.

ČNB, 2024. *Inflační cíl*. online. Praha: Česká národní banka. 25.2.2024 [cit. 2024-02-25]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/inflacni-cil/>.

ČNB, 2024a. ARAD Systém časových řad. Praha: Česká národní banka. 18.4.2024 [cit. 2024-04-18]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/arad/#/cs/sets>.

ČSÚ, 2021. *Podniky pod tuzemskou a zahraniční kontrolou v členění převažující podle ekonomické činnosti*. online. Praha: Český statistický úřad, 12.4.2024 [2024-12-4]. Dostupné z: [https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=vystup-objekt&z=T&f=TABULKA&katalog=33055&pvo=IFATSD001&c=v3~8_RP2020#w=.](https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=vystup-objekt&z=T&f=TABULKA&katalog=33055&pvo=IFATSD001&c=v3~8_RP2020#w=)

ČSÚ, 2022. *Databáze národních účtů*. online. Praha: Český statistický úřad, 20.2.2024 [2024-20-2]. Dostupné z: https://apl.czso.cz/pll/rocenka/rocnkavyber.spotr_dom.

ČSÚ, 2021. *Spotřeba potravin a nealkoholických nápojů (za obyvatele na rok)*. Online. Praha: Český statistický úřad, 20.2.2024 [2024-20-2]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/documents/10180/165278791/2701392201.pdf/e6e3334c-3c53-4a09-bbc8-b2a465b0a49f?version=1.3>.

ČSÚ, 2024. *Inflace – druhy, definice, tabulky*. online. Praha: Český statistický úřad, 9.4.2024 [2024-09-4]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace.

DAMODARAN, Aswath, 2024. *Betas by sector*. online. Damodaran Aswath, 25.2.2024. [cit. 2024-02-25]. Dostupné z: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html.

DAMODARAN, Aswath, 2024a. *Historical Returns on Stocks, Bonds and Bills: 1928-2023*. online. Damodaran Aswath, 25.2.2024 [cit. 2024-02-25]. Dostupné z: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html.

DAMODARAN, Aswath, 2023. *Country and equity risk premiums*. Online. Damodaran Aswath, 18.4.2024 [cit. 2024-04-18]. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

FAZZINI, Marco, 2018. *Business Valuation*. Switzerland: Springer International Publishing. ISBN 978-33-19894-94-2.

FOTR, Jiří, 2012. *Tvorba strategie a strategické plánování: teorie a praxe*. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-802-4739-854.

HOUSKA, Filip, 2018. *Coca-Cola a Pepsi produkují nejvíce plastového odpadu na světě. Chystají ale radikální změny*. online. Praha: CzechCrunch, 25.2.2024 [cit. 202402-25]. Dostupné z: <https://cc.cz/coca-cola-a-pepsi-produkuji-nejvice-plastoveho-odpadu-na-svete-chystaji-ale-radikalni-zmeny/>.

INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS (IVS), 2021. online. *International Valuation Standards Council*, 6.11.2023 [2023-11-06]. ISBN 978-0-9931513-4-7. Dostupné z: https://viewpoint.pwc.com/dt/gx/en/ivsc/international_valuat/assets/IVS-effective-31-Jan-2022.pdf.

J&T BANKA, 2020. *Kofola: Uzavření restaurací nepříznive ovlivní segment HoReCa*. online. Praha: Pavel Ryska, 20.2.2024 [cit. 2024-02-20]. Dostupné z: <https://webtrh.cz/clanek/kofola-uzavreni-restauraci-nepriznive-ovlivni-segment-horeca/>.

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

KESELY, Andrej, 2018. *CZ-NACE*. online. Praha: Andrej Kesely, 20.2.2024 [cit. 2024-02-20]. Dostupné z: <http://www.nace.cz/1107-vyroba-nealkohol-napoju-staceni-mineral-ostatnich-vod>.

KISELÁKOVÁ, Dana a Miroslava ŠOLTÉS, 2017. *Modely řízení finanční výkonnosti v teorii a praxi malých a středních podniků*. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-271-0680-6.

KISLINGEROVÁ, Eva, 2001. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck. ISBN 80-717-9529-1.

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

KOFOLA, 2018. *Výroční zpráva – rok 2018*. online. Krnov: Kofola a.s., 19.2.2024 [cit. 2024-02-19]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=76545>.

KOFOLA, 2019. *Výroční zpráva – rok 2019*. online. Krnov: Kofola a.s., 19.2.2024 [cit. 2024-02-19]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=76545>.

KOFOLA, 2020. *Výroční zpráva – rok 2020*. online. Krnov: Kofola a.s., 19.2.2024 [cit. 2024-02-19]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=76545>.

KOFOLA, 2021. *Výroční zpráva – rok 2021*. online. Krnov: Kofola a.s., 19.2.2024 [cit. 2024-02-19]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=76545>.

