

ŠKODA AUTO VYSOKÁ ŠKOLA, O.P.S.

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

STANOVENÍ INDIKATIVNÍ HODNOTY ZNAČKY KOFOLA

Bc. Lenka ZVOLÁNKOVÁ

Vedoucí práce: doc. Ing. Romana Čížinská, Ph.D.

Tento list vyjměte a nahrad'te zadáním diplomové práce

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci vypracovala samostatně s použitím uvedené literatury pod odborným vedením vedoucího práce.

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

V Mladé Boleslavi dne 3. 1. 2018

Děkuji doc. Ing. Romaně Čížinská, Ph.D. za odborné vedení diplomové práce, poskytování rad, informačních podkladů, a především za trpělivost.

Poděkování patří také mé rodině za jejich podporu po celou dobu mého studia a při psaní diplomové práce.

Obsah

Seznam použitých zkratk a symbolů.....	7
Úvod.....	9
1. Teoretická východiska tvorby, řízení a měření hodnoty značky.....	11
1.1. Důležitost značky a prvky značky.....	12
1.2. Model CBBE.....	18
1.3. Budování hodnoty značky.....	19
1.4. Produktová strategie.....	20
1.5. Cenová strategie.....	22
1.6. Strategie distribučních cest.....	26
1.7. Systém měření a řízení hodnoty značky.....	28
2. Oceňování nehmotných aktiv.....	33
2.1. Metodologie oceňování značky ve světě.....	34
2.2. Značka jako ochranná známka.....	36
2.3. Přístupy oceňování značky jako nehmotného majetku.....	37
3. Metoda diskontovaného cash flow – výnosový přístup k oceňování.....	39
3.1. DFC entity.....	40
3.2. DFC equity.....	46
3.3. DFC APV.....	46
4. Metoda ekonomické přidané hodnoty a její vztah k metodě DCF.....	47
5. Fundamentální analýza společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s.	50
5.1. Základní údaje o společnosti.....	50
5.2. Globální fundamentální analýza.....	53
5.3. Zhodnocení globální fundamentální analýzy.....	62
5.4. Odvětvová fundamentální analýza.....	63
5.5. Zhodnocení odvětvové analýzy.....	71
5.6. Firemní fundamentální analýza.....	72
5.6.1. Vývoj akcií Kofoly ČS.....	72
5.6.2. Míra růstu dividend a zisku.....	75
5.6.3. Požadovaná míra výnosu.....	77
5.6.4. Finanční analýza.....	78

5.6.5. Stanovení vnitřní hodnoty akcie	87
5.7. Zhodnocení firemní fundamentální analýzy.....	91
6. Stanovení hodnoty značky	92
6.1. Stanovení hodnoty společnosti Kofola ČS	92
6.2. Stanovení hodnoty značky Kofoly ČS	96
Závěr	104
Seznam literatury	107
Seznam obrázků a tabulek	111
Seznam příloh	114

Seznam použitých zkratk a symbolů

ČR	Česká republika
EU	Evropská unie
CBBE	Hodnota značky vycházející z pohledu zákazníka
BAV	Brand Asset Valuator
LNA	Leading National Advertisers
URL	Uniform Resource Locator
QFD	Quality Function Deployment
TQM	Total Quality Management
ROQ	Return on Quality
Kofola ČS	Kofola ČeskoSlovensko a.s.
ČNB	Česká národní banka
DCF	Discounted Cash Flow
FCFF	Free Cash Flow For The Firm
FCFE	Free Cash Flow To Equity
WACC	Weighted Average Cost of Capital
EVA	Economic Value Added
MVA	Market Value Added
APV	Adjusted Present Value
NOPAT	Net Operating Profit after Taxes
TH	Tržní hodnota
NOA	Net operating assets
HDP	Hrubý domácí produkt
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROA	Rentabilita aktiv
ROS	Rentabilita tržeb

MF	Ministerstvo financí
ČSÚ	Český statistická úřad
HoReCa	Hotel/Restaurace/Kavárna (Café)
KMV	Karlovarské minerální vody
SZPI	Státní zemědělská a potravinářská inspekce
ES	Evropské společenství
AP	Aritmetický průměr
GP	Goniometrický průměr
VK	Vlastní kapitál
CK	Cizí kapitál
CAPM	Capital Asset Pricing Model
RPKT	Riziková prémie kapitálového trhu
ČPK	Čistý pracovní kapitál
Tvz.	Tak zvané
EPS	Čistý zisk na akcii
AGR	Aspekt Global Rating
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciations and Amortization Charges

Úvod

Jedním z nejzajímavějších ekonomických trendů posledních desetiletí ve vyspělých zemích je vzrůstající podíl nehmotných aktiv na celkové (tržní) hodnotě firem. Hodnota nehmotných aktiv má v současné době u velkých a úspěšných podniků zásadní vliv na nepoměr mezi tržní a účetní hodnotou podniku. Právě tato hodnota některých nehmotných aktiv, jako jsou výsledky výzkumu a vývoje podniku, zákaznická databáze, lidský kapitál, copyright, a především chráněná obchodní značka, je v současné době zdrojem tržní hodnoty podniku.

Jedním z hlavních představitelů těchto nehmotných aktiv je značka. Navzdory dlouholeté historii značek, kdy některé značky jsou staré již přes sto let, je jim připisována hodnota a fakt že, značky tvoří povětšinou významnou část celkového jmění obchodní společnosti, připisována teprve poměrně krátkou dobu. Oceňování obchodní značky se dostalo do popředí zájmů oceňovatelů a investorů koncem osmdesátých let minulého století, kdy do této doby rozdíl mezi akviziční cenou a hodnotou hmotného majetku společnosti byl zahrnut do kategorie „goodwill“.

Diplomová práce na téma stanovení indikativní hodnoty značky Kofola se zabývá teoretickou částí značky z marketingového a oceňovatelského hlediska, včetně oceňovatelské teorie podniku obecně. V první kapitole jsou popsána teoretická východiska tvorby, řízení a měření hodnoty značky. Značka slouží již od nepaměti k rozlišování zboží jednotlivých výrobců a je pro zákazníka signálem kvality. První kapitola v podstatě reflektuje obecnou důležitost značky včetně toho, jak se odráží v produktové a cenové strategii podniku.

V druhé kapitole teoretické části je popsána metodologie oceňování nehmotných aktiv. Jelikož značka patří mezi nehmotná aktiva je tato kapitola zaměřena nejen na obecný přístup k ocenění nehmotných aktiv, ale i přímo na přístupy oceňování značky. V následující kapitole je popsána metoda diskontovaného cash flow v rámci výnosového přístupu k oceňování podniku, včetně detailnějšího popisu jednotlivých variant této metody.

Poslední kapitola v praktické části vysvětluje metodu ekonomické přidané hodnoty a vztah této metody k metodě diskontovaného cash flow v rámci výnosového přístupu k oceňování podniku.

Praktická část diplomové práce je zacílena na akciovou společnost Kofola ČeskoSlovensko. V úvodu praktické části jsou popsány základní údaje o společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s., produktové portfolio, struktura vztahů mezi propojenými osobami, činnosti i historie této společnosti.

Následující kapitola praktické části je zacílena na provedení fundamentální analýzy společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. s cílem dozvědět se, jak tuto společnost ovlivňuje globální prostředí české ekonomiky, jak tuto společnost ovlivňuje odvětví, ve kterém působí a v neposlední řadě to, jak je Kofola ČeskoSlovensko a.s. efektivní z pohledu finanční analýzy.

Mezi další cíle diplomové práce patří stanovení hodnoty společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. v kategorii fair value a stanovení hodnoty značky Kofola na úrovni indikativního ocenění vycházejícího z předpokladu, že tato hodnota značky zaujímá významný podíl na hodnotě "market value added" společnosti.

1. Teoretická východiska tvorby, řízení a měření hodnoty značky

Značky slouží již od nepaměti k rozlišování zboží jednotlivých výrobců. Podle AMA (American Marketing Association) lze značku definovat jako jméno značky, termín, označení, symbol či design nebo kombinace těchto pojmů, které slouží identifikaci výrobků nebo služeb jednoho či více prodejců a k jejich odlišení v konkurenci trhu. Podle názorů mnoha marketérů značka vyjadřuje mnohem víc, definují ji jako něco, co lidem proniklo do podvědomí a co má své jméno a důležité postavení v obchodním prostředí.

Značku musíme odlišit od produktu z důvodu hlubšího pochopení hodnoty značky. Značka není jen označení daného výrobku nebo služby. *„Značka je tedy produktem, který dodává další dimenze, jež ji odlišují od ostatních produktů vytvořených k uspokojení téže spotřeby“* (Kevin Lane Keller, 2007, s. 34). *„Přesněji – to, co odlišuje značkový výrobek od neznačkového a co mu dává hodnotu, je celkový úhrn vjemů a dojmů zákazníka, pokud jde o vlastnosti produktu a toho, jak funguje, pokud jde o jméno značky a toho, co zastupuje, a také společnosti, jež je s touto značkou spojována“* (Keller, 2007, s. 34).

Značka tvoří podstatu produktu či služby, které podnik vyrábí, ale také pro společnost může vytvářet konkurenční výhodu. Některé značky jsou ve vůdčí pozici už po desetiletí (3M, Gillette), což je důsledkem toho, že neustále inovují. Inovace sebou nesou investice do výzkumu a vývoje, což je podstatou vytváření prvotřídních produktů a zájem na spotřebních trzích po nových technologiích. Zákazníci tedy rozlišují výrobky a služby pomocí značky, což napomáhá marketérům k vytváření hodnoty, která pro firmu může znamenat finanční zisk (Chernatony, 2007).

1.1. Důležitost značky a prvky značky

Na otázku důležitosti značky odpovídá tabulka č. 1, která demonstruje důležitost značky, jak z pohledu spotřebitele, tak z pohledu výrobce.

Tab. 1 Role značky

Pohled spotřebitele	Pohled výrobce
Identifikace zdroje výrobku	Prostředek identifikace ke zjednodušení obchodování či vyhledávání firmy
Stanovení zodpovědnosti výrobce	Prostředek legální ochrany jedinečných vlastností
Snížení rizika	Signál úrovně kvality pro spokojené zákazníky
Snížení nákladů spojených s výběrem produktu	Platforma pro jedinečné asociace, které obohatí výrobek
Slib, závazek či smlouva s výrobcem	Zdroj konkurenčních výhod
Symbol	Zdroj finanční návratnosti
Signál kvality	

Zdroj: Kevin Lane Keller (2007), s. 29

Výrobci značka slouží jako prostředek k identifikačním účelům, usnadňují zacházení s produktem či vyhledávání firmy. Značka usnadňuje na operační úrovni organizovat zásobovací či účetní záznamy. Prostředek legální ochrany jedinečných vlastností spočívá z právního hlediska v podobě ochranných známek a patentů. Tyto ochranné prvky slouží k tomu, aby firma mohla bezpečně investovat do značky a díky tomu čerpat benefity a hodnotná aktiva. Podobně jako u spotřebitelů je značka jistou úrovní kvality pro spokojené zákazníky, kteří jsou značce věrní. Tato věrnost poskytuje firmě předvídatelnost a jistotu zakázek, což umožňuje vytvářet vstupní bariéry, které ztěžují ostatním firmám vstup na trh neboli značka může firmě dávat jistý zdroj konkurenčních výhod. Za zmínku stojí příklad nadnárodní mocnosti Nestlé, kterou koupila britská společnost Rowntree, vyrábějící cukrovinky jako například Kit Kat, Polo Mints, za 4,5 miliard dolarů, což byl více než pětinasobek hodnoty hmotného majetku této společnosti. Spotřebitelé identifikují zdroj či výrobce výrobku, a tak mohou identifikovat zodpovědnost ke konkrétnímu výrobcí nebo distributorovi. Spotřebitelé jsou seznámeni s výrobky, znají společnost, jelikož s daným produktem již mají dobré zkušenosti, volí opět jeho nákup, tak tato skutečnost umožňuje spotřebitelům snížit jejich náklady, které jsou spojené s výběrem produktu a zároveň jsou obeznámeni s jejich kvalitou. Předchozí

skutečnosti spotřebitelů umožňují snížit riziko ohledně nákupu produktu či služby (Keller, 2007).

Prvky značky

Prvky značky jsou znaky, které slouží k identifikaci a odlišení značky. Mezi hlavní prvky značky neboli identifikátory značky patří zejména jméno značky, URL, logo, symboly, představitelé, mluvčí, slogany, znělky, balení a nápisy. Správně vybraný způsob těchto prvků tvoří základ pro budování co nejvyšší možné hodnoty značky. Prvek značky, který poskytuje pozitivní příspěvek k její hodnotě, lze uvést příkladem takový, který u spotřebitelů vyvolává cenné reakce neboli reakce pozitivní (Kotler a Keller, 2001).

Kritéria výběrů prvků značky

Obecně existuje šest kritérií výběru prvků značky. První tři kritéria (zapamatovatelnost, smysluplnost a obliba) jsou považována na základě své povahy jako kritéria budování značky. Druhá tři jsou využívána k hodnocení prvků značky. Tyto kritéria prvků značky i se samotnými prvky jsou popsány v tabulce č. 2. Při výběru a navrhování prvků značky je těchto šest kritérií obzvláště důležitých (Keller, 2007).

Tab. 2 Kritéria výběrů prvků a prvky značky

Kritéria	Prvky značky
Zapamatovatelnost	Název značky
Smysluplnost	Logo a symboly
Obliba	Představitelé
Přenositelnost	URL
Adaptabilita	Slogany
Možnost ochrany	Znělky a balení

Zdroj: Vlastní zpracování dle (Keller, 2007)

Zapamatovatelnost

Pokud jsou prvky značky zvoleny tak, aby byly lépe zapamatovatelné pomocí symbolů, log nebo pravou podstatou určitých názvů, spotřebitelé si je lépe zapamatují. Značky, které mají výše zmíněné prvky mimo logiku svého produktu pak mohou být hůře zapamatovatelné.

Smysluplnost

Zejména důležité aspekty významu prvku značky je všeobecná informace o povaze produktové kategorie, která vypovídá o tom, do jaké míry říká prvek značky něco o produktové kategorii. Dalším důležitým aspektem významu prvku značky jsou konkrétní informace o jednotlivých atributech a benefitech značky to, co produkt vyjadřuje vůči značce.

Obliba

Pocity či zkušenosti vyvolané prvkem značky se nemusí vždy vztahovat k produktu. Prvky značky, které jsou bohaté na obrazovou a jazykovou představivost a jsou zábavné či zajímavé, mohou ve spotřebitelích vyvolat stejné pocity či zkušenosti, jako se samotným produktem.

Přesnost

Přesnost prvků značky může být výhodou i nevýhodou. Čím přesnější prvky značky jsou, tím méně je můžeme rozšiřovat do ostatních kategorií či produktových řad. Příkladem z praxe může být společnost Amazon, která připomíná obrovskou jihoamerickou řeku, pak tato značka umožňuje velký prostor pro různé typy produktů (Keller, 2007).

Adaptabilita

Prvky značky musí postupovat společně s dobou neboli musí být průběžně aktualizovány. Čím flexibilnější a adaptabilnější je prvek značky, tím snadnější ho pak bude aktualizovat, aby dostával nový vzhled nebo design a nevypadal zastarale, ale moderně a aktuálně.

Možnost ochrany

Prvky značky je důležité chránit jak z právního hlediska, tak i ze strany konkurence. „Nutnost právní ochrany značky podtrhují miliardy dolarů ztrát jen ve Spojených státech z neautorizovaných užití patentů, obchodních značek a autorských práv“ (Keller, 2007, s. 209). Konkurence se může přibližovat prvku značky, aniž by porušila právní ochranu. Toto přibližování může vést ke ztrátám hodnoty značky, kterou produktu poskytují prvky značky. Důležité je tedy dbát na to, aby jméno značky, balení či firemní barvy nebyly snadno kopírovatelné.

Nejdůležitějším prvkem značky je jméno. Mělo by být snadno zapamatovatelné a zajímavé či zábavné s kreativním potenciálem. Je vhodné jméno značky zvolit tak, aby bylo převoditelné na široké množství produktů a geografických míst neboli mezinárodně pochopitelné a aby umožňovalo představivost o produktové skupině. Tento prvek značky musí být adaptabilní s možností ochrany tak, jak je již zmíněno v předchozí kapitole. Příkladem z praxe může být společnost Apple. Tato společnost si zvolila jednoduché a zároveň dobře zapamatovatelné slovo, které vyčlenilo produktovou kategorii. Jméno společnosti vyjadřuje i logo společnosti, které je vizuálně snadno rozšiřitelné i přes geografické a kulturní hranice. Tyto skutečnosti napomohli ke snadnému a poměrně rychlému rozšíření povědomí o značce. Příklad této společnosti ukazuje vhodnost volby jména značky, které může vhodně přispět k vybudování hodnoty značky (Keller, 2007).

Názvy značek

Výběr jména značky, ale i nového produktu je v dnešní době velmi komplikovaný, neboť s modernější dobou a snadnějším přístupem k podnikání, jsou každý rok zaregistrovány desetitisíce nových značek jako právní ochranné známky. Volba jména by měla záležet především na tom, aby jméno značky co nejvíce posilovalo povědomí o značce a asociaci se značkou. Budování či posilování povědomí o značce bude jednodušší, pokud se při výběru jména bude firma držet kritérií výběru (viz. předchozí kapitola) a to tak, aby výsledné jméno bylo co nejkratší a zapamatovatelné. I o tak známé společnosti jako je v ČR Pilsner Urquell spotřebitelé nejčastěji o této společnosti mluví jako o Plzni, toto zkrácení jména usnadnilo vybavitelnost a výslovnost. Výslovnost je zásadní k tomu, aby bylo jméno opakovaně použito v neformálním předávání informací i k budování hlubšího povědomí o značce.

Značky, které mají těžko vyslovitelná jména, spotřebitelé raději nevyslovují a o to méně pak tyto značky vyhledávají. Jméno značky by mělo být voleno tak, aby vyjadřovalo i podstatu nabízené kategorie produktů či služeb, pokud jsou tyto dvě podstaty provázány, vzniká mezi nimi silná vazba např. Newsweek – týdeník novinek (Keller, 2007).

Popisné jméno značky by mělo usnadňovat spojení s posilovaným atributem či benefitem, mělo by být tedy snadnější sdělit spotřebitelům, že prací prášek „dodá

prádlu čerstvou vůní“, pokud dostane jméno, např. Blossom – květy, než pokud dostane neutrální, nic neříkající název, např. Circle – kruh (Keller, Heckler a Houston, 1998).

Jména značky mohou být stavěna na základě morfémů neboli lingvistických jednotek, které nesou nějaký význam na základě písmen. Nejoblíbenějším písmenem v poslední době je písmeno X, které vyjadřuje určitý druh extrému či neobvyklosti (napří. Nissan Xtrail). Zvuk písmen může přidávat význam, proto rozlišujeme explozívy (b, v, d, g, k, p, t) a sykavky (s, c), (Keller, 2007).

Logo a symboly

Vizuální prvky značky hrají zásadní roli v budování hodnoty značky a největší roli pak v budování povědomí o značce. Existuje mnoho typů log, od názvů firem či obchodních značek (např. patentované výrazy, které se píší různými způsoby), až po naprosto abstraktní loga, která se nemusí vztahovat ke slovnímu výrazu, jménu firmy či aktivitě firmy (Murphy, 1990).

Tab. 3 Značky se silným názvem versus značky s abstraktním logem

Název jako logo	Název s abstraktním logem
Coca-Cola	Nike – logo fajfky
Kit-Kat	Rolex – logo korunky
Google	Mercedes – logo hvězdičky
IBM	CBS – logo oka
Tesco	Škoda Auto – logo „okřídleného šípů“ od r. 1926

Zdroj: Vlastní zpracování dle (Keller, 2007)

Loga a symboly spadají mezi tyto dva extrémy provázanosti s názvem značky. Symbol, jako je například fajfka u společnosti Nike, je vytvořen pro posílení či nějakým způsobem přikrášení významu značky. Logo, jako například u společnosti Coca-Cola, je zastupitelem jména značky a tím posilují povědomí o značce.

Představitelé

Specifickým typem symbolu značky jsou představitelé. Tito představitelé nabývají lidské či životné vlastnosti, jsou obvykle představeni v reklamě, a tudíž mohou hrát důležitou roli v reklamních kampaních a designu balení, jelikož jsou představitelé úzce spojováni se značkou. Představitelé značky mohou mít mnoho podob, jako animované, hrané, zvířecí, plyšové atd. Příkladem představitelů může být

společnost John Deere s jejich jelenem, nebo nejznámější postavička klauna Ronald McDonald. Jelikož představitelé značek mají větší možnost zapamatovatelnosti než loga a symboly, představují velkou nevýhodu (Keller, 2007).

Mohou přitáhnout až moc pozornosti a stát se velmi oblíbenými tak moc, že dominují nad jinými prvky značky a ve skutečnosti pak tlumí povědomí o značce. Je vhodné tyto představitele přidávat na obal produktu a tím posílit spojení se značkou. Mezi další klíčové faktory patří také URL, slogany, znělky a balení (Murphy, 1990).

Tab.4 Užití prvků značky v závislosti na kritériích

	Prvky značky		
Kritérium	Jména značky a URL	Loga a symboly	Představitelé
Zapamatovatelnost	Může být zvolena k posílení vybavení si a rozpoznání značky	Obecně jsou užitečné pro rozpoznání značky	Obecně užitečnější pro rozpoznání značky
Smysluplnost	Může posílit všechny typy asociací, i když někdo jen nepřímo	Může posílit všechny typy asociací, i když někdo jen nepřímo	Obecně užitečnější pro představy nevztahující se k produktu a k osobnosti značky
Obliba	Může evokovat verbální představy	Může vyvolat vizuální působivost	Může vytvářet lidské kvality
Přenositelnost	Může být omezená	Vynikající	Může být omezená
Adaptabilita	Složitá	Obvykle mohou být přeměněny	Někdy mohou být přeměněny
Možnost ochrany	Obvykle dobrá, nicméně omezená	Vynikající	Vynikající

Zdroj: Keller (2007)

Identita značky

Předchozí kapitola vyzvedla některé z klíčových faktorů jmen značek, URL, log, symbolů, představitelů sloganů, znělek a balení. „Každý z těchto prvků značky může hrát jinou roli v budování hodnoty značky. Co se týče pojmů, je nutné „smísit a sladit“ tyto různé prvky, aby se maximalizovala hodnota značky „(Keller, 2007, s. 245).

V následující tabulce č. 5 jsou specifikovány jednotlivé prvky značky ve vazbě na jejich kritéria.

Tab. 5 Užití prvků značky v závislosti na kritériích

	Prvky značky	
Kritérium	Slogany a znělky	Balení a systém značek
Zapamatovatelnost	Mohou být zvoleny pro vybavení si a rozpoznání značky	Obecně užitečnější pro rozpoznání značky
Smysluplnost	Může sdělit prakticky každý typ asociace přímo	Může sdělit prakticky každý typ asociace přímo
Obliba	Může evokovat verbální představy	Může kombinovat vizuální a verbální působivost
Přenosnost	Může být omezená	Dobrá
Adaptabilita	Mohou být upraveny	Obvykle mohou být přeměněny
Možnost ochrany	Vynikající	Může být snadno okopírována

Zdroj: Keller (2007)

Každý prvek značky má jisté silné a slabé stránky. Důležitým úkolem marketérů je sladit prvky značky tak, aby se navzájem posilovaly a nevylučovaly. Pro většinu spotřebitelů jsou smysluplné názvy značek, které jsou vizuálně zastoupeny prostřednictvím loga. Jsou více zapamatovatelné než loga bez tohoto posílení. Tato celá soustava prvků značky dává základ pro identitu značky. Identita značky odráží, jak efektivně přispívají prvky značky k povědomí a image (Murphy, 1990).

1.2. Model CBBE

Model CBBE neboli hodnota značky vycházející z pohledu zákazníka je metodicky definována jako rozdílový účinek, který má znalost značky na reakci spotřebitele na marketing příslušné značky. Značka může mít pozitivní i negativní hodnotu CBBE. Pozitivní hodnota CBBE vyjadřuje to, že spotřebitelé, kteří identifikovali značku, příznivěji reagují na produkt a způsoby jeho prodeje, lépe přijímají nové rozšíření

značky a jsou méně citliví na zvýšení ceny a nižší reklamní podporu. Negativní CBBE vyjadřuje fakt, že spotřebitelé reagují méně příznivě na marketingovou aktivitu. Z této definice vyplývají tři základy tohoto modelu - rozdílový účinek, znalost značky a reakce spotřebitele na marketing. Hodnota značky vzniká především z rozdílů v reakcích spotřebitele. Tyto reakce poukazují na zařazení produktu podle značky. Pokud spotřebitel nevnímá rozdíly, může být produkt značky označen jako komodita, což by znamenalo konkurenční boj založený pouze na úrovni ceny. Tyto rozdíly v reakcích spotřebitele vyplývají ze znalosti značky, kterou spotřebitel má. Tato znalost značky se opírá o mínění zákazníka, tedy o to, co zákazník o značce ví, co k ní cítí a o dlouholeté zkušenosti se značkou. Reakce spotřebitele na marketing vychází z úspěšnosti marketingového programu, který ovlivňuje rozdílový účinek i znalost značky. Podle modelu CBBE síla značky spočívá v myslích spotřebitelů či zákazníků a závisí na jejich dosavadních zkušenostech a její znalosti. Znalosti spotřebitelů určují rozdíly, které jsou vyjádřeny v termínech hodnoty značky (Keller, 2007).

1.3. Budování hodnoty značky

Pečlivý výběr prvků značky a jimi následně vytvořená identita značky mohou být sice důležitými příspěvky k hodnotě značky, ale primární vklad vychází z marketingových aktivit a ze souvisejícího marketingového programu. Na marketingové aktivity nahlížíme z perspektivy branding. Existuje však mnoho aktivit, které nemusí přesně zapadat do některého z moderních marketingových programů, které se vyvinuli s novou ekonomikou. V nové ekonomice neboli ekonomice 21. století, se firemní strategie a taktiky skryté za marketingovými programy musely dramaticky změnit, a to především ze změn z externího marketingového prostředí. Firmy se musí stále rozhodovat, co budou prodávat, jak a kde budou prodávat, a především za jakou cenu. Jako součást marketingových programů musí firmy stále navrhovat produkty, ceny a distribuční strategie. V současné době se tudíž s novou ekonomikou mění i produktová a cenová strategie, a to včetně distribučních komunikačních strategií (Keller, 2007).

1.4. Produktová strategie

Produkt je hlavní součástí hodnoty značky, má hlavní vliv na zkušenosti spotřebitele se značkou. Pokud má firma skvělý produkt, má potom i skvělou značku. Navržení a dodání produktu či služby, která plně uspokojuje potřeby zákazníka je nezbytným předpokladem úspěšného marketingu bez ohledu na fyzickou podstatu produktu, služby nebo organizaci. K vybudování věrnosti ke značce je potřebné, aby spotřebitelé měli se značkou více než pozitivní zkušenosti, ne-li překonávat očekávání spotřebitelů. Vysoce kvalitní značky mají lepší výkon po finanční stránce, což dokazují vyšší návratnosti investic těchto firem.

Vnímaná kvalita byla definována jako vnímání celkové kvality či nadřazenosti produktu a služby spotřebitelem ve srovnání s odpovídajícími alternativami a účelem. Dosažení uspokojivé úrovně vnímané kvality je v dnešní době stále důležitější, v průběhu let se stále více zvyšuje očekávání spotřebitelů ohledně produktu. S očekáváním spotřebitelů ohledně produktu souvisí i podpůrné služby zákazníkům, které jsou součástí produktové strategie. Podpůrné služby mohou být více či méně významnou součástí celkové nabídky produktu, takové to služby mohou zlepšovat obsluhu zákazníků, zvýšit jejich uspokojení a chránit firmu před konkurencí (Kotler, 2007).

V souladu s modelem CBBE v kapitole 1, výzkum identifikoval sedm dimenzí kvality produktu, které jsou popsány v tabulce č. 6.

Tab. 6 Sedm dimenzí kvality produktu

Výkonnost	Úroveň, na níž fungují primární vlastnosti produktu.
Rysy	Sekundární prvky produktu, které doplňují primární charakteristiky.
Konformní kvalita	Úroveň, do jaké produkt odpovídá specifikacím a postrádá nedostatky.
Spolehlivost	Důslednost výkonnosti v průběhu času a od nákupu k nákupu.
Životnost	Očekávaná ekonomická životnost produktu.
Dostupnost služeb	Snadnost servisu produktu.
Styl a design	Vzhled či pocit kvality.

Zdroj: Keller (2007)

Postoje a chování vůči značce může ovlivnit důvěra spotřebitelů těmito dimenzím kvality produktu, která často podléhá vnímání kvality produktu.

Řízení celkové kvality a ziskovost kvality

Kvalita produktu je důležitá, a proto mnoho firem přijímá různé koncepce jako jsou:

- QFD (quality function deployment), metoda převedení požadavků zákazníků do specifikací produktů a činností v organizaci,
- TQM (total quality management), komplexní řízení kvality, které slouží k úsilí maximalizovat kvalitu produktů,
- ROQ (return on quality).

Kvalita je jednou z hlavních částí vstupující do budování hodnoty značky. Společnosti soustřeďují svou pozornost na ukazatel ziskovosti kvality, tj. zisk ve vztahu k nákladům na kvalitu ROQ (return on quality). Příznivci ROQ doporučují zlepšení kvality jen v těch dimenzích, které produkují hmotné benefity pro spotřebitele, nižší náklady či zvýšený prodej. Společnosti, které se řídí ROQ, jsou nuceni k jistotě kvality nabízených produktů, jako k nabízení takové kvality, kterou spotřebitelé opravdu chtějí. Return on quality vede k doporučením, které jsou popsány v tabulce č. 7 (Greising, 1994).

Tab. 7 Doporučení pro strategie „Ziskovost kvality, tj. zisk ve vztahu k nákladům na kvalitu“

Efektivní program kvality	Společnost s efektivním programem kvality má k dosažení kvality lehčí cestu.
Kalkulace nákladů na současné iniciativy spojené s kvalitou	Je třeba započítat náklady na záruky prevenci problému a monitorovací aktivity.
Klíčové faktory udržující a odpuzující zákazníky	Konstruování detailních průzkumů. Předvídání změn na trhu a iniciativy konkurence ve kvalitě.
Soustředění se na kvalitu s cílem zvýšení spokojenosti zákazníka	Peníze vynaložené k dosažení kvality jsou spojené s účinkem na udržení zákazníka a podílu na trhu.
Spuštění marketingových programů po pilotním testování efektů	Budování reputace prostřednictvím publikace svých úspěchů.
Průběžné zlepšování programů	Měření výsledků ve srovnání s očekávanými cíli, za předpokladu nikdy nespící kvality.

Zdroj: Greising (1994)

Vztahový marketing (Relationship marketing)

Vztahový marketing zahrnuje soubor činností, který obsahuje takové produktové strategie, které převyšují konkrétní výrobek či službu tak, aby mohly vytvořit silnější vztahy se spotřebiteli a maximalizovat tak rezonanci se značkou. Vztahový marketing se snaží rozšířit hloubku a šířku marketingových programů a budování značky. Relationship marketing je založen na předpokladu, že současní spotřebitelé jsou klíčem k dlouhodobému úspěchu značky (Reichheld, 1996).

Důležitost udržení zákazníků může být vnímána podle benefitů, které poskytuje právě značka.

S ohledem na udržitelnost zákazníků obecně platí čtyři fakta:

- získání nových zákazníků může stát pětkrát více, než činí náklady spojené s uspokojením a udržením současných spotřebitelů,
- průměrná společnost ztratí každý rok 10 procent svých zákazníků,
- pětiprocentní snížení míry „přeběhnutí“ zákazníka může zvýšit zisk o 25 až 85 procent (v závislosti na oboru),
- míra ziskovosti zákazníků má tendenci k nárůstu během života zákazníka, jehož si firma udrží (Keller, 2007).

1.5. Cenová strategie

Cena je jedním z prvků vytvářejících příjmy v rámci tradičního marketingového mixu (price, placement, product, promotion). Cenová prémie je řazena mezi nejdůležitější benefity hodnoty značky při vytváření povědomí o značce a pozitivních asociací se značkou.

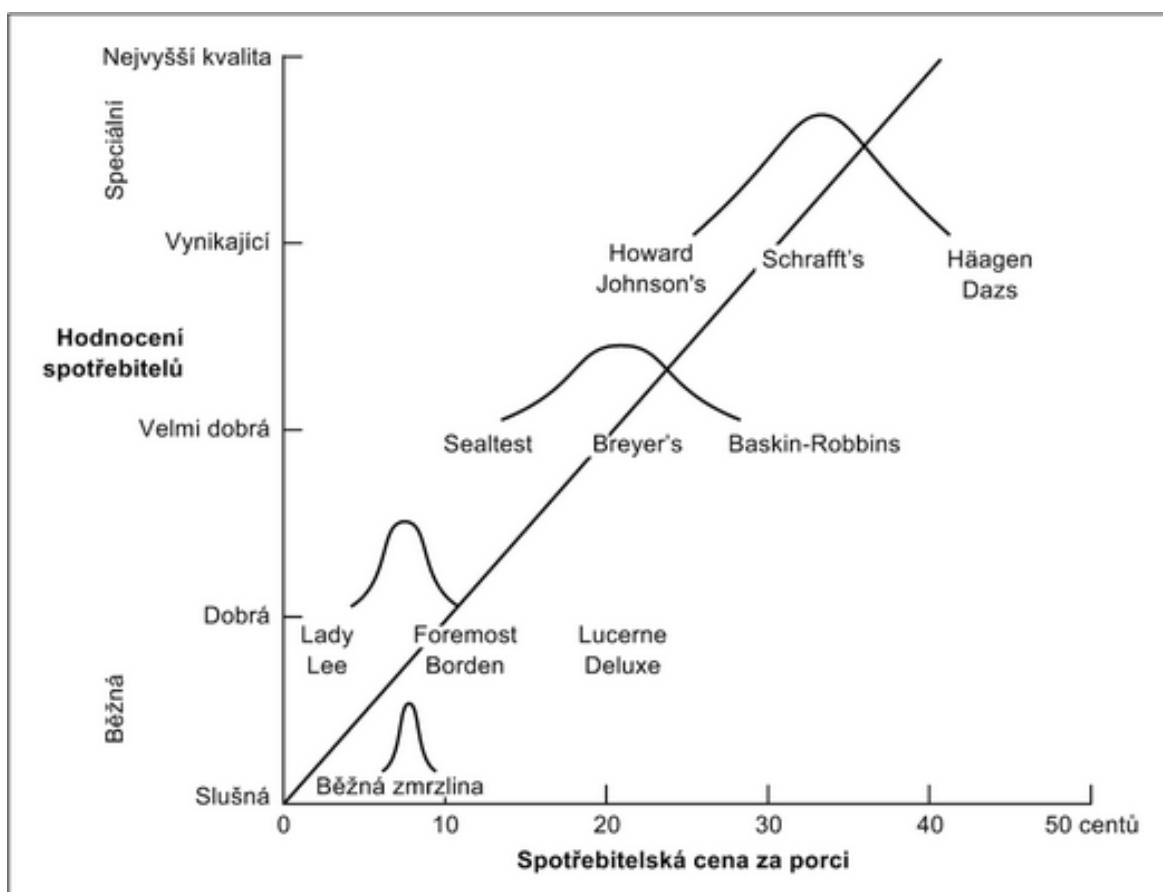
Vnímání ceny spotřebitelem

Spotřebitelé prostřednictvím cenové politiky vnímají cenovou úroveň značky. Podle toho, jak spotřebitelé vnímají cenovou úroveň značky, ji řadí do kategorií s odpovídající proměnlivostí ceny (frekvence a velikost slev). Spotřebitelé hodnotí povětšinou značky podle cenových úrovní v kategorii, což vede k vytvoření cenových vrstev. Obrázek č. 1 zobrazuje cenové vrstvy, které jsou výsledkem studie trhu zmrzliny (Jakubínková, 2008).

V předchozí kapitole byla zmíněna důležitost kvality, jako jednoho z hlavních prvků budování hodnoty značky. Obecně platí, že s vyšší kvalitou je spojena i vyšší cena. Spotřebitelé mohou u mnoha kategorií usuzovat na kvalitu produktu na základě jeho ceny, což vede ke kombinovanému, spotřebitelskému vnímání kvality produktu a ceny produktu, a nakonec k odhadu vnímané hodnoty produkt. Tuto provázanost popisuje i obrázek č. 1, kde mezi těmito veličinami existuje právě tento vztah.

V jakékoli cenové vrstvě existuje množství přijatelných cen, kterým se říká cenová pásma, tak jak popisuje obrázek. „Cenová pásma poskytují manažerům určitou indikaci flexibility a šířky, se kterými mohou pracovat u svých značek ve své cenové vrstvě“ (Keller, 2007, s. 275).

Obr. 1 Cenové vrstvy na trhu zmrzliny



Zdroj: Keller (2007), s. 275

Vnímání ceny spotřebiteli je důležitým faktorem k jejich rozhodování, a proto mnozí marketéři přijali cenové strategie založené na hodnotě. Cenová strategie založená na hodnotě se snaží prodávat produkt za správnou cenu při naplnění přání spotřebitelů.

Spotřebitelské vnímání hodnoty by mělo překračovat náklady společnosti na výrobu a prodej produktu, což vychází z předpokladu ochoty zaplatit *prémii* za jisté značky díky tomu, co pro ně tyto značky představují. Na základě hmotných i nehmotných faktorů oceňují spotřebitelé jedinečné vlastnosti značky, které jim ospravedlňují vyšší cenu. Například Hitachi a General Electric (GE) společně vlastnily továrnu v Anglii, která vyráběla televize pro obě společnosti. Jediným rozdílem bylo jméno značky na televizi. Nicméně, televize Hitachi se prodávaly o 75 dolarů draž oproti televizím GE. Hitachi navíc prodala dvakrát tolik televizí než GE, i přes vyšší cenu. Z tohoto příkladu lze usoudit, jak velký vliv na ochotu zaplatit vyšší cenu má jméno společnosti, a to co společnost pro spotřebitele znamená (Norman, 1988).

Pochopení spotřebitelského vnímání cen

Obecně ekonomové identifikují spotřebitele, jako cenové příjemce, kteří vnímají ceny ve stanovené hodnotě, kterou mají před sebou. Spotřebitelé a zákazníci zpracovávají informace o ceně, které vychází z jejich zkušeností z předchozích nákupů, formální (reklama) a neformální komunikace (sociální komunikace) a informací z místa nákupu či internetu. Spotřebitelské rozhodnutí o nákupu je založeno na vnímání spotřebitele, proto by se mělo vnímání spotřebitele stát prioritou marketingu. K pochopení vnímání cen spotřebiteli je důležité zmínit, že jen málo spotřebitelů si pamatuje přesné ceny, i když mohou celkem dobře znát rozsah cen. Tudíž jimi vnímaná cena se může lišit od stanovené ceny, neboť srovnávají cenu s vnitřním konkurenčním polem (informace o ceně ze své paměti) či s externími konkurenčními poli (např. z informací o obvyklé maloobchodní ceně). Na spotřebitelské posouzení ceny má vliv i konkurenční prostředí. Spotřebitelské vnímání cen závisí na cenovém kontextu a je velmi složité (Keller, 2007).

Budování hodnoty značky prostřednictvím ceny

Při výběru cenové strategie pro budování hodnoty značky je třeba určit následující faktory:

- metody či přístupy k tomu, jak budou současné ceny stanoveny,
- taktiky či soubor pravidel pro hloubku a trvání podpor prodeje a slev v průběhu času.

Důležitými parametry optimální cenové strategie jsou faktory vztahující se k nákladům na výrobu a prodej produktů, relativní ceny konkurenčních výrobků a

vnímání spotřebitele. Obecně jsou v dnešní době používané dva přístupy k tvorbě cen, a to přístup na základě hodnoty a přístup stále nízkých cen (Keller, 2007).

Tvorba cen na základě hodnoty

Cílem přístupu opírajícího se o hodnotu při tvorbě ceny, je najít správnou kombinaci kvality výrobků, ceny produktu a nákladu na výrobek, která plně uspokojí požadavky a potřeby spotřebitelů a zároveň také uspokojí ziskové cíle firmy. Příkladem společnosti, která přijala strategii hodnotové cenotvorby, může být např. slogan Wal-Martu „We Sell for Less“ („Prodáváme za méně“), tento slogan popisuje cenovou strategii, která Wall-Martu umožnila stát se největším světovým maloobchodníkem. Při zvolení strategie hodnotové cenotvorby, by výsledkem měla být správná rovnováha mezi designem a dodáním produktu, produktové náklady a ceny produktů (Keller, 2007).

Design produktu a jeho dodání

Design produktu a jeho dodání tvoří první klíč k úspěšné cenové strategii na základě hodnoty. Strategie tvorby cen na základě hodnoty se opírá o spotřebitele, kteří jsou ochotni zaplatit prémii, pokud ve výrobcích a službách vnímají přidanou hodnotu. Právým opakem této strategie je prodávat oholené verze produktů za nižší cenu. Inovace produktů u mnoha výrobků dokázala spotřebitelům přinést větší užitek i přes vyšší cenu, kterou jsou i tak ochotni zaplatit. Příkladem může být společnost Hefty, která vyrábí sáčky One-Zip na ukládání potravin, která zavedla mnohem pohodlnější technologii „zipového zavírání sáčku“. Tato technologie pomohla společnosti navýšit o patnáct procent cenu nad starší „západkovou“ technologií (Kotler, 2007).

Výrobní náklady

Výrobní náklady jsou druhým klíčem k úspěšné cenové strategii na základě hodnoty, jehož cílem je snížit náklady na nejnižší možnou úroveň. Úspory nákladů dosahujeme ze zisků z produktivity, outsourcingu, náhrady materiálu (méně drahé) prostřednictvím reformulování produktu změny postupů (automatizace). Snížení nákladů nesmí zapříčinit snížení kvality, má sloužit pouze pro úpravu finální ceny. Spotřebitelé budou platit jen za skutečnou přidanou hodnotu.

Ceny produktů

Posledním klíčem k úspěšné cenové strategii na základě hodnoty je pochopení vnímané hodnoty ve značce z pohledu spotřebitele neboli do jaké míry budou ochotni platit cenovou prémii. Nepřímější přístup k odhadnutí vnímané hodnoty značky z pohledu spotřebitele jsou přímé dotazy spotřebitelům. *„Cena, která je navržena pomocí odhadnuté vnímané hodnoty, může být často použita jako záchytný bod pro odhad konkrétní ceny na trhu a dále modifikována náklady a konkurenčními faktory“* (Keller, 2007, s. 282).

Úspěšná cenová strategie na základě hodnoty vyžaduje řízení se výše zmíněnými klíči při jejím formování, které vychází ze šikovných rozhodnutí v mnoha oblastech. Dosažení hodnoty pro zákazníka je uzlem, v němž se setkají všechny aspekty obchodu. Musí správně chápat potřeby spotřebitelů, špičkový výrobní design, inteligentní využití technologie, neúnavné soustředění na kvalitu, kontrolu nákladů a produktivity – a to je třeba trvale vyžadovat – jež umožní překonat konkurenci. To je nejzákladnější test výkonnosti podnikání. Ti, kdo jím neprojdou, s námi už nemusí být, až skončí desetiletí hodnoty (Sherman, 1992).

1.6. Strategie distribučních cest

Na výslednou hodnotu a konečný prodejní úspěch značky může mít hluboký vliv způsob, jakým je produkt prodáván či distribuován. Strategie distribučních cest zahrnuje design distribučních cest, jestli distribuce bude probíhat přímo či nepřímo (Keller a Kotler, 2001).

Existuje mnoho různých typů distribučních cest, mezi nejčastější kvalifikaci patří přímé a nepřímé distribuční cesty. Přímé distribuční cesty zahrnují prodej prostřednictvím osobního kontaktu se společnostmi, poštou, telefonem, osobními návštěvami a dalšími druhy osobního kontaktu. Nepřímé distribuční cesty prodávají skrze prostředníka (distributory, maloobchody, makléře). *„To, jaké řešení firmy upřednostní, závisí na relativní ziskovosti různých možností. Jedna ze studií průmyslových produktů navrhla konkrétní doporučení pro jednotlivé distribuční cesty“* (Keller, 2007, s. 286).

Přímé distribuční cesty jsou lepší, pokud bude platit:

- potřeba informací o produktech je velká,
- produktové úpravy podle potřeb zákazníka jsou značné,
- důležitá je jistota kvality produktu,
- důležitá je velikost nákupu,
- důležitá je logistika.

Nepřímé distribuční cesty jsou lepší, pokud budou platit:

- zásadní široký sortiment,
- důležitá dostupnost,
- důležitý prodejní servis.

Při vytváření distribučního systému musíme brát na zřetel riziko ohledně počtu distribučních cest, pokud budeme mít distribučních cest příliš málo, tak můžeme přehlédnout tržní příležitosti. Na druhou stranu, příliš mnoho distribučních cest by mohlo vést ke konfliktu mezi členy distribučních cest nebo k nedostatku podpory. Přímé i nepřímé cesty jsou často používány a jsou brány jako hlavní zástupci kvalifikace distribučních cest. Je vhodné zvážit důsledky používání těchto cest pro hodnotu značky z obou hledisek (Jakubínková, 2013).

Nepřímé distribuční cesty

Nepřímé distribuční cesty mohou být tvořeny skrze větší počet prostředníků, v následujícím výkladu se zaměříme pouze na maloobchodníky. Maloobchodníci mají největší šanci ovlivnit hodnotu značky, jelikož mají nejviditelnější a nejpřímější kontakt se zákazníky. Maloobchodníci se snaží vytvořit hodnotu své značky (získat povědomí o značce) a také mají velký vliv na hodnotu značek, které prodávají. Znalosti a asociace spotřebitelů ohledně maloobchodníků vedou k zákaznickému očekávání nebo odhadům ohledně produktů, které maloobchodník prodává ve svém obchodě.

Výrobci jsou v dnešní době stavěni do horší vyjednávací pozice vůči maloobchodníkům. Výrobci chtějí, aby jejich zboží bylo vystavováno v prioritních pozicích v regálech, jelikož maloobchodník nevidí kolikrát rozdíl mezi nabízeným zbožím, získal tak lepší pozici v určování podmínek obchodu s výrobcem.