KOFOLA, 2022. *Výroční zpráva – rok 2022*. online. Krnov: Kofola a.s., 19.2.2024 [cit. 2024-02-19]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=76545>.

KOFOLA, 2022a. Projekt vnitrostátní fúze sloučením. online. Krnov: Kofola a.s., 19.2.2024 [cit. 2024-02-22]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=76545>.

KOFOLA ČESKOSLOVENSKO, 2018. *Výroční zpráva – rok 2018*. online. Poruba: Kofola ČeskoSlovensko a.s., 19.2.2024 [cit. 2024-02-19]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=715045>.

KOFOLA ČESKOSLOVENSKO, 2019. *Výroční zpráva – rok 2010*. online. Poruba: Kofola ČeskoSlovensko a.s., 19.2.2024 [cit. 2024-02-19]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=715045>.

KOFOLA ČESKOSLOVENSKO, 2020. *Výroční zpráva – rok 2020*. online. Poruba: Kofola ČeskoSlovensko a.s., 19.2.2024 [cit. 2024-02-19]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=715045>.

KOFOLA ČESKOSLOVENSKO, 2021. *Výroční zpráva – rok 2021*. online. Poruba: Kofola ČeskoSlovensko a.s., 19.2.2024 [cit. 2024-02-19]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=715045>.

KOFOLA ČESKOSLOVENSKO, 2022. *Výroční zpráva – rok 2022*. online. Poruba: Kofola ČeskoSlovensko a.s., 19.2.2024 [cit. 2024-02-19]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=715045>.

KOFOLA ČESKOSLOVENSKO, 2023. *I drobné změny v obalech mohou ušetřit stovky tun materiálu ročně*. online. Ostrava: Kofola ČeskoSlovensko a.s., 25.2.2024 [cit. 2024-02-25]. Dostupné z: <https://www.kofola.cz/aktuality/i-drobne-zmeny-v-obalech-mohou-usetrit-stovky-tun-materialu-rocne>.

KOFOLA ČESKOSLOVENSKO, 2024. *Příběh Kofoly*. online. Ostrava: Kofola ČeskoSlovensko a.s., 19.2.2024 [cit. 2024-02-19]. Dostupné z: <https://www.kofola.cz/pribeh-kofoly>.

KOFOLA ČESKOSLOVENSKO, 2024a. *Skupina Kofola*. online. Ostrava: Kofola ČeskoSlovensko a.s., 19.2.2024 [cit. 2024-02-19]. Dostupné z: <https://investor.kofola.cz/skupina-kofola>.

KOFOLA ČESKOSLOVENSKO, 2024b. *DNA Kofoly*. online. Ostrava: Kofola ČeskoSlovensko a.s., 20.2.2024 [cit. 2024-02-20]. Dostupné z: <https://www.kofola.cz/nase-dna>.

KOFOLA ČESKOSLOVENSKO, 2024c. *EKOFOLA*. online. Ostrava: Kofola ČeskoSlovensko a.s., 20.2.2024 [cit. 2024-02-20]. Dostupné z: <https://www.kofola.cz/aktuality?filter=ekofola>.

KOLLER, Tim; Marc GOEDHART a David WESSELS, 2020. *Valuation: Measuring and Managine the Value of Companies*. 7th ed. Hoboken: Wiley. ISBN 978-1-119-61186-8.

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

KURZY, 2024. *Akcie KOFOLA CS*. online. Praha: Kofola ČeskoSlovensko a.s., 25.2.2024 [cit. 2024-02-25]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/akcie-cz/akcie/kofola-cs-5534/>.

MARINIČ, Pavel, 2008. *Plánování a tvorba hodnoty firmy*. Praha: Grada. ISBN 978-802-4724-324.

MAŘÍK, Miloš, 2018. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 4. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-87865-38-5.

MATTONI, 2018. *Výroční zpráva – rok 2018*. online. Karlovy Vary: Mattoni 1837 a.s., 5.3.2024 [cit. 2024-03-05]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=700509>.

MATTONI, 2019. *Výroční zpráva – rok 2019*. online. Karlovy Vary: Mattoni 1837 a.s., 5.3.2024 [cit. 2024-03-05]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=700509>.

MATTONI, 2020. *Výroční zpráva – rok 2020*. online. Karlovy Vary: Mattoni 1837 a.s., 5.3.2024 [cit. 2024-03-05]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=700509>.

MATTONI, 2021. *Výroční zpráva – rok 2021*. online. Karlovy Vary: Mattoni 1837 a.s., 5.3.2024 [cit. 2024-03-05]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=700509>.

MATTONI, 2022. *Výroční zpráva – rok 2022*. online. Karlovy Vary: Mattoni 1837 a.s., 5.3.2024 [cit. 2024-03-05]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=700509>.