Maloobchodníci si mohou diktovat častější a výhodnější podporu prodeje, díky své větší moci. Supermarkety vyžadují kompenzaci neboli příspěvek na vystavení zboží na přednostních pozicích na regálech nebo požadují prodej za zavádějící množstevní ceny. Obchodní domy požadují od výrobců ziskovou marži. Výrobce může získat část své moci zpět pomocí strategií tahu a tlaku. Strategie tahu je vytvářena výrobcí prostřednictvím zaměření marketingového úsilí na cílového zákazníka, spotřebitelé využívají své kupní síly a vlivu na maloobchodníky k protáhnutí produktu skrze distribuční kanál (Jakubínková, 2013).

1.7. Systém měření a řízení hodnoty značky

Systém měření a řízení hodnoty značky představuje soustavu postupů výzkumu, která poskytuje včasné a přesné informace o značkách. Tyto informace slouží marketérům k rozhodování o nejlepších možných taktických rozhodnutích v krátkodobém i dlouhodobém horizontu. Rozvoj systému měření hodnoty značky má za cíl dosáhnout plného pochopení zdrojů a přínosů hodnoty značky a vzájemně je propojit. Pokud by měli řídicí orgány společnosti k dispozici ideální systém měření hodnoty značky, pak by tento systém poskytl úplné, aktuální a relevantní informace o značce a všech jejích konkurentech. Zavádění systému řízení hodnoty značky si vyžaduje dva základní kroky v podobě trekingových studií a zavedení systému řízení hodnoty značky (Keller, 2007).

Trekingové studie

Trekingové studie zahrnují informace od spotřebitelů shromážděné v průběhu času. Tyto studie převážně využívají kvantitativní měřítka, které marketérům podávají aktuální informace o výkonosti značky v marketingovém programu v klíčových identifikovaných dimenzích. Hodnotový řetězec značky podává celkový přehled o vytváření hodnoty značky, spolu s modelem CBBE poskytuje potřebné informace pro positioning značky. Trekingové studie jsou nástrojem k využití hodnotového řetězce značky, slouží k pochopení toho, jak je hodnota značky vytvářena, což poskytuje potřebné informace o efektivitě dosažení positioningu značky (Keller, 2007).

Hodnotový řetězec značky

Vytváření hodnoty značky je zásadní pro rozvoj systému řízení hodnoty značky, k čemuž se používá hodnotový řetězec značky. Tento model, který popisuje proces

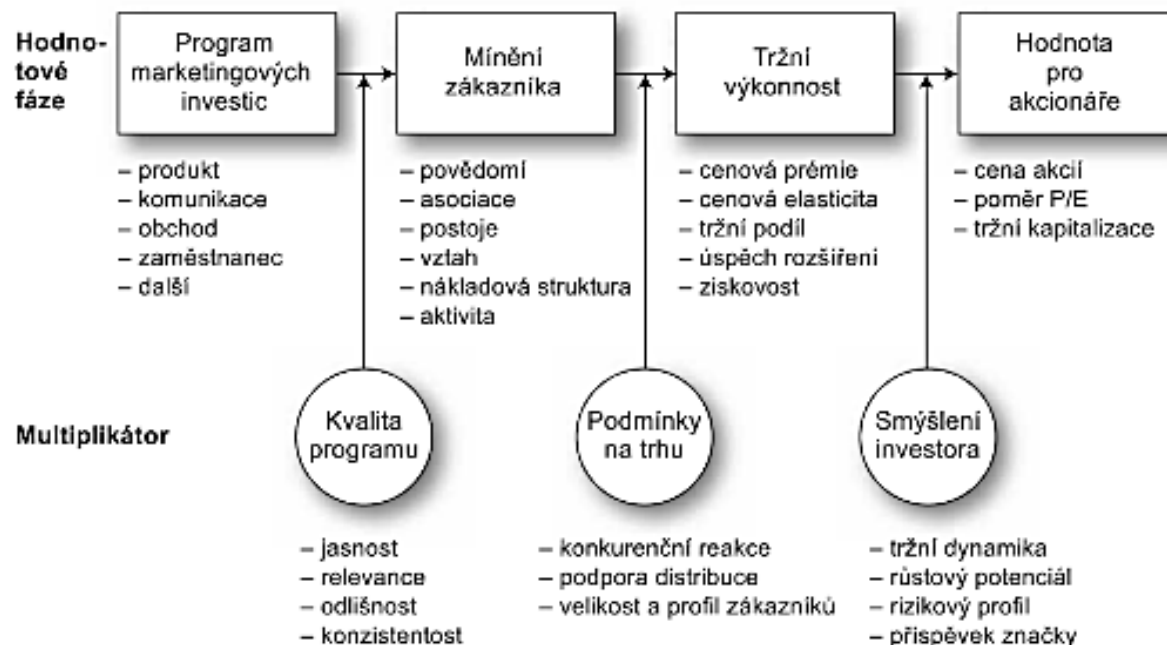
vytváření hodnoty značky a finanční dopady marketingových výdajů a investic, je částečně založen na modelu CBBE, který je popsán v kapitole č. 1 a popisuje zachycení hodnoty vytvořené značkami. Pro manažery podpory značky, vedoucí pracovníky v marketingu, výkonné ředitele a pracovníky poskytuje tento řetězec potřebné informace pro jejich porozumění.

Hlavní předpoklady hodnotového řetězce značky:

- hodnota značky spočívá na zákaznících,
- proces vytváření hodnoty začíná investicemi do marketingových programů zacílených na potenciální či aktuální zákazníky,
- marketingový program vyvíjí aktivity, které ovlivňují mínění zákazníků o značce.

Na obrázku č. 2 je vidět, že mínění vyvolané marketingovými aktivitami má v široké skupině zákazníků určité výstupy pro značku, tedy vypovídá o výkonu značky na trhu. Model předpokládá spojující faktory mezi jednotlivými fázemi, které určují míru, do níž se vytvořená hodnota v jedné fázi přenesou do fáze druhé (Keller, 2007).

Obr. 2 Hodnotový řetězec značky



Zdroj: Keller (2007), s. 417

Tyto spojující faktory jsou tři soubory multiplikátorů, které zajišťují přenos mezi marketingovým programem a následujícími třemi etapami tvorby hodnoty -

programový, zákaznický a tržní multiplikátor. Vytváření hodnoty značky začíná marketingovým programem a jím vyvíjenými aktivitami, které ovlivňuje mínění zákazníků, a to má za následek ovlivnění tržní výkonnosti značky i to, jak je hodnocena finančními institucemi.

Program marketingových investic

První fáze hodnotového řetězce obsahuje investice do marketingového programu, který může přispívat k rozvoji hodnoty značky, a to bez ohledu na záměr investice. V kapitole 3 jsou zmíněné marketingové aktivity, které se vztahují k produktovému výzkumu a tvoří větší podíl na marketingových výdajích. Úspěch při vytváření hodnoty značky nelze přímo vztahovat k velikosti finančních investic do marketingového programu. Jinak řečeno úspěch nezaručují velké investice. Kvalitativní aspekty marketingového programu určují pravděpodobnost přenesení investic do marketingového programu do hodnotového řetězce, z tohoto důvodu se nabízí využití programového multiplikátoru. Správně zvolený programový multiplikátor by se měl držet důležitých faktorů: jasnost, relevance, odlišnost a důslednost (Keller, 2007).

Mínění zákazníka

Myšlení zákazníka zahrnuje všechno, co existuje ve vztahu k značce (myšlenky, pocity, zkušenosti, dojmy, postoje atd.). V modelu CBBE je důležitých pět dimenzí důležitých měřených hledisek mínění zákazníků.

1. Povědomí o značce
2. Asociace se značkou
3. Postoje ke značce
4. Vztah ke značce
5. Aktivita značky

Mezi jednotlivými dimenzemi existuje vzájemná hierarchie: Povědomí o značce napomáhá asociacím, které vedou od postoje až k vztahu a aktivitě. Hodnota značky v tomto případě vzniká, pokud mají zákazníci vysokou míru povědomí o značce, silné asociace se značkou spolu s pozitivním postojem a silné věrnosti ke značce. Mínění spotřebitelů o značce je zásadní pro budování hodnoty značky. Pokud je mínění zákazníků správně vytvořeno, může vést k tržním úspěchům, ale

jen za podmínky splnění externích faktorů, které stanoví zákaznický multiplikátor. Zákaznický multiplikátor představuje míru, do jaké ovlivní hodnota vytvořená v myslích zákazníků výkon na trhu (Keller, 2007).

Tato míra závisí na externích faktorech, které jsou:

- konkurenční nadřazenost (efektivita konkurenčních značek v oblasti marketingových investic),
- podpora distribuce a dalších prostředníků (efektivita marketingových partnerů v prosazování značky),
- velikost a profilace zákazníků (počty a typy zákazníků přilákaných značkou).

Hodnota vytvořená v myslích zákazníků se přenesení do příznivého výkonu na trhu, když přiláká značné množství profitabilních zákazníků. Pokud značku nebude dostatečně ohrožovat konkurence, distribuční strategie bude správně nastavena a zapojí se do ní všichni členové distribučních kanálů tak, aby poskytovali silnou oporu značce (Vysekalová, 2011).

Tržní výkonnost

Existuje šest klíčových výsledků reakcí mínění zákazníka o značce. Těchto šest dimenzí je zobrazeno v tabulce č. 9.

Tab. 9 Dimenze tržní výkonnosti

První dimenze	Cenová prémie
Druhá dimenze	Cenová elasticita
Třetí dimenze	Tržní podíl
Čtvrtá dimenze	Rozšíření značky
Pátá dimenze	Struktura nákladů
Šestá dimenze	Profitabilita značky

Zdroj: Keller (2007)

První dvě dimenze se vztahují k cenové elasticitě a k **cenovým premiím**. Cenová prémie vysvětluje, o kolik navíc jsou zákazníci ochotni zaplatit za srovnatelný produkt kvůli značce. Cenová elasticita vyjadřuje reakci poptávky na cenu. Třetí dimenze vyjadřuje tržní podíl, jehož úspěšnost vychází z marketingového programu, jež má za úkol táhnout prodej značky. První tři dimenze určují přímý proud zisků připisatelný značce v průběhu času. Jednoduše řečeno, hodnotu značky vytváří

firma vyššími tržními podíly, vyšší cenovou premií, pružnějšími reakcemi na poklesy cen a méně pružnými reakcemi na zvýšení cen. Čtvrtou dimenzí je rozšíření značky, která zachycuje schopnost vylepšení zdroje zisků. Úspěch v rozšíření značky se vytváří rozšířením produktové řady, kategorií a zaváděním nových produktů do příbuzných kategorií. Pátou dimenzí je struktura nákladů na marketingový program. Pokud mají zákazníci příznivé názory na značku a znalosti o značce, potom dosažení efektu marketingového programu bude pravděpodobnější při stejné úrovni výdajů vynaložených na marketingový program. Stejně úrovně efektivity marketingového programu může být dosaženo i s nižšími náklady za předpokladu, že budou reklamy více zapamatovatelné, podpory prodeje kreativnější atd. Předchozí pět dimenzí vedou k poslední šesté, která vyjadřuje profitabilitu značky, pokud jsou předchozí dimenze správně zkombinované. Dosažení profitability značky záleží na externích faktorech, které jsou obsažené v tržním multiplikátoru (Kotler, 2007).

„Tržní multiplikátor představuje míru, do jaké se hodnota ztělesněná výkonností značky na trhu projeví v hodnotě pro podílníky, závisí na různých souvisejících externích faktorech značky. Finanční analytici a investoři zvažují množství faktorů, když hodnotí svou značku a investiční rozhodnutí o ní“ (Keller, 2007, s. 420). Mezi tyto faktory patří dynamika trhu, růstový potenciál, rizkový profil a v neposlední řadě příspěvek značky.

Hodnota na trhu se bude pravděpodobně plně odrážet v hodnotě pro podílníky, pokud se ukazuje, že má firma dobré vyhlídky v podobě dobře fungujícího oboru bez zábran okolního prostředí a pokud značka přispívá značnou měrou do zisku firmu. Příkladem takovéto společnosti, která těžila ze silného tržního multiplikátoru je internetová značka eToys. Značná cenová premie této firmy ale rychle zmizela (Vysekalová, 2011).

Hodnota pro podílníky

Finanční trhy formulují názory a vytvářejí různé dedukce na základě dostupných současných informací o značce, předpovědí do budoucnosti atd. Tyto názory a dedukce formulované finančním trhem mají přímé důsledky pro hodnotu značky. Mezi tři nejdůležitější indikátory patří cena akcií, celková tržní kapitalizace a poměr mezi tržní cenou akcie a čistým ziskem na akcii (Keller, 2007).

2. Oceňování nehmotných aktiv

Obecně si finanční ocenění nehmotných aktiv klade za cíl vyjádřit hodnotu daného nehmotného aktiva, pomocí určité peněžní částky, přičemž potenciál nehmotného aktiva je oceněn peněžním ekvivalentem. Obecně lze říci, že hodnota není objektivní vlastostí nehmotného aktiva, v tomto případě značky, protože je založena na projekci určitého budoucího vývoje a platí jen v rámci daného definičního vymezení objektem, subjektem a účelem. Hodnota a způsob jejího odvození je relevantní vždy výhradně pro daný objekt ocenění a dále závisí na účelu ocenění a na subjektu, z jehož hlediska je ocenění zpracováno. Teorie oceňování definuje různé kategorie hodnoty, kterými jsou tržní hodnota, objektivizovaná a subjektivní hodnota. Důvodem pro ocenění značky jako nehmotného aktiva může být hned několik. Při oceňování obecně je důležité znát důvod, či motiv ocenění daného předmět, a to platí jako pro podnik jako celek, tak i pro značku (Mařík a kol., 2011). Důvodů, proč oceňovat značku jako jednu z kategorií nehmotného majetku může být několik:

- koupě a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji podniku,
- nepeněžitý vklad do základního kapitálu obchodní společnosti,
- potřeby účetnictví a daňových povinností,
- značka jako zástavní předmět,
- ocenění v souvislosti s rozdělením společnosti,
- hodnocení majetku obchodní společnosti po případ konkurzu nebo likvidace,
- hodnocení majetku společnosti z důvodu vzniku nových společností,
- znalost hodnoty nehmotného majetku jako vstupní informace pro právní jednání o poškození značky,
- oceňování značky pro účely jejího prodeje,
- stanovení přiměřeného zadostiučinění pro případ některých nekalosoutěžních sporů, posouzení ochranné známky např. jako všeobecně známe,
- daňové plánování,
- určení rozpočtů na marketingové řízení,

- poskytování licencí a franšízy,
- fúze a akvizice,
- hodnocení portfolia (Mařík a kol., 2011), (Krabec, 2009).

Důvodem pro určení značky může být i identifikace množstevní či cenové prémie podniku společnosti ve srovnání s ostatními výrobci (Haigh, 2002).

2.1. Metodologie oceňování značky ve světě

První zájem o oceňování značky se datuje koncem osmdesátých let minulého století ve Spojených státech amerických. V současné době značka představuje významnou část podnikových aktiv i celkového jmění obchodní společnosti. Účetním v mnoha společnostech se silnými značkami trvalo celkem dlouhou dobu, než došli k poznání, že značky mohou chápat, budovat, kupovat, a především oceňovat jako nehmotný majetek. Dříve se náklady na reklamu a marketing nepovažovaly za účelné pro jejich porovnaní s budoucími příjmy, i když bylo zřejmé, že tyto náklady ovlivňují kupní chování zákazníka. V minulosti byla v zásadě hodnota nehmotných aktiv v rozvahách opomíjena vzhledem k jejich nepřesnému a nejasnému oceňování (Haigh, 2002).

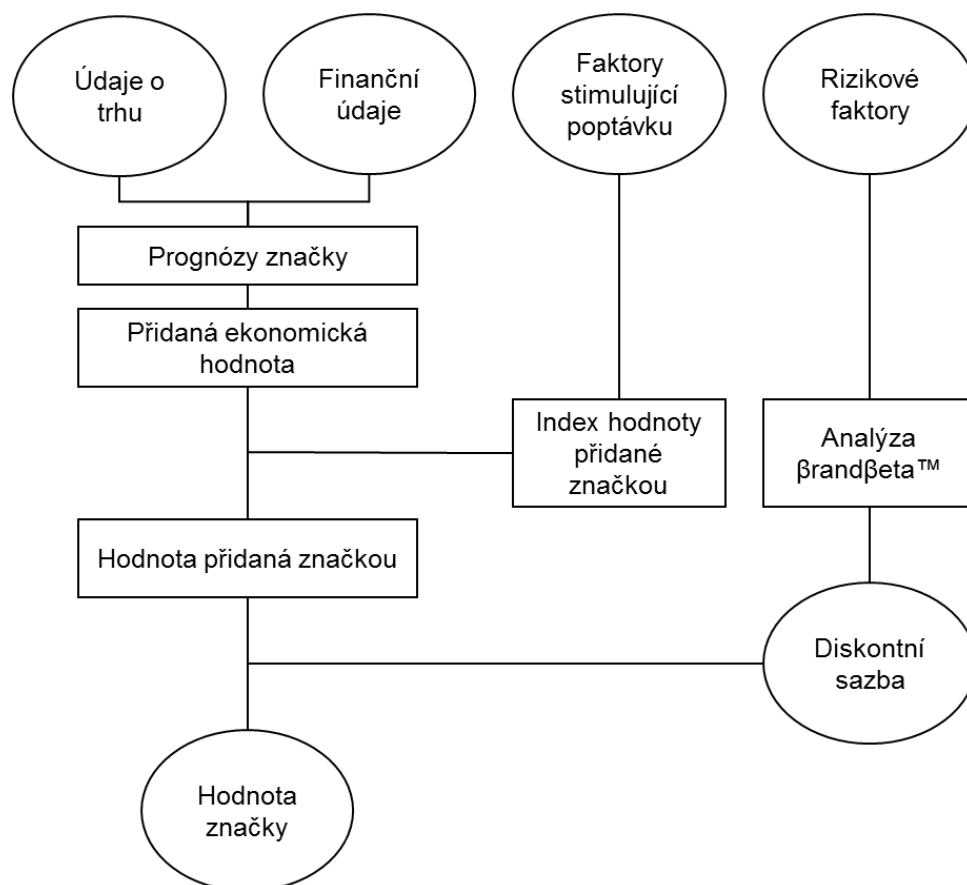
Pokud hodnota hmotného majetku přesahovala akviziční cenu, pak byl tento rozdíl zahrnut do „goodwill“, k němuž měly různé státy rozdílné přístupy. Ve většině případů se do rozvah mnoha podniků nepromítala skutečná hodnota značky, neboť finanční hodnota vzniklého goodwillu byla odepisována hned při koupi nebo byla amortizována. Na konci osmdesátých se investiční rozhodování řídilo podle tradičních kritérií pro finanční zdraví (výnos na akcii, dividendový výnos, hodnota aktiv v účetní rozvaze), která mohla zásadním způsobem zkreslit hodnotu podniku (Haigh, 2002).

Haigh (2002) a Svačina (2010) uvádí řadu metod, které lze použít pro oceňování značky:

- I. Oceňování založené na nákladech – toto ocenění lze provádět na základě buď skutečných nákladů vynaložených na tvorbu značky, nebo na základě teoretických nákladů její případné obnovy. Problém této metody je v tom, že takovéto náklady mohou být mnohdy velmi odlišné od současné hodnoty značky.
- II. Oceňování na základě trhu – tato metoda se používá pouze tehdy, když lze získat informace o tržních transakcích srovnatelných značek. Na základě těchto transakcí lze odhadnout hodnotu značky v porovnání s jinou. Tato metoda není a nebyla v praxi často používaná, neboť výše zmíněné informace jsou těžko dostupné a značky jedinečné, avšak se může používat při ověřování základního ocenění.
- III. Metoda „osvobození“ od licenčního poplatku – ocenění je založeno na licenčním poplatku za používání obchodní značky. Tato metoda se opírá o odhad pravděpodobných budoucích tržeb, poté na základě stanovení příslušné sazby licenčního poplatku výši příjmů, které by mohly být na základě těchto licenčních poplatků vygenerovány. Tok nárokovatelných licenčních poplatků za užívání obchodní značky je poté diskontován k čisté současné hodnotě, což znamená k hodnotě obchodní značky.
- IV. Metoda ekonomického užítku – tato metoda se zabývá ekonomickou hodnotou, kterou má při současném použití značka pro svého majitele. Tato metoda je nejčastěji používána k oceňování značky, avšak vzhledem k vstupním údajům se považuje za velmi náročnou. Metoda ekonomického užítku je většinou založena na každoročně zpracovávaných 5-10letých předpovědích výnosů, z nichž se nadále počte annuita za předpokladu going concern.

Schéma metody ekonomického užitku je vyobrazeno v obrázku č. 3. Při použití této metody se většinou provádějí čtyři dílčí analýzy (analýza trhu, finanční analýza značky, faktorů stimulujících poptávku, rizika značky).

Obr. 3 Metodologie oceňování značky – metoda ekonomického užitku



Zdroj: Vlastní zpracování dle (Haigh, 2002)

Analýza trhu slouží pro pochopení podmínek a konkurence, které na trhu existují. Další nutnou analýzou je finanční analýza značky, která slouží pro zjištění výnosů z obchodu se značkovým zbožím. Třetí analýza se týká faktorů stimulujících poptávku, která se provádí za účelem stanovení části výnosu z podnikání, kterou lze přisoudit značce (Brand Value Added – BVA™). Poslední analýzou, která se zjišťuje za účelem stanovení bezpečnosti licenční dohody o značce, je analýza brandbeta™ (Haigh, 2002).

2.2. Značka jako ochranná známka

Značka slouží zákazníkům k určité identifikaci svých pocitů i postojů vůči značce, vyjadřuje určitou záruku a úroveň kvality. Z těchto i dalších důvodů uvedených

v předchozích kapitolách je značka spojena se značným potenciálem. Jako strategický nástroj je třeba do značky investovat a jako důležitou část společnosti chránit před napodobením či zneužitím. V právním řádu ČR se nepoužívá pojem značka, značku jako takovou zahrnuje pojem ochranná známka (Hesková, 2008).

2.2.1. Specifikace ochranné známky v ČR

Současná právní úprava ochranné známky je definovaná v zákon č. 441/2003 Sb. o ochranných známkách.

Pojem ochranné známky

Dle § 1 označení, která mohou tvořit ochrannou známku, může být za podmínek stanovených tímto zákonem jakékoliv označení schopné grafického znázornění, zejména slova, včetně osobních jmen, barvy, kresby, písmena, číslice, tvar výrobku nebo jeho obal, pokud je toto označení způsobilé odlišit výrobky nebo služby jedné osoby od výrobků nebo služeb jiné osoby (zákon č. 441/2003 Sb. o ochranných známkách).

Dále pojem ochranné známky doprovází prováděcí vyhlášky č. 97/2004 Sb.

Doba ochrany je 10 let ode dne přihlášky, avšak je možné dobu ochrany neomezeně prodlužovat.

2.2.2. Registrace ochranných známek

V ČR se právní ochranou a registrací ochranných známek zabývá Úřad průmyslového a duševního vlastnictví. Mimo ochranné známky zapsané v rejstříku výše zmíněného úřadu na území ČR platí i další rozsáhlé skupiny ochranných známek, které mají shodný právní význam a účinek. Jedna z těchto skupin je pro ČR zapsaná mezinárodně prostřednictvím Madridské dohody a Protokolu. Vzhledem k tomu, že ČR patří mezi členské státy EU, musí uznávat i komunitární ochranné známky, o nichž rozhoduje Úřad pro harmonizaci ve vnitřním trhu (Mařík a kol., 2011).

2.3. Přístupy oceňování značky jako nehmotného majetku

Pro určení hodnoty jak hmotných, tak i nehmotných statků slouží zpravidla tři přístupy, které jsou popisovány ve většině literatur zaměřených na oceňování

majetku. Mezi klasické přístupy patří tržní, výnosový a nákladový (Mařík a kol., 2011).

2.3.1. Tržní přístup

Tržní přístup vychází ze srovnávací charakteristiky nehmotných statků, proto se také nazývá i jako srovnávací přístup. Princip tohoto přístupu je založen na porovnání se značkou, která má podobné parametry jako značka, pro kterou hodnotu zjišťujeme. V ČR nejsou vytvořené podmínky pro použití tohoto přístupu, neboť tento přístup vyžaduje množství údajů o otevřeném trhu srovnatelných nehmotných statků, což předpokládá rozvinuté a dlouhodobé podmínky tržního hospodářství a obor s rozsáhlou tržní základnou (Mařík a kol., 2011).

2.3.2. Nákladový přístup

Nákladový přístup se používá pro oceňování nehmotných aktiv pouze zřídka, jelikož je založen na identifikaci nákladů potřebných na obnovu oceňovaného majetku. V případě ochranných známek je vhodný pouze pro ty relativně mladé, neboť nemají povětšinou vybudované postavení na trhu, tudíž povědomí po ní je nízké. V případě relativně mladé ochranné známky s nevýznamným postavením na trhu je možné identifikovat veškeré náklady vynaložené na její vytvoření, průmyslově právní ochranu i případnou reklamu. Sumu těchto nákladů můžeme pak považovat za odpovídající cenovou úroveň v době ocenění (Mařík a kol., 2011).

2.3.3. Výnosový přístup

Výnosový přístup je nejvíce používaný převážně u oceňování průmyslových práv i jiného duševního vlastnictví. Tento přístup počítá s rizikem, který může být stanoven koeficientem či mírou kapitalizace. Výnosová metoda počítá s předpoklady stanovenými při oceňování, tudíž tento přístup uvažuje o budoucím vývoji. Mezi základní varianty patří licenční analogie, ocenění ochranné známky jako cenové prémie, předpokládaná ztráta výnosu (zisku) a reziduální (zůstatkové) výnosové metody. Mezi výnosové metody oceňování zaměřené na podnik jako celek, nikoliv na značku, patří metoda diskontovaného cash flow. Na základě této metody bude v praktické části stanovena hodnota podniku jako celku a z této hodnoty odvozena hodnota značky konkrétní společnosti (Mařík a kol., 2011).

3. Metoda diskontovaného cash flow – výnosový přístup k oceňování

Metoda diskontovaného cash flow, dále jen DCF, je základní výnosová metoda pro oceňování podniku. Touto metodou lze vypočítat brutto hodnotu podniku a netto hodnotu podniku. Brutto hodnota podniku je hodnota podniku jako celku, na rozdíl od netto hodnoty, což je hodnota stanovená na úrovni vlastního kapitálu. Výslednou výnosovou netto hodnotu podniku lze porovnat s účetní hodnotou vlastního kapitálu, kde výsledný rozdíl lze označit jako market value added. Na market value added definované dle Maříka se může podílet i indikativní hodnota značky ale také hodnota ostatních identifikovatelných a neidentifikovatelných aktiv. Metoda DCF je v posledních letech stále populárnější v evropských zemích, což se připisuje především vlivu globalizace investičních procesů. Nejpoužívanější je v USA a ve Velké Británii. Metoda DCF je základní výnosovou metodou ocenění podniku, kdy reálný užitek z podniku a teoretická definice hodnoty je stanovena na základě peněžních toků, které jsou reálným příjmem podniku (Mařík a kol., 2011).

Metoda DCF má tři základní techniky:

- metoda DCF entity (entity approach),
- metoda DCF equity (equity approach),
- metoda DCF APV (adjusted present value).

Všechny metody stanovují hodnotu čistého obchodního majetku neboli hodnotu vlastního kapitálu, avšak metody se liší v přístupu dosažení této hodnoty.

V tabulce č. 10 jsou vyobrazeny základní rozdíly mezi metodami entity a equity. Obě tyto metody jsou výnosové, avšak jsou rozdílné ve výchozím vzorci. Každá vychází z jiného vymezení volných peněžních toků a jiné diskontní míry (Mařík a kol., 2011).

Tab. 10 Metody DCF

Metody DCF		
Ocenění	DCF ENTITY	DCF EQUITY
Vymezení FCF	FCFF (do firmy)	FCFE (pro vlastníky)
Diskontní míra	WACC	nVK(z)
Hodnota podniku	Hodnota podniku jako celku	Hodnota vlastního kapitálu

Zdroj: Vlastní zpracování dle (Mařík a kol., 2011)

Volný peněžní tok do firmy (FCFF)

Volný peněžní tok do firmy (FCFF) představuje peněžní toky vygenerované podnikem pro věřitele a vlastníky. Z těchto peněžních toků jsou hrazeny nároky akcionářům, které jsou nejčastěji ve formě dividend, a věřitelů, které jsou v podobě splátek úvěrů a úroků. Tyto peněžní toky tedy zahrnují veškeré peněžní toky do podniku bez přesného určení příslušnosti těchto toků neboli komu jsou peněžní toky určeny, zda vlastníkům nebo věřitelům. V některých případech oceňování je nesnadné určit přesné užití peněžních toků, a proto je použití FCFF v modelech výhodnější (Kislingerová, 1999).

Volný peněžní tok do vlastního kapitálu (FCFE)

Volný peněžní tok pro vlastníky lze vypočítat dvěma způsoby. Pokud podnik není zadlužen výchozí výpočet pro FCFF je stejný jako pro FCFE. Druhým způsobem je možnost vycházet z výpočtu FCFF, z jehož výsledné hodnoty dopočítáme alternativně FCFE tak, že doplníme všechny toky týkající se úročených věřitelů. V rámci této úpravy je tedy potřebné snížit FCFF o část peněžního toku, který je určen věřitelům, neboť právě věřitelé jsou prvořadí z hlediska uspokojování nároků (Kislingerová, 1999).

Základní tvary modelů DCF

Rozlišujeme tři základní tvary modelů DCF, a to podle způsobu stanovení budoucího vývoje podniku:

- model pro stabilní růst (např. Gordonův model stabilního růstu),
- dvoufázový model (zahrnuje dvě fáze vývoje podniku),
- třífázový model (rozděluje budoucí vývoj do tří dílčích postupných fází).

Jednotlivé modely se liší především tempem růstu podniku. Pokud podnik bude mít v prvních pár letech vysoký růst, který povětšinou nelze považovat za udržitelný, bude používat v dalších fázích vývoje podniku tempo růstu nižší, které již bude možné považovat za udržitelné (Mařík a kol., 2011).

3.1. DFC entity

Základním znakem metody DFC entity je ocenění vycházející z hodnoty podniku jako celku, avšak podnik jako celek není v případě této metody chápán na úrovni

bilanční sumy ale na úrovni investovaného kapitálu. V řadě publikací se toto výnosové ocenění považuje jako základní. Před samotným oceněním podniku je nutné znát výsledky dílčích analýz, které jsou důležité jako výchozí parametry. Mezi dílčí analýzy patří strategická analýza, firemní analýza a finanční plán. V praktické části diplomové práce jsou provedené analýzy uskutečněné ve formě fundamentální globální, odvětvové a firemní analýzy (Mařík a kol., 2011).

Investovaný kapitál

Pro výpočet investovaného kapitálu se používá účetní výkaz rozvaha. Z rozvahy je potřebné určit náklady na investovaný kapitál a upravit bilanční sumu o určení provozně potřebných a nepotřebných aktiv (Mařík a kol., 2011).

Náklady na investovaný kapitál

Princip metody DCF vychází z ocenění investovaného kapitálu pomocí diskontování budoucí časové řady peněžních toků. Diskontní míra obecně představuje náklady na kapitál a v případě DCF musí být určena právě na úrovni investovaného kapitálu. Kapitál je obecně v běžné rozvaze rozdělen do základních zdrojů jako je vlastní kapitál, cizí úročený kapitál, rezervy (nákladové), závazky a časové rozlišení.

Ve výsledném výpočtu tedy náklady na investovaný kapitál určujeme na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál, tedy WACC (Weighted Average Cost of Capital). Obecný vzorec pro výpočet vážených nákladů na kapitál je:

$$WACC = n_{ck} * (1 - d) * CK/K + n_{VK(z)} * VK/K$$

Náklady na cizí kapitál (n_{ck}) jsou definovány jako požadovaná výnosnost cizích zdrojů. Sazba daně z příjmů (d) je ve výši, která odpovídá platné dani pro oceňovaný subjekt. Cizí kapitál (CK) ve vzorci je pouze takový, který je úročený. Investovaný kapitál (K) vyjadřuje celkový investovaný kapitál, který je součtem CK a VK, kdy VK je vlastní kapitál. Náklady vlastního kapitálu ($n_{VK(z)}$) tvoří náklady, které ve své podstatě odrážejí očekávanou výnosnost vlastního kapitálu, avšak vzhledem k dané úrovni zadlužení (Mařík a kol., 2011).

Předpokladem výpočtu je fakt, že neúročený cizí kapitál (jako například závazky vůči dodavatelům, které jsou již zahrnuty v provozních peněžních tocích) není obsažen ve výpočtu, tudíž v samotném výpočtu WACC se CK počítá pouze z úročeného cizího kapitálu. Dalším důležitým předpokladem ke správnému

výpočtu WACC jsou tržní hodnoty. Podíl celkového investovaného kapitálu musí být kalkulován na základě tržní hodnoty, neboť pokud by samotný výpočet vycházel z účetních hodnot docházelo by pak ke značnému zkreslení (iterační problém).

Výpočet WACC probíhá v několika krocích, kdy nejprve je nutné určit váhy jednotlivých položek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu, poté určit náklady na cizí a vlastní kapitál a následně propočítat výslednou hodnotu průměrných nákladů na kapitál (Mařík a kol., 2011).

Struktura kapitálu pro výpočet WACC tedy může vycházet z účetních hodnot, avšak takto stanovené váhy mohou způsobit zkreslení výsledné hodnoty ocenění, a tudíž by se účetní hodnoty neměly používat. Dalším způsobem určení struktury kapitálu může být způsob, při kterém je zvolena cílová struktura kapitálu neboli odhad struktury kapitálu v tržních hodnotách. Odhad struktury kapitálu v tržních hodnotách může být někdy nepřesný nebo dokonce až přímo chybný. Nejpřesnějším způsobem k odhadu vah pro WACC je iterační postup. Nejprve dochází k odhadu výchozí struktury, na jejíž základě je vypočítána hodnota podniku. Z takto vypočtené hodnoty podniku se pak zjistí nová struktura kapitálu.

Náklady na cizí kapitál lze stanovit na základě váženého průměru z efektivních úrokových sazeb, které jsou placené z nejrůznějších forem cizího kapitálu. Náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů, jedním ze způsobů, jak určit náklady na vlastní kapitál je použití modelu pro oceňování kapitálových aktiv neboli capital asset pricing model – CAPM. Základní vzorec pro výpočet modelu CAPM je:

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

Požadovaná míra výnosu akcionáře (r_e) vyjadřuje náklady na vlastní kapitál. Bezriziková úroková míra (r_f), která je v ČR odvozena na základě státních dluhopisů, které mají dobu splatnosti delší než deset let. Rozdíl mezi očekávaným výnosem celého trhu (r_m) a bezrizikovou úrokovou mírou (r_f) vyjadřuje prémii za riziko akcionáře. Prémie za riziko akcionáře je ve vzorci násobena beta koeficientem (β). Beta koeficient se dá vypočítat mnoha způsoby, avšak zvolený výchozí postup musí být v souladu se strukturou oceňovaného podniku. Koeficient β lze odhadnout třemi způsoby, a to buď z minulého vývoje tzv. historická beta nebo metodou analogie a v neposlední řadě na základě analýzy působících faktorů (Kislingerová, 1999).

Provozně potřebná a nepotřebná aktiva

Druhá úprava bilanční sumy spočívá v určení provozně potřebných (operativních) a nepotřebných (neoperativních) aktiv. Tato úprava se netýká jen metody DCF, ale všech oceňovacích metod a má zásadní význam pro způsob výpočtu volných peněžních toků. Toto rozdělení se promítne přímo do velikosti investovaného kapitálu tak, že vzniknou dvě úrovně investovaného kapitálu:

- provozně nutný investovaný kapitál,
- celkový investovaný kapitál (Mařík a kol., 2011).

Provozně nutný investovaný kapitál v sobě zahrnuje provozně nutný upravený pracovní kapitál a provozně nutná dlouhodobá aktiva. Provozně nutný upravený pracovní kapitál vychází z výpočtu:

Provozně nutný upravený pracovní kapitál =

provozně nutná oběžná aktiva

+časové rozlišení aktivní provozně nutné

-neúročené krátkodobé závazky vztahující se k provozním oběžným aktivům

- pasivní časové rozlišení provozní povahy (Mařík a kol., 2011).

Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Většinou všechny publikace cílené na oceňování podniků se shodují v zásadě o rozdělování aktiv na provozně potřebná a nepotřebná. Provozně potřebná aktiva jsou taková aktiva, které podnik potřebuje pro svou základní podnikatelskou činnost neboli jsou to aktiva nezbytná pro základní „business“ všechna ostatní aktiva, která neplní takto definovanou úlohu se považují obecně jako provozně nepotřebná.

Pokud to tedy je jen možné, je vhodné rozdělovat aktiva na provozně potřebná a nepotřebná a s nimi spojené výnosy a náklady. Důvodem pro takovéto členění může být fakt, že část majetku, kterou podnik vlastní, nemusí využívat, a tudíž z něj negeneruje žádné příjmy.

Dalším důvodem pro vyčlenění aktiv, které nesouvisejí s provozem, i když některé příjmy generují, je riziko, které sebou tyto příjmy vážou, a ta mohou být odlišná od rizik hlavního provozu podniku. Posledním důvodem je odlišný způsob ocenění obou skupin. Zatímco provozně potřebná aktiva se budou oceňovat například

výnosovou metodou v rámci podniku jako celku, tak provozně nepotřebná aktiva by měla být oceňována samostatně například výnosovými metodami za předpokladu, že tato aktiva generují nějaký výnos.

Pokud aktiva jsou vhodná k pronájmu, jsou oceněna taktéž výnosovou metodou na základě principu obvyklého nájemného. V ostatních případech, kdy jsou k ocenění dostupná relevantní data, jsou neprovozní aktiva oceňována na základě tržní hodnoty, pokud nejsou dostupná relevantní data, pak se za nouzový přístup považuje účetní hodnota (Mařík a kol., 2011).

Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná záleží na typu konkrétního podniku a na odborném posouzení analytika, který povětšinou dané rozdělení konzultuje s managementem podniku. Mezi nejčastěji provozně nepotřebná aktiva patří krátkodobý finanční majetek (peníze, účty v bankách, krátkodobé cenné papíry), dlouhodobý finanční majetek (s portfoliovým charakterem, tzn. uložení peněz), a ostatní aktiva, která neslouží k základnímu účelu podniku. Typické neoperativní nehmotné aktivum je například goodwill, zákaznická databáze či značka samotného podniku (Mařík a kol., 2011).

Ocenění metodou DCF entity

Za předpokladu již stanoveného FCFF a WACC lze stanovit hodnotu podniku, která vychází ze základního vzorce:

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

Kde:

FCFF_t=volný peněžní tok do firmy v čase t

WACC=vážené kapitálové náklady

t=jednotlivá léta fungování podniku

n=počet let fungování podniku

Peněžní toky však nelze předvídat na neomezený počet let, proto metoda DCF entity upravuje tuto skutečnost již pomocí výše zmíněných základních tvarů výpočtů DCF dle budoucího vývoje podniku, které jsou popsány v tabulce č. 11 (Mařík a kol., 2011).

Tab. 11 Vzorce pro výpočet DCF entity

FCFF ₁ =volný CF na konci prvního období g _n = tempo růstu udržitelné do nekonečna	FCFF ₁ / (WACC – g _n)
T = délka první fáze v letech PH = pokračující hodnota	$\sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{PH}{(1+WACC)^T}$
g = odhad tempa růstu v pokračující fázi	PH _t = FCFF _{t+1} / (i _k + g)
i _k = kalkulovaná diskontní míra	

Zdroj: Vlastní zpracování dle (Kislingerová, 1999)

V tabulce č. 11 je první vzorec specifický pro stabilní růstový model. Druhý vzorec je součástí dvoufázového modelu, který v sobě zahrnuje pokračující hodnotu. Odhad pokračující hodnoty lze provést mnoha způsoby, avšak jedním z nejpoužívanějších způsobů je Gordonův vzorec. Gordonův vzorec předpokládá stabilní a trvalý růst peněžního toku, kdy ve druhé fázi vývoje podniku je peněžní tok zvolen za základě tempa růstu (g). Tempo růstu (g) se odhaduje na základě vývoje makroekonomických ukazatelů, avšak při zohlednění úsudku odhadce a typu podniku (Kislingerová, 1999).

3.2. DFC equity

Metoda DFC equity vychází z diskontování volného peněžního toku pro vlastníky. Vzorec pro tuto metodu ocenění je popsán v tabulce č. 12.

Tab. 12 Vzorec pro výpočet DFC equity

Vymezení volných peněžních toků:	FCFE – free cash flow to equity
Diskontní míra:	$n_{VK(z)}$ - na úrovni nákladů VK
$\sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1 + n_{VK(z)})^t} + \frac{PH}{(1 + n_{VK(z)})^T}$	
H_n =netto hodnota podniku	PH= pokračující hodnota
$FCFE_t$ = FCFE v roce t	$PH_t = FCFE_{t+1} / (i_k + g)$
$n_{VK(z)}$ = při určitém zadlužení v roce t	g = odhad tempa růstu v pokračující fázi
T = počet let první fáze	i_k = kalkulovaná diskontní míra

Zdroj: Vlastní zpracování dle (Mařík a kol., 2011)

Po stanovení výsledné netto hodnoty podniku by byla přičtena hodnota provozně nepotřebných aktiv k datu ocenění, pokud taková aktiva v podniku existují. Model DCF equity, který pracuje s FCFE se v praxi používá pro podnik s ustálenou finanční pákou, tudíž je model vhodnější pro podniky se stabilizovanou strukturou financování (Mařík a kol., 2011).

3.3. DFC APV

Metoda DFC APV (adjusted present value) se v ověřovatelské praxi používá nejméně. Metoda upravené současné hodnoty je dvou kroková podobně jako metoda DCF entity. Brutto hodnota podniku se skládá ze dvou částí, kde první část je tvořena výnosovou hodnotou nezadlužené firmy na základě FCFF diskontovanými nezadluženými n_{VK} a v druhé části se k již vypočtené hodnotě připočte hodnota daňového štítu plynoucího z nákladových úroků, za podmínky částečného financování podniku úročeným cizím kapitálem (Mařík a kol., 2011).

4. Metoda ekonomické přidané hodnoty a její vztah k metodě DCF

Metoda ekonomické přidané hodnoty (economic value added – EVA) je výnosovou metodou oceňování podniku. Ekonomická přidaná hodnota slouží nejen pro oceňování podniku, ale je i nástrojem finanční analýzy a řízení podniku, který ve své podstatě reflektuje výnosnost podniku. Jako ukazatel výnosnosti podniku je kvalitnější, jelikož ve své podstatě nenese nedostatky klasických ukazatelů výnosnosti jako jsou ukazatelé rentability, které jsou založené na účetním výsledku hospodaření (nezohledňují časovou hodnotu peněz a riziko investorů). Princip metody ekonomické přidané hodnoty je v ekonomickém zisku, který tato metoda měří. Ekonomický zisk na rozdíl od účetního zisku v sobě zahrnuje úhradu nejen běžných nákladů, ale i nákladů na kapitál včetně nákladů na vlastní kapitál. Pochopení rozdílů mezi účetním a ekonomickým ziskem je důležité pro investory podniku, neboť pokud podnik vykazuje kladný účetní zisk (snížen o placené úroky z CK), vykazuje tak zároveň i kladný ekonomický zisk za podmínky, že tento účetní zisk je větší než náklady na vložený vlastní kapitál. V opačné situaci, kdy podnik dosahuje sice kladného účetního zisku, který je menší než náklady na vlastní kapitál, pak se v tomto případě nejedná o ekonomický zisk ale ztrátu, neboť podnik není schopen kompenzovat rizika vlastníků podniku (Mařík a kol., 2011). Základní výpočet ukazatele EVA je znázorněn v tabulce č. 13.

Tab. 13 Vzorec pro výpočet ukazatele EVA (economic value added)

EVA = NOPAT – Capital * WACC	
NOPAT	= (net operating profit after taxes) zisk z operační činnosti podniku
Capital	= kapitál vázaný v aktivech, která slouží operační činnosti podniku
WACC	= průměrné vážené náklady kapitálu

Zdroj: Vlastní zpracování dle (Mařík a kol., 2011)

Z tabulky č. 13 vyplývá vztah pro výpočet ekonomické přidané hodnoty. Zisk z operační činnosti podniku (NOPAT) je operační výsledek hospodaření po odpočtu upravených daní. Podobně jako u metody DCF je Capital ve vzorci chápán na úrovni NOA (net operating assets), tedy na úrovni čistých operačních aktiv.

Metodu Eva lze stejně rozdělit jako v případě DCF na entity, equity a APV, a i v tomto případě je EVA entity v praxi nejvíce používanou.

V následující tabulce č. 14 je vyobrazeno základní schéma pro obvyklou variantu výpočtu metody EVA (Mařík a kol., 2011).