MEDIAGURU, 2018. *Majitel Mattoni kupuje v Česku PepsiCo*. online. Praha: MediaGuru, 20.2.2024 [cit. 2024-02-20]. Dostupné z: <https://www.mediaguru.cz/clanky/2018/01/majitel-mattoni-kupuje-v-cesku-pepsico/>.

Ministerstvo financí ČR, 2024. *Makroekonomické predikce – leden 2024*. online. Praha: Ministerstvo financí České republiky, 25.2.2024 [cit. 2024-02-25]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/rozpocetova-politika/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2024/makroekonomicka-predikce-leden-2024-54583>.

MOODY'S, 2024. *Ratings of Czech Republic*. Online. United States: Moody's Investors Service, Inc., 25.2.2024 [cit. 2024-02-25]. Dostupné z: https://www.moody's.com/credit-ratings/Czech-Republic-Government-of-credit-rating-218505/reports?category=Ratings_and_Assessments_Reports_rc%7Cissuer_Reports_rc&type=Rating_Action_rc%7CAnnouncement_rc%7CAnnouncement_of_Periodic_Review_rc,Credit_Opinion_ir_rc%7Cissuer_in_Depth_rc.

MZe, 2022. *Panorama potravinářského průmyslu*. online Praha: Ministerstvo zemědělství, Ústav zemědělské ekonomiky a informací, 20.2.2024 [cit. 2024-02-20]. Dostupné z: <https://eagri.cz/public/portal/-q265211---tvR-O3ML/panorama-potravinarskeho-prumyslu-2020?linka=a247203>.

NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER, 2002. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. Praha: Grada Publishing. ISBN 80-247-0125-1.

PRASETYO, Kristian Agung; Adhipradana Prabu SWASITO a Dhian Adhetiya SAFITRA, 2021. Uncertainty in Business Valuation for Tax Purposes. online. *Planning Malaysia*, vol. 19, no. 3, s. 307-316. eISSN 0128-0945. Dostupné z: <https://www.planningmalaysia.org/index.php/pmj/article/view/1008>.

RAŠKA, Jan, 2017. *Majoritní vlastníci Kofoly a ostatní zakladatelé navyšují podíl ve společnosti*. online. Praha: Fio banka, a.s., 21.4.2024 [cit. 2024-04-21]. Dostupné z: <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/zpravy-z-burzy/195140-majoritni-vlastnik-kofoly-a-ostatni-zakladatele-navysuji-podil-ve-spolecnosti>.

RAZALI, Muhammad Najib; Rohaya Abdul JALIL; Kamalahasan ACHU a Hishamuddin Mohd ALI, 2022. Identification of Risk Factors in Business Valuation. online. *Journal of Risk and Financial Management*, vol. 15, no. 7, s. 282. ISSN 1911-8074. Dostupné z: <https://doi.org/10.3390/jrfm15070282>.

REJNUŠ, Oldřich, 2014. *Finanční trhy*. 4. vyd. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-802-4736-716.

REŽŇÁKOVÁ, Mária, 2010. *Řízení platební schopnosti podniku*. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-802-4734-415.

REŽŇÁKOVÁ, Mária, 2012. *Efektivní financování rozvoje podnikání*. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-802-4718-354.

RŮČKOVÁ, Petra, 2021. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 7. vyd. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-802-7131-242.

SCHACHT, Ulrich a Matthias FACKLER, 2009. *Praxishandbuch Unternehmensbewertung: Grundlagen, Methoden, Fallbeispiele*. 2. vyd. Gabler. ISBN 978-3-8349-0633-5.

SCHOLLEOVÁ, Hana, 2012. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 2. vyd. Praha: Grada publishing. ISBN 978-802-4740-041.

SUŠICKÝ, Jan. *Využitelnost bankrotních modelů a jejich aplikace v podmínkách České republiky*. online. Praha, 2011 [cit. 2023-12-26]. Dostupné z:

<https://www.pef.czu.cz/dl/46221>. Disertační práce. Česká Zemědělská Univerzita v Praze, Provozně ekonomická fakulta. doc. Ing. Eva Rosochatecká, CSc.

UNITED STATES GOVERNMENT, 2023. *Daily Treasury Par Yield Curve Rates*. online. United States, 2023 [cit. 2024-4-14]. Dostupné z: https://home.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/TextView?type=daily_treasury_yield_curve&field_tdr_date_value=2023.

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

VOCHOZKA, Marek, 2020. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 2. vyd. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-271-1701-7.

VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ, 2012. *Podniková ekonomika*. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-802-4743-721.

WOLLNY, Christoph, 2018. *Der objektivierte Unternehmenswert: Unternehmensbewertung bei gesetzlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen*. 3. vyd. Berlin: Nwb. ISBN 978-3-482-54983-0.

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