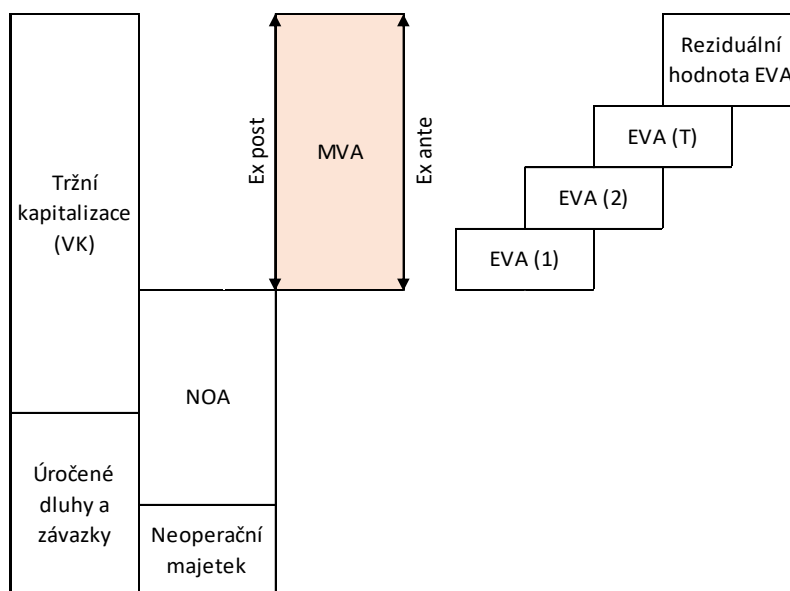
Tab. 14 Schéma výpočtu metody EVA

Tržní hodnota (TH) provozně potřebných aktiv (tj. operačních aktiv) + TH provozně nepotřebných aktiv (tj. neoperativních aktiv) - TH úročených závazků
= TH vlastního kapitálu
Čistá operační aktiva (NOA) + Tržní přidaná hodnota (MVA – market value added)
= TH operačních aktiv

Zdroj: Vlastní zpracování dle (Mařík a kol., 2011)

V tabulce č. 14 je vyobrazeno schéma výpočtu metody EVA. V tomto přístupu má tržní přidaná hodnota (MVA) důležitou úlohu a lze ji chápat jako provozní goodwill. Vztah mezi MVA a EVA lze popsat tak, že zatím co EVA měří úspěch společnosti během minulého období, tak MVA je jakýsi pohled odrážející očekávání trhu o budoucnosti podniku. Na obrázku č. 4 je vyobrazen vztah mezi operačními aktivy (NOA), EVA a MVA (Mařík, 2007).

Obr. 4 Vztah mezi čistými operačními aktivy (NOA), EVA a MVA



Zdroj: Vlastní zpracování dle (Mařík a kol., 2011, s. 296)

Na obrázku č. 4 je vyobrazen vztah mezi NOA, EVA a MVA. MVA lze určit dvěma způsoby, a to buď ex post skrze odlišení mezi tržní hodnotou podniku jako celku a

hodnotou jeho čistých operačních aktiv (NOA), nebo ex ante jako současnou hodnotou budoucích operačních nadzisků EVA). „Nápadná je zde podobnost s klasickým pojetím goodwillu. Hodnota podniku je daná hodnotu substance a hodnotou goodwillu. Goodwill pak odpovídá (alespoň teoreticky) kapitalizaci mimořádných zisků“ (Mařík a kol., 2011, s. 296).

Pokud je podniku oceňován metodami EVA a DCF a pokud oceňovatel cílí, aby výsledky těchto metod byly shodné, musí výpočet těchto metod splňovat řadu podmínek jako jsou:

- použité stejně průměrné vážené náklady na kapitál (WACC),
- použitý stejný zisk (NOPAT),
- investovaný provozně nutný kapitál na úrovni čistých operačních aktiv (NOA).

5. Fundamentální analýza společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s.

Fundamentální analýza společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. zkoumá faktory ovlivňující pohyb akciových kurzů ze tří úrovní. První úroveň je globální fundamentální analýza, která se soustřeďuje na faktory z české ekonomiky. Druhou úroveň je odvětvová fundamentální analýza, která identifikuje faktory z odvětví, ve kterém podnik působí. Poslední, třetí úroveň je firemní fundamentální analýza, která identifikuje faktory z prostředí samotného podniku.

5.1. Základní údaje o společnosti

Vznik společnosti Kofola ČS se datuje k roku 1993, kdy rodina řeckého rodáka Kostase Samarase koupila sodovkárnu státního podniku Nealko Olomouc v Krnově. Tentýž rok zahájila, pod původním názvem SP Vrachos s.r.o., vlastní výrobu sycených nápojů a založila dceřinou společnost HOOP v Polsku. Oficiálním rokem založení společnosti, jakou ji známe v dnešní době, je ale označován rok 1996. V tomto roce došlo k založení dceřiné společnosti SANTA – NÁPOJE KRNOV. Společnost postupem času vstoupila na slovenský trh s nealkoholickými nápoji, založila nové značky nealkoholických nápojů a skrze HOOP začala spolupracovat s jedním z největších výrobců nealkoholických nápojů v Anglii.

Vývoj produktového portfolia v letech:

1999 - představena značka Jupí,

2001 – koupě registrované ochranné známky Top Topic,

2004 – vstup do segmentu balených vod s pramenitou vodou Rajec,

2005 – znovuuvedení nápoje Chito Tonic,

2006 – koupě ochranné známky Vinea,

2011 – doplnění portfolia o energetické nápoje Semtex a Erektus,

2013 – uvedení na trh 100 % šťávy UGO, výhradní distributor vod Evian a Badoit,

2014 – do distribuce společnosti přidána minerální voda Vincentka,

2015 – koupě slovinského výrobce minerálních vod (společnost) Radenska,

2016 – koupě tří nových tradičních značek Vočko, Nara a Inka.

Kofola ČS jako mateřská společnost vlastní mnoho značek nealkoholických nápojů, z nich většina Čechů zná nejen podle názvu ale i podle loga, které můžeme vidět na obrázku č. 5.

Obr. 5 Produktové portfolio společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s.



Zdroj: Výroční zpráva společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. za rok 2016

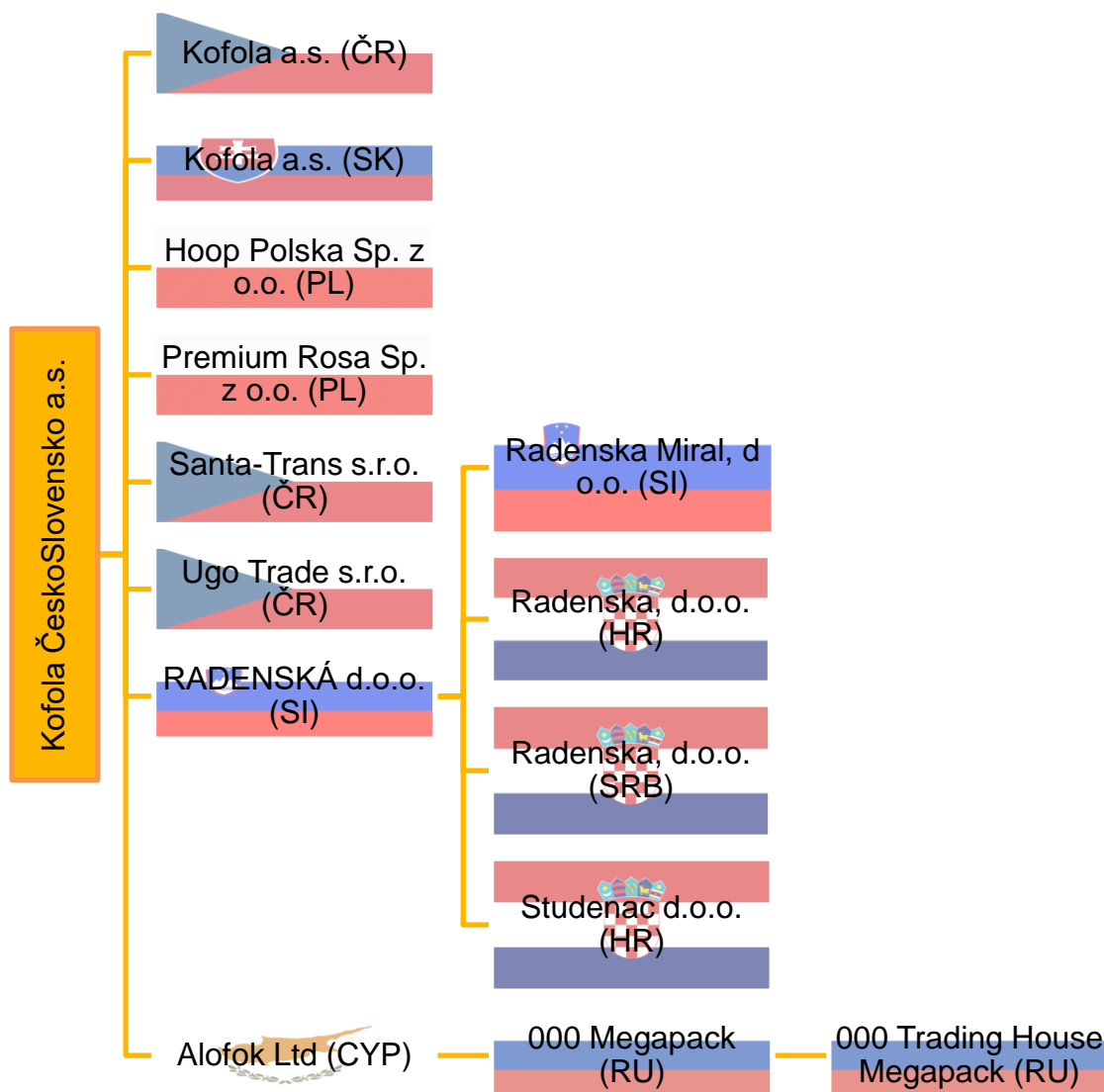
Jedním z hlavních nápojů společnosti je Kofola, tento stejnojmenný nápoj byl vyvinut v rámci státní úlohy na využití přebytečného kofeinu, který vznikal při pražení kávy. Na počátku 20. století společnost uzavřela licenční smlouvu s farmaceutickou společností Ivax a v roce 2002 recepturu koupila úplně za 215 milionů korun.

Kofola ČS začala být obchodovaná na pražské burze v roce 2015. Nabídka akcií se skládala z veřejné nabídky v České republice, Polsku a na Slovensku, a to konkrétně na pražské a varšavské burze. Kofola ČS plánovala tentýž rok vydat 275 000 nových a poskytnout 825 000 existujících akcií. Existující akcie nabídl k prodeji jeden z tehdejších akcionářů společnost CED Group S.a.r.l. (akcionář ovládaný polskou investiční skupinou Enterprise Investors). Tehdejší maximální

cena akcie byla stanovena na 650 Kč, indikativní minimální cena pro retailové investory v České republice byla 500 Kč.

Kofola ČS je výrobcem nealkoholických nápojů na pěti trzích střední a východní Evropy. Společnost vlastní sedm závodů a zaměstnává přes 2100 zaměstnanců. Na obrázku č. 6 je vyobrazeno schéma skupiny Kofola.

Obr. 6 Struktura vztahů mezi propojenými osobami k 31.12.2016



Zdroj: Výroční zpráva společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. za rok 2016

Detailní popis společnosti ve skupině Kofola je zobrazen v příloze č. 1, kde jsou zobrazeny jednak hlavní činnosti všech společností, ale i místo podnikání včetně stavu vlastnických podílů a hlasovacích práv k 31.12.2016.

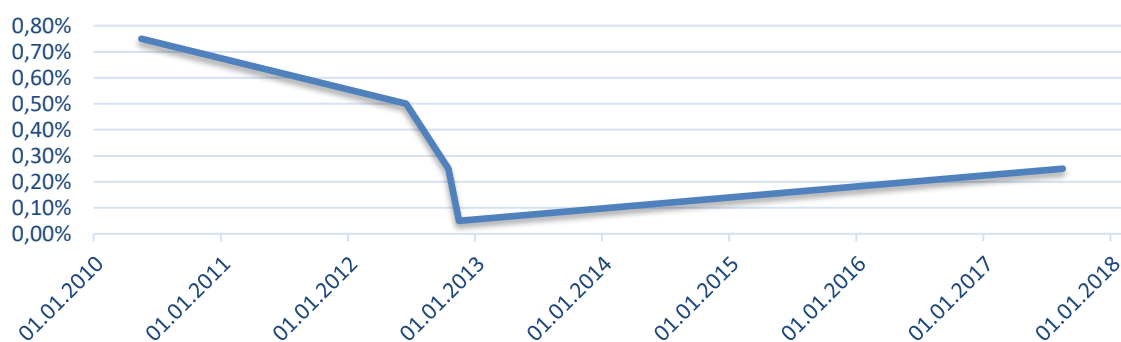
5.2. Globální fundamentální analýza

Předmětem globální fundamentální analýzy bude indentifikování vztahu mezi celou českou ekonomikou (českým trhem) a hodnotou analyzované akcie. Cílem tedy je určit dopad konkrétních makroekonomických veličin (úroková míra, inflace, HDP, peněžní nabídka, státní rozpočet, zahraniční kapitál) na akciových kurz.

Úroková míra

Vztah mezi vývojem úrokových měr a akciových kurzů je inverzní, tudíž vzroste-li úroková míra, povede to k možnému poklesu akciových kurzů a naopak. Inverzní vztah vyplývá z oceňování akcie, trhu s dluhopisy a zápůjčním kapitálem a podle signální funkce dle Veselé (2007). Úrokové sazby nastavuje Česká národní banka (ČNB) v rámci její měnové politiky, tudíž především ČNB ovlivňuje vývoj tržních úrokových sazeb.

Obr 7. Vývoj 2T repo sazby

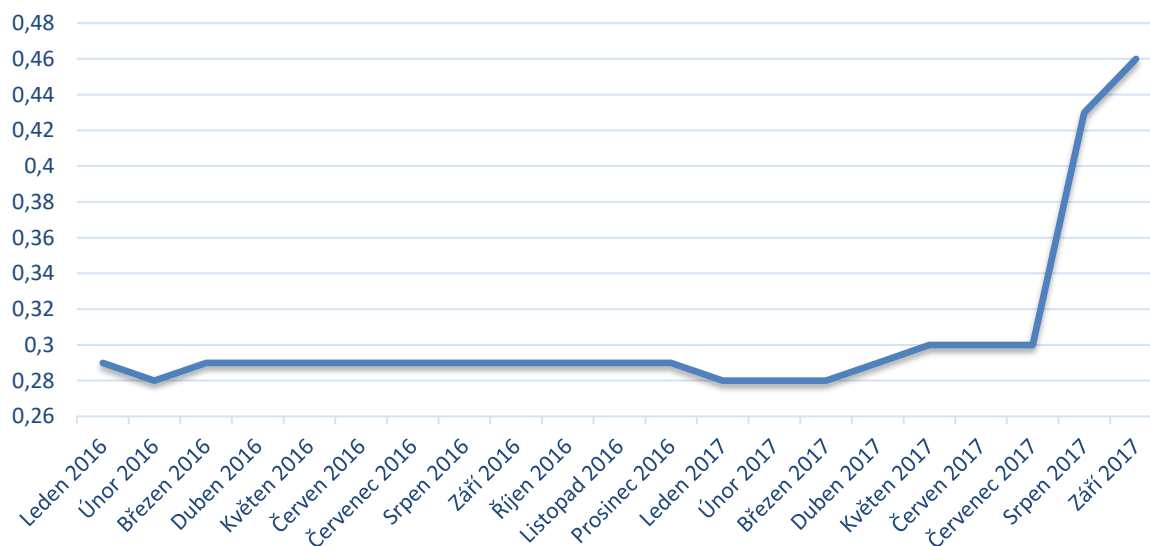


Zdroj: zpracováno podle ČNB (2017)

Na obrázku č. 7 je vidět vývoj 2T repo sazby od roku 2010 do současné doby. Od roku 2010 ČNB sazbu snižovala z původní hodnoty 0,75 % až do roku 2012 na hodnotu 0,05 % za účelem podpory růstu ekonomiky. Od srpna tohoto roku (r. 2017) ČNB přestala stimulovat českou ekonomiku k růstu, a proto 4. 8. 2017 zvýšila úrokové sazby. Základní 2T repo sazba se zvýšila z 0,05 % na 0,25 %. Následně pak i v listopadu došlo ke zvýšení 2T repo sazby z 0,25 % na 0,5 %, došlo k tomu 3. listopadu 2017.

Zvýšená úroková sazba má tedy negativní vztah, avšak úroková sazba nebyla zvýšená na takovou úroveň, která by reálně přímo ohrožovala akciový kurz. V důsledku růstu 2T repo sazby vzrostla i hodnota úrokových sazeb PRIBOR.

Obr. 8 Vývoj sazby PRIBOR ČNB (3 měsíční průměry)



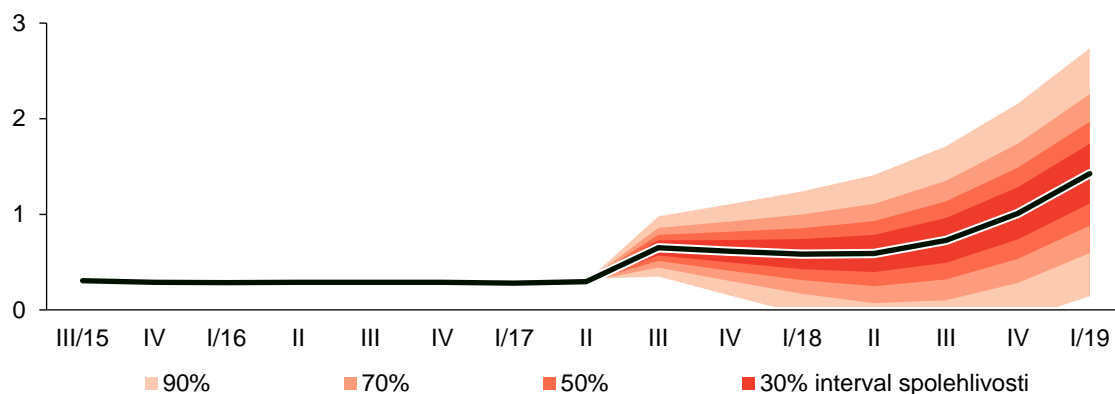
Zdroj: zpracováno podle ČNB (2017)

Na obrázku č. 8 je vidět, jak PRIBOR roste ve stejném časovém úseku jako 2T repo sazba. Na základě současného růstu i predigce ČNB lze usoudit, že rostoucí trend úrokové sazby bude mít negativní dopad na akciové kurzy a to z několika možných důvodů.

Prvním důvodem může být přesun investičních záměrů na dluhopisový trh (pokles zisku na akciovém trhu a růst zisku na dluhopisovém trhu). Druhým důvodem může být rostoucí cena volných peněžních prostředků. Posledním důvodem mohou být rostoucí požadované míry výnosnosti, které snižují současnou hodnotu akcií.

Dle prognóz ČNB mohou úrokové sazby (3M PRIBOR) dosahovat v roce 2017 hodnot až ve výši 0,5 %, avšak postupně se mohou zvyšovat až na 2 %, této hodnoty by mohly dosáhnout v roce 2019. Vějířový graf ČNB na obrázku č. 9 zachycuje nejistotu ohledně budoucího vývoje.

Obr. 9 Prognóza vývoje úrokových sazeb



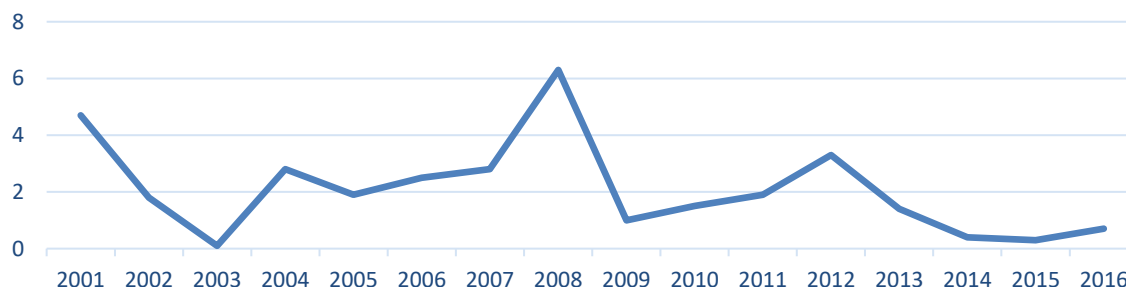
Zdroj: ČNB, 2017

Aktuální prognóza ČNB je s pravděpodobností 30 % na obrázku č. 9 vyjádřena nejtmavějším pásmem. Rozšiřující se pásma pak zobrazují postupně vývoj úrokových sazeb s pravděpodobností 50 %, 70 % a 90 % (ČNB, 2017).

Inflace

Inflace jako další makroekonomická veličina má inverzní vztah k akciovým kurzům, avšak obecně je tento vztah mnohem slabší než u předchozí veličiny.

Obr. 10 Průměrná inflace



Zdroj: zpracováno podle ČSÚ (2017)

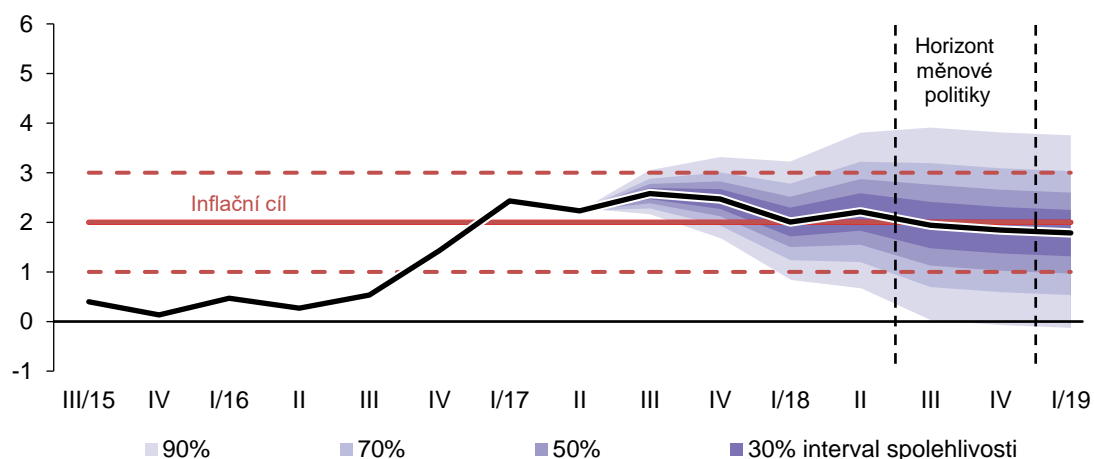
Na obrázku č. 10 je vidět, jak se vyvíjela průměrná inflace vyjádřená přírůstkem indexu spotřebitelských cen v jednotlivých letech. Od roku 2013 se míra inflace

pohubuje velmi nízko stejně tak i 2T repo sazba, která byla dlouhou dobu udržována na úrovni 0,05 %. V roce 2015 průměrná míra inflace dosáhla tak druhého nejnižšího minima od roku 2003.

Inverzní vztah má více odůvodnění, jedním z nich je konkurenční vztah mezi akciovým a dluhopisovým trhem. Tento předpoklad plyne z neustálého přelévání investičního zájmu investorů mezi akciovým a dluhopisovým trhem. Vznikne-li v ekonomice situace, kdy rostoucí infaci budou doprovázet i rostoucí úrokové sazby, pak roste výnos z dluhových instrumentů nabízených na trhu. Investoři logicky sníží poptávku po akciích na akciovém trhu a naopak ji zvýší po dluhových instrumentech. Z hlediska globální fundamentální analýzy je zkoumáno makroekonomické hledisko tohoto vztahu pomocí negativních očekávání investorů ve vztahu k budoucímu vývoji hospodářského cyklu.

Investoři zahrnují do svých očekávání inflační riziko, restriktivní měnovou politiku ČNB a pokles tempa růstu ekonomiky. Výše popsané vztahy odráží skutečně dosaženou situaci v ekonomice, kterou odráží obrázek č. 11.

Obr. 11 Prognóza inflace na horizontu měnové politiky



Zdroj: ČNB, 2017

Na obrázku č. 11 je vidět vějířový graf, který zachycuje nejistotu vývoje inflace spotřebitelských cen. Prognóza ČNB predikuje, i vzhledem k intervalům spolehlivosti, postupný pokles až do roku 2019, kde se má inflace pohybovat kolem inflačního cíle. Inverzní vztah mezi úrokovými sazbami a inflací je historicky vidět při porovnání obrázků č. 7. Vývoje 2T repo sazby a č. 10 Průměrné inflace v období 2010-2013. Lze tedy na základě prognózy ČNB předpokládat, že v důsledku

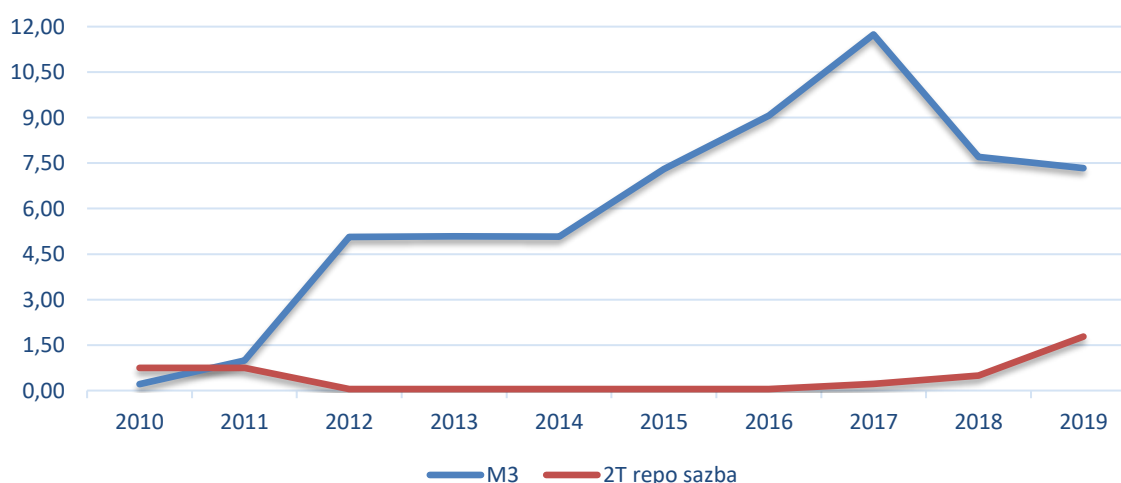
srpnového zvýšení úrokové sazby, míra inflace postupně klesne až na úroveň inflačního cíle, tj. 2 % míry inflace. Pokud bude míra inflace na úrovni inflačního pásma, lze tuto hodnotu považovat za obecně prospěšnou pro zdravý a dlouhodobě udržitelný ekonomický růst.

Peněžní nabídka

Mezi další makroekonomické ukazatele, které ovlivňují akciové kurzy patří peněžní nabídka. Vztah mezi peněžní nabídkou a akciovým kurzem je pozitivní. Peněžní nabídka plní funkce tzv. předbíhajícího indikátoru, což znamená, že svým vývojem předbíhá vývoj akciového kurzu. Přebíhající vývoj je obrazem pozitivního vztahu, tj. když dojde k vzestupu peněžní nabídky, mělo by v rozmezí několika následujících týdnů dojít i k vzestupu akciových kurzů a naopak. O intenzitě vztahu se v posledních letech diskutuje v reakci na změny v měnové politice centrálních bank (Veselá, 2007).

Peněžní nabídka ovlivňuje chování investorů jak z pohledu efektu likvidity, tak z pohledu transitivity mechanismu. Vhodným nástrojem pro zkoumání peněžní nabídky je měnový agregát M3, který má výsadní roli ve strategii měnové politiky (ČNB, 2017).

Obr. 12 Vývoj měnového agregátu M3 a 2T repo sazby

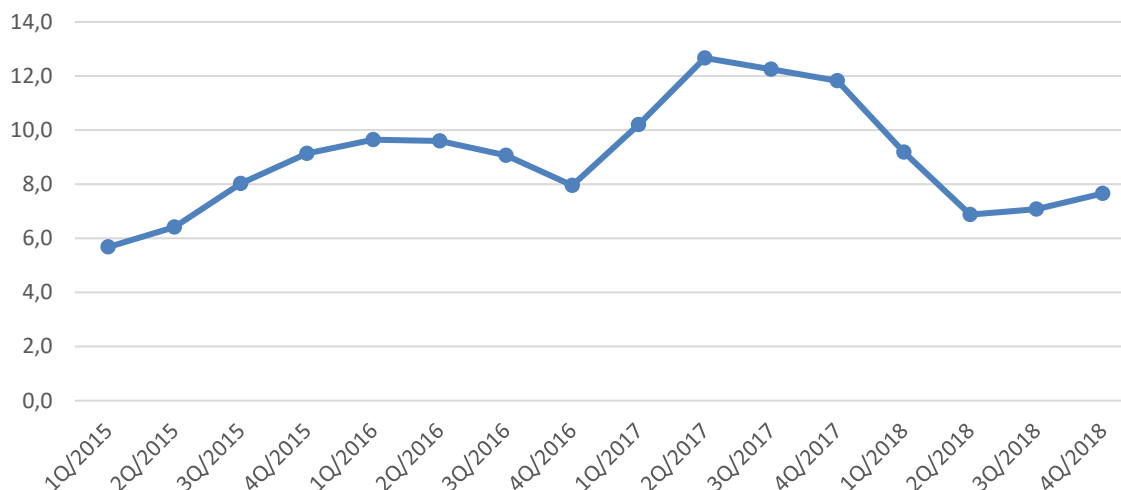


Zdroj: zpracováno podle ČNB (2017)

Na obrázku č. 12 je vidět postupný vývoj měnového agregátu M3. V období mezi roky 2010 až 2011 byla peněžní zásoba blízka nulové hodnoty.

Od roku 2012 začala postupně růst, což může být výsledkem stimulační politiky ČNB k ekonomickému růstu skrze nízké úrokové sazby.

Obr. 13 Vývoj peněžního agregátu M3



Zdroj: zpracováno podle ČNB (2017)

Obrázek č. 13 podrobněji popisuje vývoj i predikci peněžního agregátu M3. V roce 2017 nastává zlom. S ohledem na prognózu ČNB bude peněžní zásoba postupně klesat, což vzhledem k rostoucím 2T repo sazbám a inflaci bude ovlivňovat i akciový kurz. Akciový kurz na situaci v roce 2017 bude reagovat postupným poklesem.

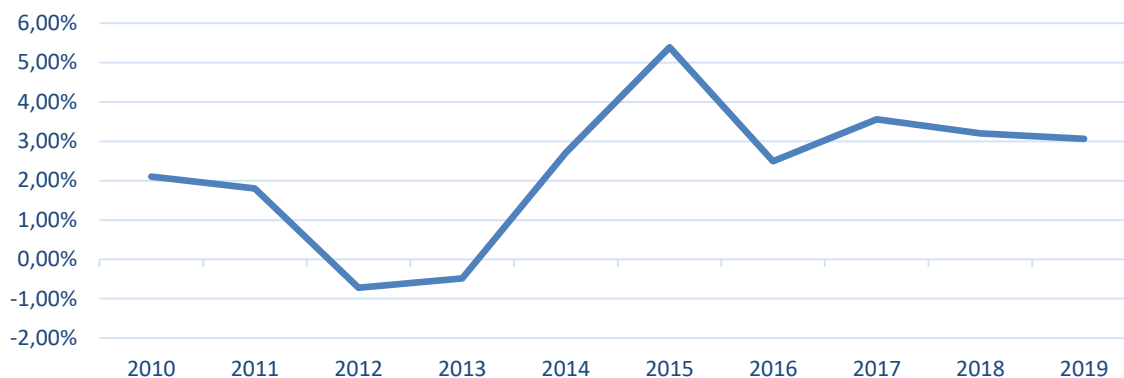
Reálný výstup ekonomiky

Vývoj reálného výstupu ekonomiky je jedním z hlavních ukazatelů ekonomického vývoje, který je spojen s akciovým kurzem a má na něj pozitivní vliv. Akciové kurzy jsou přebíhajícím indikátorem, a to na rozdíl od vztahu s peněžní nabídkou nejen v krátkém časovém horizontu, ale i ve střednědobém.

Investoři se rozhodují zpravidla na principu očekávání. Sledují různé indikátory, jako je očekávaný zisk, které mají taktéž předbíhající charakter ve vztahu k hospodářskému cyklu. Chování investorů zásadním způsobem ovlivňuje vývoj akciového kurzu. Pokud by došlo k vzestupu akciového trhu, investoři by byli více optimističtější, pocíťovali by menší riziko, což by vedlo k vzestupu investiční a podnikové aktivity a tudíž i k růstu ekonomiky (Veselá, 2007).

V české ekonomice sledujeme, v dlouhodobém časovém horizontu, tendenci růstu akciových kurzů i reálného výstupu ekonomiky. Tento trend lze odůvodnit tím, že v ČR neustále roste ekonomická i životní úroveň.

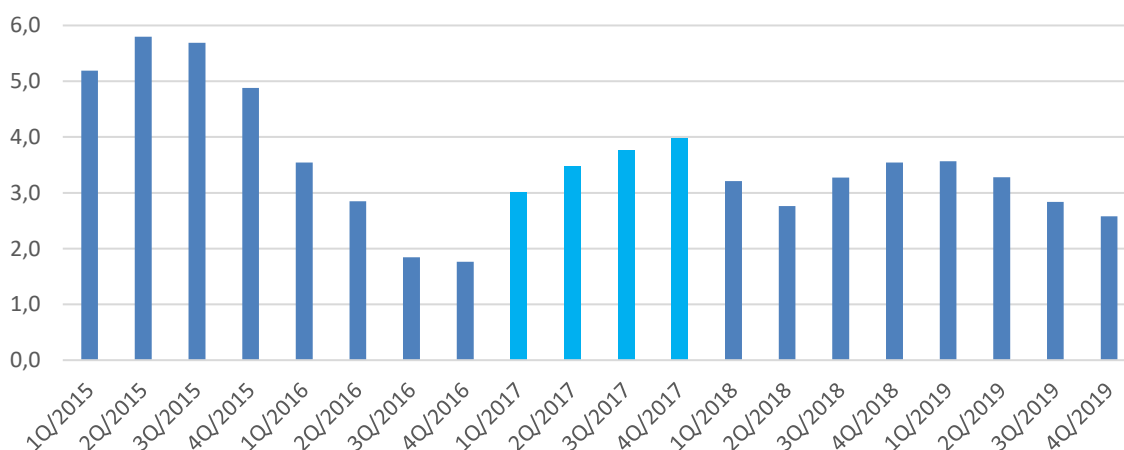
Obr. 14 Predikce reálného HDP



Zdroj: zpracováno podle ČNB (2017)

Na obrázku č. 14 je zobrazen vývoj reálného HDP za posledních šestnáct let, včetně predikce do roku 2019. Na základě této predikce, kterou zveřejnila ČNB, lze předpokládat velmi slabý pokles meziročního růstu reálného HDP.

Obr. 15 Kvartální predikce reálného HDP



Zdroj: zpracováno podle ČNB (2017)

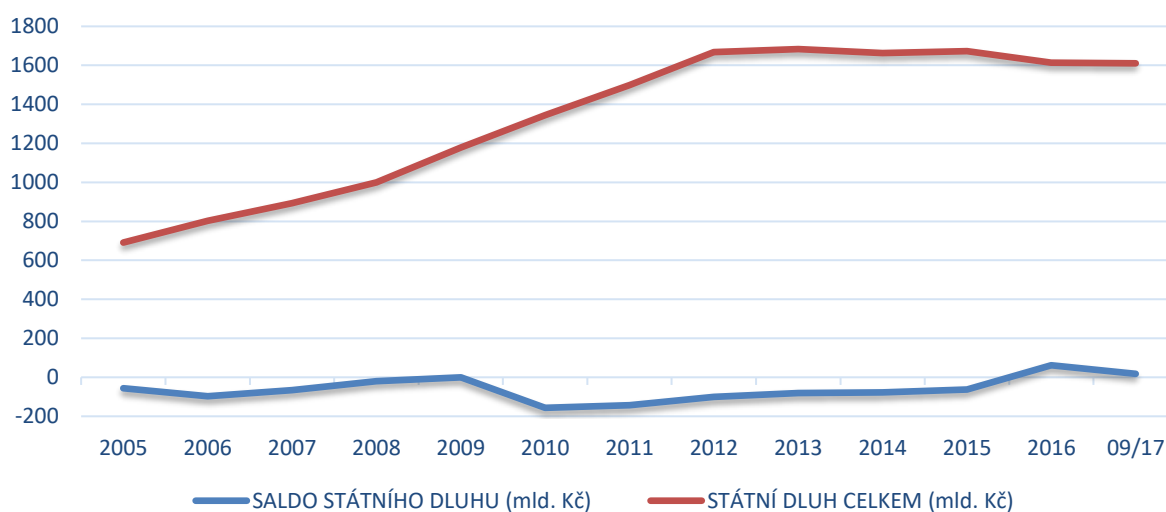
Na obrázku č. 15 je zobrazena podrobnější predikce ČNB reálného HDP, na jejíž základě lze konstatovat meziroční růst reálného HDP ve výši 3,56 % v roce 2017 a

následující předpokládaný meziroční růst ve výši 3,20 % a 3,06 % v letech 2018 a 2019. Růst ekonomiky bude stále pozitivní, i když je predikce v následujících měsících spíše klesajícího charakteru. Růst ekonomiky je vzhledem k chování investorů pozitivní na akciové kurzy, tudíž je možné predikovat i následný růst akciových trhů.

Fiskální politika

Státní rozpočet jako jeden z nástrojů fiskální politiky má na akciový kurz inverzní vztah. Státní rozpočet má dvě strany, a to příjmovou a výdajovou, každá z nich může mít vliv na akciový kurz. V případě zvýšení příjmové strany, nejčastěji formou zvýšení daní, by vzhledem k navýšenému daňovému zatížení došlo k odčerpání volných prostředků pro investování u investorů, a tudíž by došlo k poklesu poptávky na akciových trzích. Naopak v případě podpoření výdajové strany (případně vládní zakázky, výzkumy či dotace) by mohlo dojít k růstu akciových kurzů, pokud by vynaložené výdaje považovali investoři jako efektivní.

Obr. 16 Vývoj státního dluhu a salda státního dluhu



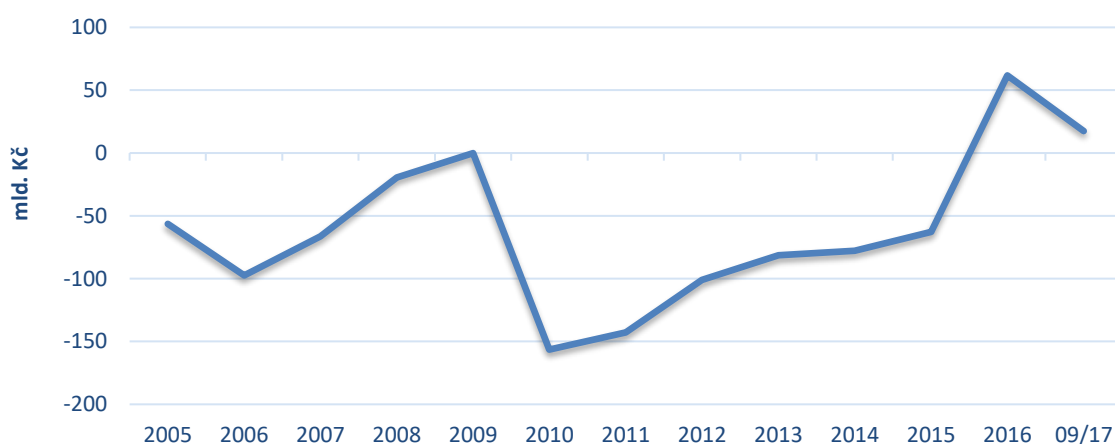
Zdroj: zpracováno podle MFČR (2017)

Na obrázku č. 16 je vyobrazen postupný vývoj státního dluhu a salda státního dluhu od roku 2005 do září roku 2017.

Od roku 2016 dosahuje poprvé od roku 1996 saldo státního rozpočtu přebytku. Přebytek státního rozpočtu byl vytvořen nejen díky úspoře výdajů státního rozpočtu, této úspory bylo dosaženo prostřednictvím nízké úrokové sazby a nižších než

plánovaných provozních výdajů, ale také díky řadě faktorů, které ovlivnily i státní rozpočet na straně příjmové. Příjmy státního rozpočtu byly vyšší díky efektivnějšímu výběru daní a rostoucímu ekonomickému růstu a zaměstnanosti. V neposlední řadě měly velký vliv na přebytek i prostředky přijaté z EU.

Obr.17 Saldo státního dluhu (mld. Kč)



Zdroj: zpracováno podle MFČR (2017)

Na obrázku č. 17 je podrobněji vyobrazen vývoj salda státního dluhu. V roce 2016 je na obrázku vidět již zmiňovaný přebytek. V roce 2017 byl plánovaný schodkový rozpočet ve výši 60 mld. Kč, ale od začátku roku až do konce září MFČR vykazuje přebytek státního hospodaření ve výši 17,4 mld. Kč. Dle aktualizované strategie financování a řízení státního dluhu je plánována na druhé pololetí 2017 emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu ve výši 50 mld. Kč (MFČR, 2017).

Státní dluhopisy pro investory představují výhodnou investici, jelikož s sebou nesou nízké riziko. Takovéto dluhopisy mohou ovlivnit investory v rozhodování o uložení dočasně volných prostředků na dluhopisový trh. V důsledku těchto dluhopisů tedy může dojít ke snížení cen akcií, a tedy i k poklesu akciového trhu.

5.3. Zhodnocení globální fundamentální analýzy

Výsledkem globální fundamentální analýzy jsou dopady jednotlivých makroekonomických ukazatelů, které lze nepřímo použít k možné prognóze akciových trhů. Na základě provedené fundamentální globální analýzy provedené pomocí makroekonomických ukazatelů (2T repo sazba, PRIBOR, reálný výstup – HDP, inflace, peněžní nabídka, saldo státního rozpočtu) nelze určit jednoznačný budoucí vývoj akciových kurzů, neboť by v analýze musely být prozkoumané i další veličiny jako jsou například: pohyby devizového kurzu či pohyb zahraničního kapitálu.

Tab. 15 Zhodnocení globální fundamentální analýzy

Makroekonomický ukazatel	Současný stav ukazatele	Dopad
Úroková míra	Růst	Negativní
Inflace	Růst	Negativní
Peněžní zásoba	Pokles	Negativní
Reálný výstup ekonomiky	Slabší růst	Pozitivní
Fiskální politika	Emise dluhopisů	Negativní

Zdroj: Vlastní zpracování dle výchozí analýzy

V tabulce č. 15 jsou shrnuty dopady jednotlivých makroekonomických ukazatelů a jejich současný stav. Rostoucí úrokové sazby jsou reakcí restriktivní měnové politiky na očekávaný růst inflace nad hranici inflačního pásma. S rostoucí úrokovou sazbou klesá peněžní zásoba, která je základem pro investiční rozhodování. Ekonomika přestala být skrze úrokové sazby (2T repo sazby) stimulována k růstu, což může mít do budoucna následek na meziroční růst reálného výstupu ekonomiky a investiční prostředí. Reálný výstup ekonomiky má dle prognózy ČNB stále růst, ale meziroční tempo růstu má být nižší než v minulosti. Fiskální politika může skrze plánovanou emisi státních dluhopisů přetahovat investory z akciových trhů. Na základě predikovaných informací lze odvodit, že by mohlo dojít k menšímu poklesu cen na kurzu kapitálových trzích, a to z i navzdory stálému růstu ekonomiky a inflaci blížící se k 2 %.

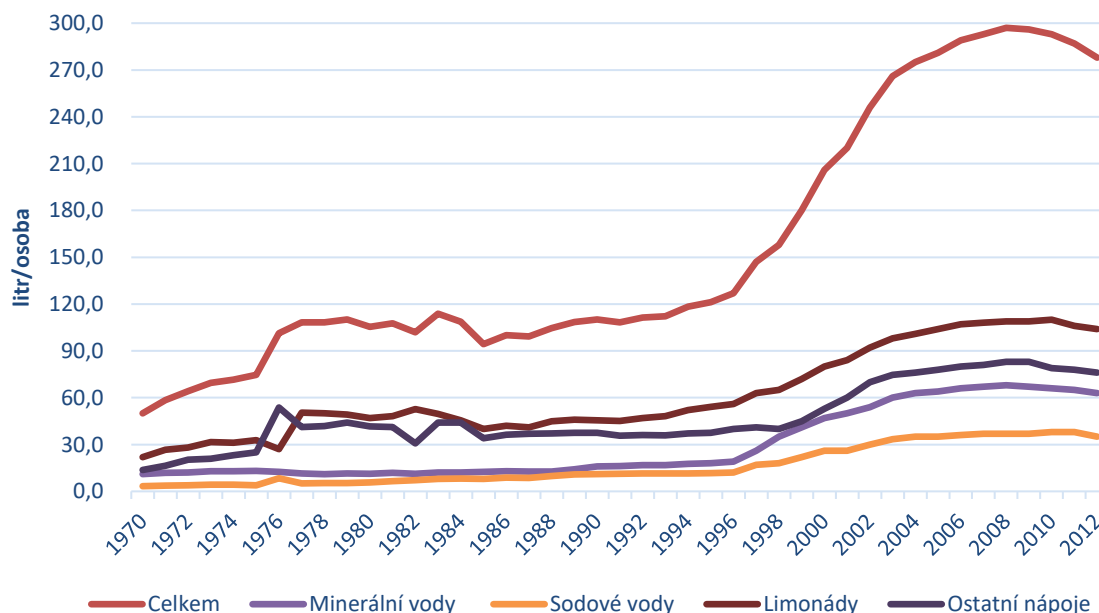
5.4. Odvětvová fundamentální analýza

Další úroveň fundamentální analýzy je odvětvová analýza, jejímž cílem je prozkoumat odvětví trhu kde společnost působí. Víze společnosti Kofola ČS je být československou jedničkou v gastro. Kofola ČS je výrobcem a distributorem nealkoholických nápojů, a proto je poptávka po jejich výrobcích nepřímo závislá na počasí. Faktor počasí bude v této práci zohledněn jako jeden z hlavních ukazatelů ovlivňující tržby společnosti. V rámci odvětvové fundamentální analýzy bude zkoumán vliv jednotlivých faktorů (jako jsou životní cyklus odvětví, citlivost odvětví na hospodářský cyklus, tržní strukturu odvětví a roli regulačních orgánů) na vývoj akciového kurzu, zisků a tržeb.

Životní cyklus odvětví

V jednotlivých fázích životního cyklu odvětví je dosahován odlišný vývoj tržeb, zisků i akciových kurzů. Je vhodné na počátku analýzy určit, ve které fázi se dané odvětví aktuálně nachází.

Obr. 18 Historický vývoj spotřeby nealkoholických nápojů

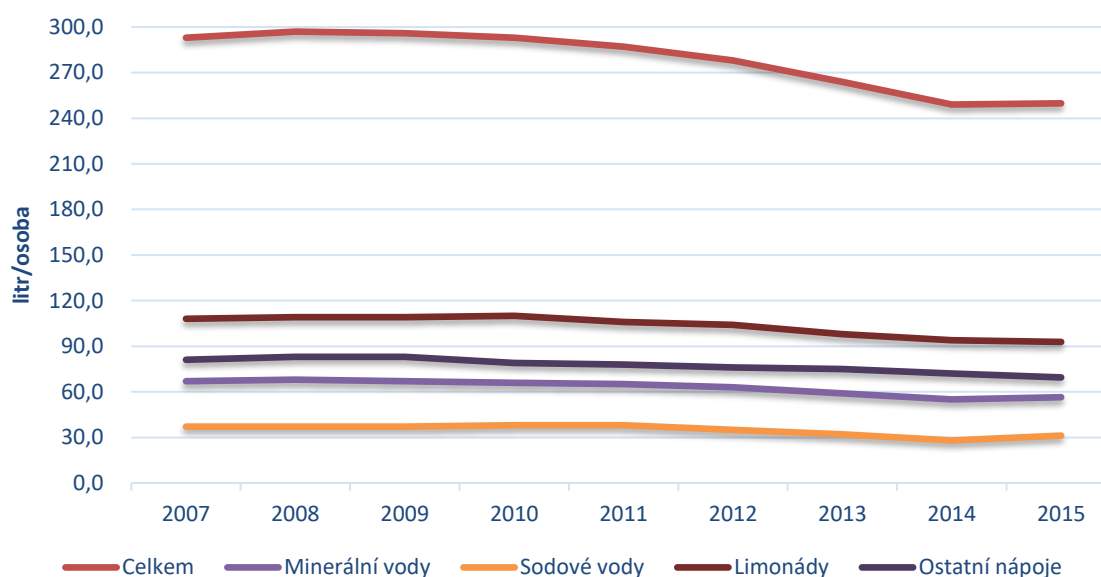


Zdroj: zpracováno podle ČSÚ (2017)

Na obrázku č. 18 je zobrazen vývoj spotřeby nealkoholických nápojů v počtech litrů na osobu od roku 1970. Z obrázku lze odvodit, že životní cyklus odvětví se nachází v tzv. fázi stabilizace. Fáze stabilizace je poslední fází životního cyklu odvětví. V

této fázi je pro podnik typickým znakem vysoká stabilita zisků, tržeb a akciových kurzů. V odvětví působí silné stabilní firmy s rozhodujícím postavením na trhu. V této fázi ceny produkce začínají klesat, zároveň může dojít i k začínajícímu poklesu či stagnaci zisku, a tedy i k poklesu akciových kurzů a vnitřní hodnoty. Odvětví se do fáze stabilizace začalo postupně dostávat od roku 2008. V úvodu kapitoly bylo uvedeno, že vznik společnosti Kofola ČS se datuje na počátku 90. let 20. století, tudíž detailnější vyobrazení je na obrázku č. 19.

Obr. 19 Podrobnější vývoj spotřeby nealkoholických nápojů



Zdroj: zpracováno podle ČSÚ (2017)

Obrázek č. 19 potvrzuje fázi stabilizace odvětví. Spotřeba minerálních vod a nealkoholických nápojů postupně klesá. Od roku 2015 začíná spotřeba mírně růst, což může být důsledkem zmiňovaného faktoru počasí a změněná preference spotřebitelů. Klesající charakter, který byl zaznamenán od roku 2008 do roku 2015, mohl být způsoben nejen stabilizační fází odvětví, ale i rostoucí snahy spotřebitelů o zdravý životní styl. Celková spotřeba minerálních vod a nealkoholických nápojů od roku 2015 začala opět velmi mírně růst i navzdory stále rostoucí preference obyčejné vody z vodovodu. Dalším zmíněným faktorem ovlivňujícím spotřebu nealkoholických nápojů je zmíněné počasí. V roce 2015 bylo léto výjimečně teplé a doprovázeno i tropickými dny. Takovéto počasí má pozitivní vliv na trh a spotřebu nápojů obecně, což odráží i meziroční posílení společnosti Kofola ČS na domácím

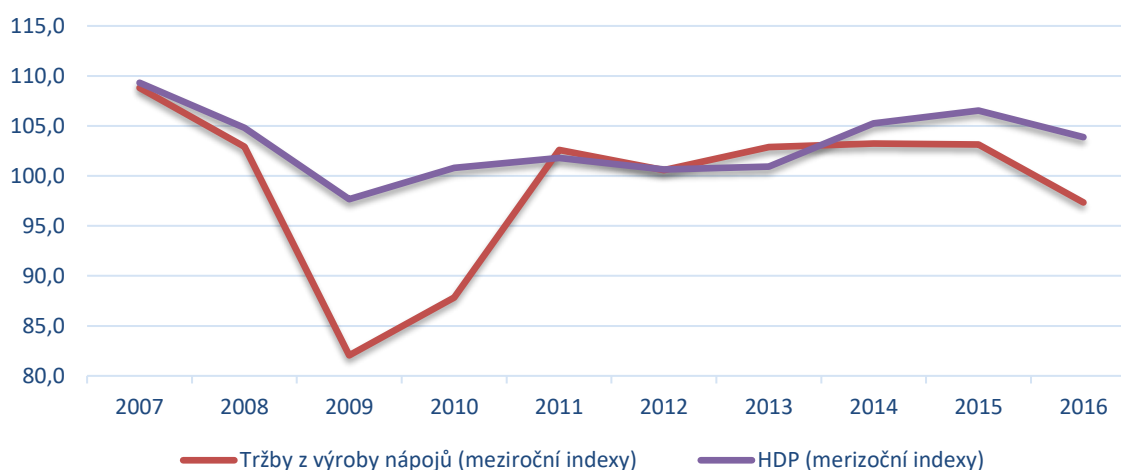
trhu o 7 %. Odvětví je ale i tak nadále ve fázi stabilizace (stagnace), a tudíž musí reagovat na současný trend zdravého životního stylu, což se Kofole ČS daří především skrze sortiment značky UGO (viz. portfolio společnosti).

Citlivost odvětví na hospodářský cyklus

Odvětví lze obecně rozdělit do tří skupin, podle toho jako moc jsou citlivé tržby, zisky a akciové kurzy odvětví na průběh hospodářského cyklu. Jedním ze způsobů měření citlivosti odvětví na hospodářský cyklus je porovnání hospodaření odvětví a reálného výstupu ekonomiky – HDP jako ukazatel hospodářského cyklu.

Vzhledem k obtížné dostupnosti dat, je zvolený výstup na obrázku č. 20 vytvořen hodnotami meziročních indexů tržeb z výroby nápojů (CZ-NACE) a meziročních indexů HDP.

Obr. 20 Vývoj tržeb z výroby nápojů a ukazatele růstu ekonomiky (HDP)



Zdroj: zpracováno podle ČSÚ (2017)

Na obrázku č. 20 je zobrazen vývoj obou sledovaných veličin, na tomto základě je možné zařadit odvětví do skupiny tzv. neutrální odvětví. Neutrálním odvětvím je nejen vzhledem k charakteru odvětví, ale i nemožnosti identifikace silnější vazby tržeb a zisků na jednotlivé fáze hospodářského cyklu. Informace o tržbách z výroby nápojů zahrnují kromě informací o nealkoholických nápojích a minerálních vodách, obsahují i informace o alkoholických nápojích (pivo, víno, lihoviny). Vzhledem k zobecněným informacím se nelze stoprocentně opírat o vyobrazenou citlivost. V následující tabulce č. 16 je uvedena číselně vyjádřená predikce vývoje tržeb

nealkoholických nápojů v milionech litrů a v milionech korun českých. V této tabulce jsou uvedena data od předního světového nezávislého poskytovatele strategického průzkumu trhu.

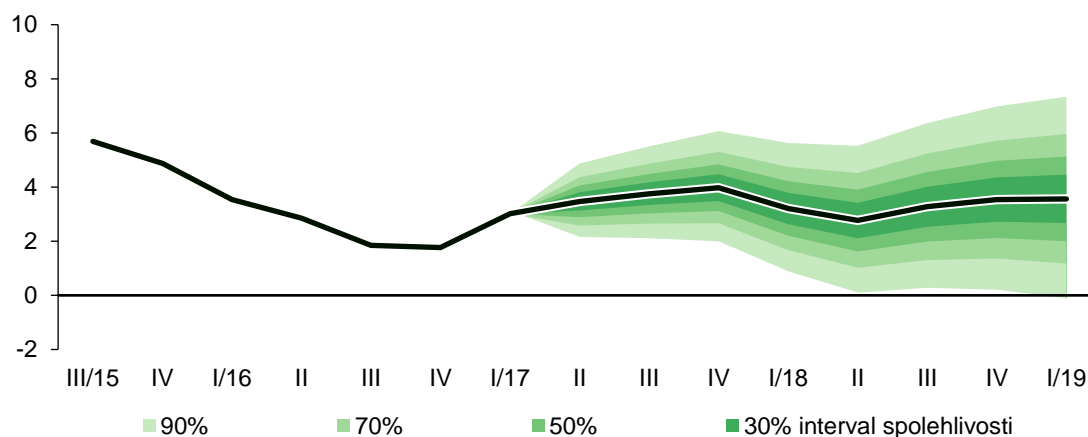
Tab. 16 Predikce vývoje tržeb nealkoholických nápojů v ČR

Rok	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby (mil. litrů)	2 263	2 289	2 317	2 349	2 387	2 422
Tržby (mil. Kč)	42 335	43 103	43 983	45 002	46 177	47 351

Zdroj: zpracováno podle Euromonitor (2017)

V tabulce jsou sumy tržeb z prodeje výrobků v obchodech v balení, tedy mimo restaurace, kavárny, hotely, občerstvení (retail) a z tržeb prodejních kanálů, jako jsou hotely, restaurace a kavárny (HoReCa).

Obr. 21 Prognóza ČNB o vývoji HDP



Zdroj: ČNB, 2017

Pokud porovnáme stále rostoucí predikovaný trend tržeb z odvětví z tabulky č. 16 s obrázkem č. 21, který zobrazuje predikci ČNB o vývoji HDP, pak lze potvrdit, že citlivost daného odvětví na hospodářský cyklus je opravdu neutrální. Rostoucí predikovaný trend z tržeb v odvětví lze odůvodnit již zmiňovaným faktorem počasí. Průměrná teplota v ČR v letních měsících stále stoupá. V roce 2017 byla průměrná teplota v letních měsících 18,5 °C. V porovnání s dlouhodobým normálem teploty vzduchu (1981-2010) bylo o necelé 2 °C více. Maximální hodnoty v letních dnech dosahují v průměru až okolo 35 °C. V této souvislosti lze tedy předpokládat i nadále pozitivní vývoj tržeb a akciových kurzů v odvětví s nealkoholickými nápoji.

Tržní struktura odvětví

Způsoby, kterými se vyvíjí tržby, zisky firem i akciové kurzy jsou ovlivňovány, mimo již zmíněné faktory, i strukturou odvětví. Cílem v rámci odvětvové analýzy je určit jaká je struktura daného odvětví, neboť i ta pak může mít vliv na výchozí model ocenění akcie či metodu zpracování vstupních dat (Veselá, 2007). Při analýze odvětví je nutné zohlednit faktory konkurence, cenové tvorby, překážky na trhu a charakter vyráběných produktů. Na základě těchto faktorů je možné identifikovat tržní strukturu odvětví (monopol, oligopol, dokonalá a nedokonalá konkurence), ve které se nachází společnost Kofola ČR.

Analýza konkurence

Na českém trhu výroby a distribuce nealkoholických nápojů je společnost Kofola, a.s., Krnov (dále jen Kofola), nejznámějším českým výrobcem. Tabulka č. 17 popisuje největší vedoucí společnosti na trhu, včetně jejich odhadovaného tržního podílu v segmentech retailu a HoReCa.

Tab. 17 Analýza konkurence

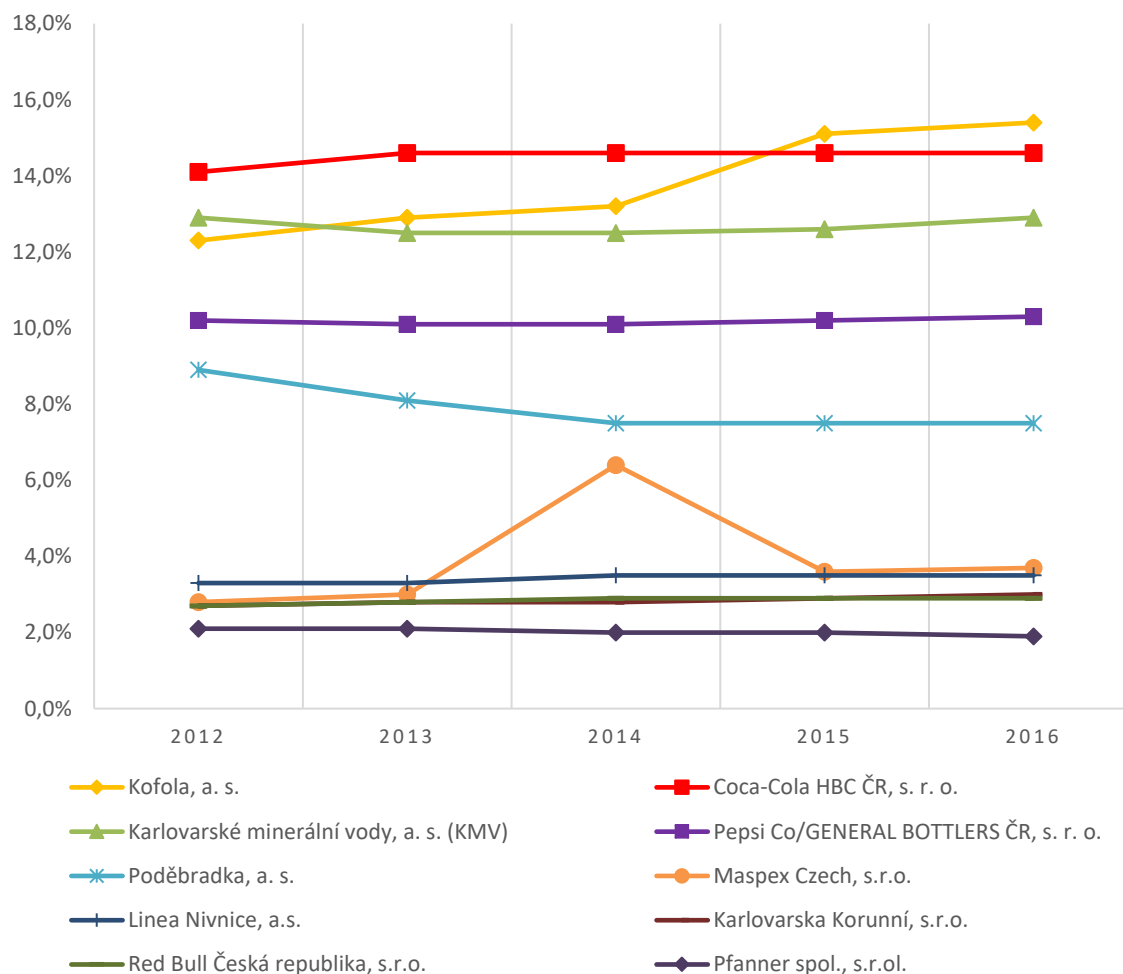
Nealkoholické nápoje a minerální vody			
Pořadí	Společnost	Odhadovaný tržní podíl	
		On-trade	Off-trade
1.	Coca-Cola HBC ČR, s. r. o.	13-14 %	44 %
2.	Kofola, a. s., Krnov	13-14 %	24 %
3.	Pepsi Co/GENERAL BOTTLERS ČR, s. r. o.	13-14 %	10 %
4.	Karlovarské minerální vody, a. s. (KMV)	13-14 %	10 %

Zdroj: Vlastní zpracování dle analýzy doporučení Kofola ČeskoSlovensko

I když Kofola je považována za nejznámějšího českého výrobce, na trhu se nachází na druhém místě. Mezi další konkurenty patří také společnosti Poděbradka, a. s., a Hanácká kyselka, s. r. o., které společnosti konkurují v produkci minerálních vod.

Nejsilnějšími konkurenty jsou společnosti Coca-Cola, Karlovarské minerální vody (dále jen KMV) a Pepsi. Tyto společnosti mají jednak dobré postavení na trhu z pohledu finanční stránky, podílu na trhu i z hlediska marketingového. Všechny společnosti jsou veřejnosti v ČR dobře známé a produkty oblíbené. Na obrázku č. 22 jsou představeny tržní podíly v procentuálním vyjádření na českém trhu.

Obr. 22 Vývoj podílu firem na českém trhu výroby a distribuce nealkoholických nápojů



Zdroj: zpracováno podle Euromonitor (2017)

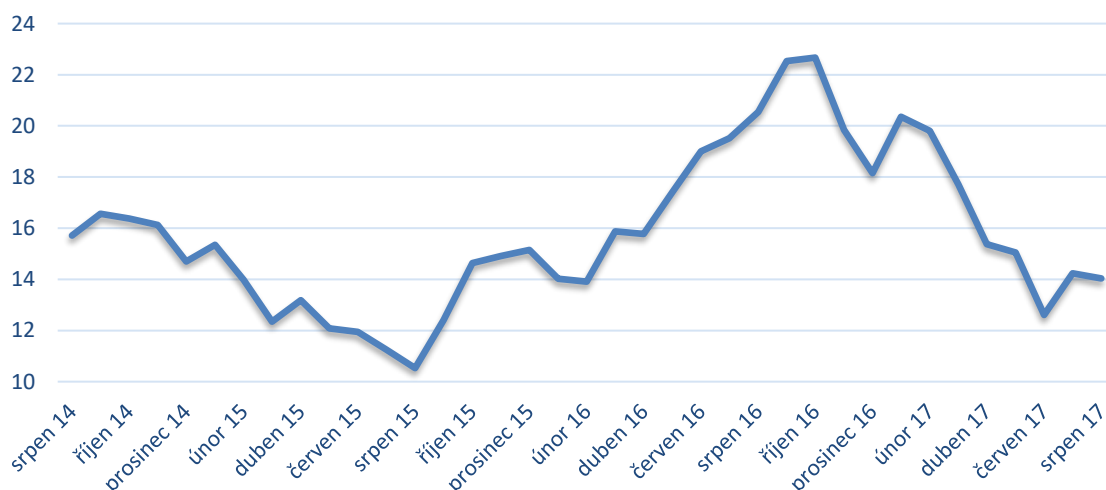
Z obrázku č. 22 je vidět rostoucí trend tržního podílu společnosti Kofola na českém trhu. Vzhledem k množství firem, které se v odvětví nacházejí, a vstupním bariérám lze stanovit, že se jedná o odvětví s oligopolní tržní strukturou. Vzhledem k velmi silné konkurenci jsou bariéry vstupu do odvětví především v podobě vysokých počátečních nákladů do technologie, inovace stávajících výrobků a marketingu. Jelikož je samo odvětví ve fázi stabilizace, tak i u současných vládnoucích tržních

gigantů, jsou náklady, ať už do marketingu nebo inovací produktů, stále významnými složkami. Mezi nejúspěšnější marketingové kampaně Kofoly patří kampaň s divokým prasetem, kterou nedávno vystřídal šišlající kontroverzí pes. Co se týče nákladů na inovací Kofoly, jsou vynakládány do rozvoje nejen samotného reprezentativního stejnojmenného nápoje, ale i do fresh nápojů, které v současné době vzrůstají na oblibě. Vzrůstající spotřebitelský trend v podobě zdravého životního stylu se odráží v současných investičních projektech Kofoly na rozšiřování sítě UGO fresh barů se šťávami a saláty. Mezi další významné investice společnosti Kofola patří přímá distribuce na českém trhu pro segment HoReCa. Cílem přímé distribuce je stejně jako na Slovensku, kde takovýto způsob distribuce funguje od roku 2009, vytvoření efektivnějšího a užšího kontaktu se zákazníky. Tyto investiční projekty by měly být postupně dokončovány v letech 2017-2018.

Dodavatelé

Nejen spotřebitelé vyvolávají tlak na ceny, prostřednictvím kupovaných objemů produktů v rámci konkurenčního prostředí, ale i dodavatelé hrají významnou roli v cenové strategii firem.

Obr. 23 Vývoj ceny cukru (USc/libra)



Zdroj: zpracováno podle Peníze (2017)

Vzhledem k vyspělosti a tržní struktuře odvětví firmy vyrábí substituční výrobky. Mezi jednu z nejdůležitějších dodávaných surovin v odvětví je cukr. Cena cukru hraje tedy významnou roli v cenách všech výrobců v odvětví a je tedy důležitým

faktorem. Cukr je pro Kofolu z nákladového hlediska významnou položkou (37 % materiálových nákladů, resp. Cca 17 % celkových provozních nákladů). Společnost Kofola sjednává roční kontrakty na dodávku cukru. Vzhledem k vývoji cen cukru v roce 2016, předpokládala Kofola i rostoucí vývoj ceny cukru v roce 2017. I když byl původní předpoklad ohledně ceny růstu spíše negativní, tak ceny cukru v roce 2017 postupně klesají, což je vidět na obrázku č. 23. V daném odvětví se očekávaly vyšší náklady na cukr, tyto vyšší náklady by měly negativní dopad především na český a slovenský trh. Na těchto trzích mají největší zastoupení produkty s vyšším obsahem cukru jako je nápoj Kofola. Ceny cukru předčily očekávání odvětví a klesají, což je výsledkem linearizace trhu s cukrem v EU. V říjnu v roce 2017 došlo ke zrušení kvót na výrobu cukru, minimálních cen cukrové řepy a vývozu cukru mimo území EU. Výrobcům cukru skončí diktát ze strany EU. Výrobci očekávají nárůst své produkce a ceny cukru budou s klesajícím trendem nižší než v roce 2016. Vývoj ceny cukru jako komodity pro odvětví bude mít pozitivní dopad do hospodaření společností v něm působících. Vzhledem k odvětví to platí především pro významné hráče na trhu, kterými jsou Coca-Cola a Pepsi, konkurující Kofole z hlediska portfolia produktů především substitučními produkty limonádového typu (Kofola, Jupí, Top Topic, Vinea).

Role regulatorních orgánů

Regulační opatření se vyskytují téměř v každém odvětví ekonomiky. Tyto regulace mohou ovlivňovat vývoj zisků a akciových kurzů v odvětví. V odvětví výroby nealkoholických nápojů a minerálních vod musí podléhat hygienickým normám a pravidlům, které chrání spotřebitele před zdravotní újmou. Kvalitu vody, čistotu prostředí ve výrobě a další faktory, které mají roli ve výrobním procesu kontroluje Státní zemědělská a potravinářská inspekce (SZPI). V odvětví je také důležitá ekologie, ta má určenou legislativu ohledně plastových obalů.

V současné době platí zákon č. 180/2016 Sb., kterým se mění zákon č. 110/1997 Sb., o potravinách a tabákových výrobcích a o změně a doplnění některých souvisejících zákonů, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony. Vzhledem k členství ČR v EU se na ČR vztahují i další nařízení. Nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 178/2002 ze dne 28. ledna 2002, kterým se stanoví obecné zásady a požadavky potravinového práva, zřizuje se Evropský úřad pro bezpečnost potravin a stanoví postupy týkající se bezpečnosti potravin.

Odvětví není nějak přísně regulováno prostřednictvím různých licencí, cenotvorbou nebo preferencí ze strany vlády a podobně. Výše zmíněné zákony slouží pro stanovení základních pravidel hospodářské soutěže, skrze které se regulační orgány snaží chránit konečného spotřebitele.

5.5. Zhodnocení odvětvové analýzy

V odvětvové analýze bylo zkoumané odvětví výroby a distribuce nealkoholických nápojů a minerálních vod na českém trhu, zkoumaná fáze životního cyklu odvětví, citlivost odvětví na hospodářský cyklus odvětví, tržní strukturu odvětví a regulace odvětví.

Zkoumané odvětví se nachází ve fázi stabilizace. Poptávky po zkoumaných výrobcích v posledních letech mírně klesá, avšak vzhledem k již zmiňovanému faktoru počasí by tento pokles měl být buď stále minimální, ale spíše by mělo dojít k růstu poptávky. Pokud jedna z vedoucích společností v odvětví neuskuteční zásadní inovaci, která by umožnila oživení odvětví tak, aby prošlo opět třemi fázemi, pak bude odvětví dále doprovázeno trendem stabilizační fáze. Odvětví je ovlivňováno i vzrůstajícím trendem zdraveného životního stylu. Na tento trend, jak již bylo řečeno, reaguje Kofola investicí do podpory výroby 100 % ovocných a zeleninových šťáv pod značkou UGO. I tuto investici lze považovat za možný způsob rozhybání stabilizační fáze. Z odvětvové analýzy byla zjištěna neutrální citlivost odvětví na hospodářském cyklu, neboť vzhledem k vývoji jednotlivých ukazatelů k pohybům hospodářského cyklu nebyl potvrzený vztah. Hospodářská krize sice zasáhla odvětví, ale v porovnání s celkovým dopadem jen velmi mírně. Tržní struktura odvětví je oligopolní, je zastupována několika silnými hráči na trhu. Mezi největší na českém trhu patří Coca-Cola, Kofola, Pepsi a KMV. Odvětví je charakterizováno bariérami vstupu do odvětví v podobě vysokých vstupních nákladů (technologie, marketingové náklady) a kapitálové náročnosti. S ohledem na charakter produktů společnosti Kofola ČS ale i jejich konkurentů je značkovost produkce tím nejvýznamnějším faktorem tvorby hodnoty. Role regulačních orgánů v odvětví neovlivňuje vývoj zisků, tržeb a akciových kurzů. Regulace slouží k obecné ochraně spotřebitele před nečestnými praktikami firem na trhu. Výsledkem fundamentální odvětvové analýzy je spíše neutrální vztah odvětví výroby a distribuce nealkoholických nápojů a minerálních vod na vývoj tržeb, zisku a akciových kurzů.

5.6. Firemní fundamentální analýza

Poslední úrovní fundamentální akciové analýzy je firemní fundamentální analýza, jejímž cílem je nalezení vnitřní hodnoty akcie. Vnitřní hodnota akcie je porovnávána s aktuálním kurzem na trhu a na základě toho lze usoudit, zda je nadhodnocená, podhodnocená či správně oceněná. Před samotným stanovením vnitřní hodnoty akcie je vhodné znát vstupní parametry ocenění jako je současná cena akcie, míra růstu dividend a zisku včetně očekávané míry výnosu. Neméně důležité je provedení finanční analýzy podniku pro správné pochopení finanční situace podniku.

5.6.1. Vývoj akcií Kofoly ČS

Společnost Kofola ČS dne 1. prosince 2015 nabídla k úpisu v rámci veřejné nabídky 275 000 nově vydaných akcií o nominální hodnotě 100 Kč/ks. Základní kapitál byl navýšen o 27,5 mil. Kč. Upisovací cena těchto nových akcií byla stanovena na 510 Kč/ks, což představuje celkem hrubé výnosy ve výši 140 250 tis. Kč.

Tab. 18 Struktura akcionářů skupiny Kofola ČS

Struktura akcionářů Skupiny	Počet akcií (ks)	Podíl (%)
KSM Investment S.A.	11 321 383	50,78 %
CED GROUP S. a r.l.	8 311 196	37,28 %
René Musila	581 231	2,61 %
Tomáš Jendřejek	581 190	2,61 %
Ostatní	1 500 000	6,72 %
Celkový počet akcií	22 295 000	100,00 %

Zdroj: Výroční zpráva společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. za rok 2015

V tabulce č. 18 je vyobrazena struktura akcionářů, která odpovídala stavu v roce 2015. Majoritní podíl v roce 2015, ale i v roce 2014, kdy mateřskou společností skupiny Kofola byla společnost Kofola S.A. držela společnost KSM Investment S.A., která byla majoritním akcionářem do června roku 2017. Po úspěšné veřejné nabídce se s akciemi začalo obchodovat dne 2. prosince 2015 na pražské burze a dne 9. prosince 2015 na varšavské burze. Základní kapitál společnosti byl plně splacen.

K 31. prosinci 2016 tvořilo 22 295 000 běžně upsaných akcií o nominální hodnotě 100 Kč/ks základní kapitál Kofoly ČS ve výši 2 229 500 tis. Kč.

Od roku 2015 tržní hodnota akcie na pražské burze postupně klesá. Oproti původní ceně 510 Kč/ks v roce 2015 se k rozhodnému datu ocenění cena akcií pohybuje o zhruba 20 % níž na úrovni 411 Kč/ss.

Obr. 24 Vývoj ceny akcií Kofoly ČS



Zdroj: zpracováno podle PSE (2017)

Na obrázku č. 24 je vyobrazen vývoj otevírací ceny a závěrečného kurzu akcií společnosti Kofoly ČS od uvedení akcii na pražskou burzu (2. 12. 2015) až do rozhodného data ocenění (2. 10. 2017).

Vývoj ceny akcií na obrázku č. 24 doplňuje tabulka č. 19, která reflektuje průměrné hodnoty závěrečného kurzu a celkového objemu v meziročních obdobích.

Tab. 19 Průměrná a současná hodnota závěrečného kurzu

Průměr v období:	Závěrečný kurz (Kč)	Celkový objem v ks
02.12.2015 - 30.12.2015	495	4895
04.01.2016 - 30.12.2016	426	1155
02.01.2017 - 02.10.2017	407	1950
02.10.2017	404	368

Zdroj: zpracováno podle PSE (2017)

Průměrná cena v roce 2015, která byla tvořena prosincovým průměrem byla 495 Kč s průměrným obratem akcií ve výši 4 895 ks.

V roce 2016 průměrná cena akcie dosahovala hodnot ve výši 426 Kč s průměrným ročním obratem 1 155 ks akcií. Rok 2016 byl pro Kofolu ČS méně úspěšný nejen vzhledem k méně teplejšímu počasí v roce 2015, ale především vzhledem k situaci v Polsku. V Polsku proběhla reorganizace výroby, v důsledku nižší výkonnosti na polském trhu. Vedení společnosti Kofoly ČS uzavřela polský závod v Bielsk Podlaski a výrobu přesunula do zbylých dvou závodů v Kutně a Grodzisk Wielkopolski, které zmodernizovala. Kromě Polska měly vliv na vývoj hospodaření podniku, a tedy i výsledně na ceny akcií, i investice do rozšíření UGO barů a investice do přímé distribuce na československém trhu. Tyto vzniklé situace hrály klíčový dopad na meziroční pokles EBITDA.

V roce 2017 dosahuje průměrný závěrečný kurz akcie 407 Kč s průměrným obratem akcií ve výši 1950 Ks. Ve výchozích výpočtech bude současná hodnota rovna závěrečnému kurzu ze dne 30. 9. 2017 ve výši 411 Kč.

5.6.2. Míra růstu dividend a zisku

Míru růstu lze vypočítat několika metodami, které se opírají buď o historickou míru růstu, míru růstu odhadovanou analytiky a o míru růstu vypočítanou pomocí finančních ukazatelů. Kofola ČS je na pražské burze cenných papírů jen krátce, a tudíž vzhledem ke krátkému časovému horizontu nelze stanovit relevantní míru růstu dividend. V tabulce č. 20 je vyobrazen vývoj dividend vyplacených společností Kofola ČS za období působení na pražské burze cenných papírů.

Tab. 20 Vyplacené dividendy společností Kofola ČS

Rok	Dividenda (hrubá)	Valná hromada	ex-date BCPP	ex-date RMS	Datum výplaty
2016	7,00 CZK	23.05.2015	04.11.2016	n/a	05.12.2016
2017	13,50 CZK	21.06.2017	13.06.2017	15.06.2017	21.07.2017

Zdroj: zpracováno podle PSE (2017)

V roce 2016 představenstvo Kofoly ČS rozhodlo o vyplacení části zisku společnosti ve výši 156 065 000 Kč jako zálohy na výplatu podílu na zisku za rok 2016. První dividenda (záloha) byla vyplacena 5. prosince 2016 a to ve výši 7 Kč na jednu dividendu před zdaněním. Celková dividenda ze zisku z roku 2016 a nerozděleného zisku činila 20,50 Kč na akcii, jelikož 21. července byl doplacen zbytek dividend ve výši 13,50 Kč na akcii. Původní dividendová politika Kofoly ČS byla cílena na vyplácení přibližně 30 % z konsolidovaného čistého ročního zisku za podmínky, že výše dividend je omezena výší čistého zisku společnosti Kofola ČS, výší volně rozdělitelného zisku, budoucími zisky, požadavky na peněžní toky, obchodními vyhlídkami společnosti, předpokládanými náklady a výdaji a v neposlední řadě plány na expanzi a investičními plány.

V roce 2017 Kofola ČS zveřejnila ve svých reportech o kvartálních výsledcích novou dividendovou strategii, která zahrnuje i přes očekávání investorů již zmíněnou dividendu ve výši 13,50 Kč. Tato nová strategie se zaměřuje na zvýšení hodnoty akcií z důvodu již zmiňovaného poklesu ceny. Současným cílem Kofoly ČS je vyplatit minimálně 60 % konsolidovaného čistého zisku dosaženého v letech 2017-2020, za předpokladu stejných jako v předchozí strategii, tedy za předpokladu, že

bude k dispozici dostatečný zisk k rozdělení. Z informací zveřejněných společností lze předpokládat, že výše dividend v následujících letech poroste.

V tabulce č. 21 je vyobrazen vývoj čistého zisku skupiny Kofola ČS, který je očištěn o jednorázové vlivy (viz. Příloha č. 2).

Tab. 21 Vývoj čistého zisku skupiny Kofola ČS

	2012	2013	2014	2015	2016
Čistý zisk (v mil. Kč)	184	214	290	374	342
změna r/r	-	16,30 %	35,51 %	28,97 %	- 8,56 %
AP	18,06 %				
GP	16,76 %				

Zdroj: zpracováno podle Kofola (2017)

Pro predikci budoucího vývoje míry zisku je nutné brát na vědomí, že veličiny zisku jsou více kolísavé než veličiny dividend, proto je mnohem obtížnější míru růstu zisku určit. Z ročních procentních změn v tabulce č. 21 jsou hodnoty míry růstu zisku vypočítané pomocí aritmetického průměru (AP) a geometrického průměru (GP). Vypočtené hodnoty se liší o 1,3 %, což může mít vliv na budoucí predikce, avšak aritmetický průměr je obecně citlivější na výskyt extrémních hodnot.

Pro přesnější výpočet růstového ukazatele je možné využít finanční ukazatele, jakou jsou rentability vlastního kapitálu (ROE), výplatní dividendový poměr (p) a podíl zadrženého zisku (b). Výsledkem je udržovací růstový model.

Tab. 22 Udržovací růstový model pro společnost Kofola ČS

$g = b * ROE = (1 - p) * ROE$			
Dividenda (Kč)	7	ČZ (Kč) 2016	245 706 000
Počet akcií (Ks)	22 295 000	Retention ratio (b)	36,48 %
Celkem vyplaceno	156 065 000	Čistý zisk na akcii (EPS)	11,02
ROE	5,02 %	Payout ratio (p)	63,52 %
VK (průměr)	4 894 868 000	Míra růstu (g)	1,83 %

Zdroj: Vlastní zpracování dle Výroční zpráva společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. za rok 2016, 2015 (individuální výkazy)

V tabulce č. 22 jsou vyobrazeny hodnoty potřebné k výpočtu míry růstu dividend. V roce 2016 byla vyplacena zálohová dividenda ve výši 7 Kč na akcii. Celkový počet akcií v emisi je 22 295 000, celkem tedy Kofola ČS vyplatila na dividendách v roce

2016 částku 156 065 000 Kč. V roce 2017 byla v červenci vyplacena zbývající dividendy ve výši 13,50 Kč na akcii. Podíl zadrženého čistého zisku na úrovni společnosti (retention ratio) je 36,48 % a podíl vyplaceného čistého zisku neboli výplatní poměr (payout ratio) je 63,52 %. Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) je vypočítána jako rentabilita v poměru k průměrnému vlastnímu kapitálu, jelikož tento ukazatel zohledňuje vývoj změny vlastního kapitálu. Hodnota tohoto ukazatele byla stanovena ve výši 5,02 % a jako taková hodně ovlivňuje míru růstu (g). Pokud bychom počítali míru růstu (g) s hodnotami z konsolidované účetní závěrky, pak by výsledná hodnota tempa růstu (g) byla nerelevantní k výpočtům vnitřní hodnoty akcie i k samotné logice ke vztahu s požadovanou výnosovou mírou.

Na základě zjištěných hodnot lze vypočítat míru růstu dividend, která po dosazení do vzorce v tabulce č. 21 je rovna 1,83 %. Dosažená hodnota $g = 1,83\%$ je z výchozích výpočtů nejvíce relevantní vzhledem ke krátké existenci společnosti na trhu, a tudíž je tato hodnota používána i v dalších výpočtech pro stanovení vnitřní hodnoty akcie.

5.6.3. Požadovaná míra výnosu

Pro stanovení požadované výnosové míry investora lze použít jeden z nejvýznamnějších a nejvyužívanějších modelů pro oceňování kapitálových aktiv model CAPM. Model CAPM (capital asset pricing model) vyjadřuje vztah mezi systematickým nediverzifikovatelným rizikem a výnosem portfolia (nebo akcie). V tabulce č. 23 je vyobrazen výpočet požadované výnosové míry.

Tab. 23 Model CAPM

CAPM model: $E(k) = R_f + \beta \cdot (r_m - R_f)$		
Očekávaná výnosová míra	E(k)	4,77 %
Bezriziková výnosová míra	R _f	1,45 %
Beta faktor akcie	β	0,71
Tržní výnosová míra (RPKT)	r _m	6,13 %

Zdroj: zpracováno podle Damodaran (2017)

Výše bezrizikové výnosové míry (R_f) je stanovena na základě výnosu koše státních dluhopisů s průměrnou zbytkovou splatností 10 let, a to na hodnotu 1,45 % z hodnot pro období 10/2017. Hodnota tržní výnosové míry (také jako RPKT – riziková premie

kapitálového trhu) je vzata z dat, které jsou k dispozici z dat dostupných dle Damodarana pro ČR ve výši 6,13 %. Z dat od Damodarana je vzata i hodnota beta faktoru pro odvětví Beverage (Soft) 01/2017. Výsledná hodnota požadované výnosové míry investorem je stanovena z výchozího vzorce v hodnotě 4,77 %. Tato hodnota bude použita v rámci výpočtu vnitřní hodnoty akcie spolu s výše zmíněnou mírou růstu.

5.6.4. Finanční analýza

Finanční analýza podniku informuje o finanční stabilitě podniku. Informace dosažené z finanční analýzy slouží jak externím, tak i interním uživatelům pro investiční a jiná rozhodování. Finanční analýzy vychází z účetních výkazů, kterými jsou rozvaha, výsledovka a cash flow. Finanční analýza podniku je vypočítaná na základě poměrových ukazatelů, které se dělí dle svého charakteru do různých skupin. Těmito skupinami jsou rentabilita, aktivita, likvidita, zadluženost a ukazatele kapitálového trhu.

Analýza rentability

Rentabilita popisuje schopnost podniku dosahovat zisku použitím vloženého kapitálu a vytvářet nové zdroje. Skupinu ukazatelů rentability, lze také označit jako ukazatele návratnosti či výkonnosti. Pro investory je rentabilita důležitá, jelikož se o její výsledky sami opírají při svých investičních rozhodnutích. V následující analýze rentability budou použity poměrové ukazatele rentability vlastního kapitálu (ROE), celkového vloženého kapitálu (ROA), tržeb (ROS) a finanční páka.

Tab. 24 Analýza rentability podniku

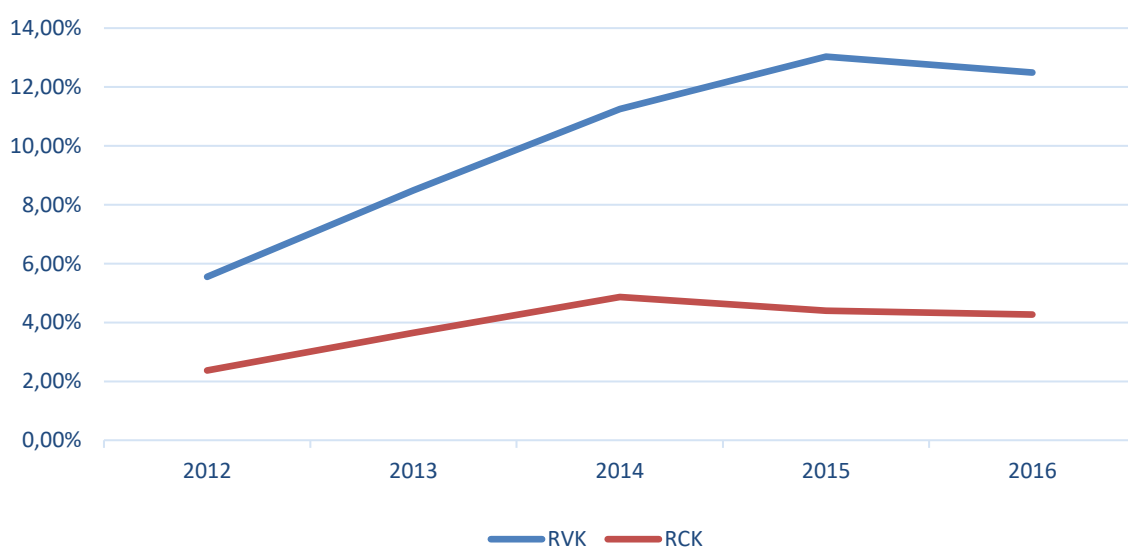
	2014	2015	2016
ROE	11,26 %	13,08 %	12,49 %
RCK (ROA)	7,36 %	6,56 %	6,56 %
ROS (provozní zisková marže)	69,92 Kč	77,80 Kč	75,20 Kč
Finanční páka	1,95	2,54	2,49

Zdroj: Vlastní zpracování na základě zveřejněných výročních zpráv Kofola ČeskoSlovensko a.s.

Z tabulky č. 24 jsou vyobrazeny vypočítané hodnoty ukazatelů rentability. Rentabilita vlastního kapitálu a celkového vloženého kapitálu je vzhledem k dosaženým hodnotám ohodnocená jako dobrá. Rentabilita vlastního kapitálu

znamená pro investory fakt, že na jednu korunu investovaného zisku připadá 0,1249 Kč dosaženého zisku. Rentabilita celkového kapitálu odpovídá na otázku, jaká část zisku byla vygenerována z kapitálu vloženého investory neboli vyjadřuje výnosnost aktiv. V případě Kofoly ČS připadá 6,56 % zisku z kapitálu vloženého investory do podnikání. Na obrázku č. 25 je vyobrazen vývoj ukazatelů ROE a ROA v delším časovém horizontu.

Obr. 25 Vývoj rentability



Zdroj: Vlastní zpracování na základě zveřejněných výročních zpráv Kofola ČeskoSlovensko a.s.

Ukazatel rentability tržeb (ROS) neboli provozní zisková marže vyšla v rozmezí od 69,92 Kč do 75,20 Kč, tyto hodnoty lze interpretovat tak, že podnik na 1 Kč tržeb dokázal vyprodukovat v roce 2016 75,20 Kč zisku. Vzhledem k analýze rentability je vhodné vypočítat i hodnotu finanční páky, neboť tato hodnota vypovídá o tom, jak podnik využívá cizí zdroje. Přesněji finanční páka určuje, zda mají cizí zdroje pozitivní nebo negativní vliv na investory sledovaný ukazatel rentability vlastního kapitálu. Hodnota finanční páky by měla být vyšší než jedna, což vzhledem k hodnotám uvedeným v tabulce č. 22 Kofola ČS splňuje. Finanční páka má v případě Kofoly ČS pozitivní vliv na ROE, a tudíž podnik vhodně používá cizí kapitál. Pokles v roce 2016 oproti roku 2015 lze odůvodnit nadprůměrným výsledkem dosaženým v roce 2015.

Ukazatelé aktivity

Ukazatelé aktivity vypovídají o efektivitě firmy v hospodaření s aktivy, lépe řečeno vypovídají o tom, jak dlouho jsou v aktivech vázány finanční prostředky. Pokud by podnik vlastnil málo aktiv, mohl by přicházet o možné tržby a nevyužívat tak plně svůj potenciál. Na druhou stranu, pokud by podnik měl aktiv přebytek, je taková situace pro podnik taktéž neefektivní, neboť s takto přebytečnými aktivy jsou spojené zbytečné náklady. V analýze aktivity podniku Kofola ČS jsou zkoumány ukazatelé nejen z pohledu doby splatnosti pohledávek, závazků a s tím spojeného obchodního deficitu, ale také ukazatelé obratu celkových dlouhodobých aktiv. V tabulce č. 25 jsou vyobrazeny hodnoty jednotlivých ukazatelů aktivity.

Tab. 25 Analýza aktivity podniku

	2014	2015	2016
Doba splatnosti pohledávek z obchodního styku	45,59	42,40	47,51
(včetně OP)	51,95	46,55	51,85
Doba splatnosti závazků z obchodního styku	58,81	62,23	63,32
Obrat celkových aktiv	1,05	0,84	0,87
Obrat dlouhodobých aktiv	2,22	2,04	2,03
Obchodní deficit	-13,21	-19,83	-15,81

Zdroj: Vlastní zpracování na základě zveřejněných výročních zpráv Kofola ČeskoSlovensko a.s.

Doba obratu pohledávek se pohybuje v průměru okolo 45 dní a reflektuje rychlost s jakou společnost dostane zapláceno od svých odběratelů. Vypočtená hodnota by mohla být nižší, avšak je hodnocená jako dobrá. Podnik by mohl dobu obratu pohledávek snížit například zlepšením platební morálky odběratelů. Doba obratu závazků z obchodního styku měří rychlost, s jakou společnost hradí své závazky z obchodního styku. Hodnota tohoto ukazatele se pohybuje v průměru okolo 61 dnů. Tato hodnota není vzhledem k analýze likvidity hodnocená jako špatná, neboť doba obratu závazku zpravidla signalizuje problémy s likviditou firmy. Z doby obratu pohledávek a závazků lze vypočítat obchodní deficit, který vypovídá o tom, zda firma úvěruje své zákazníky, anebo jestli dodavatelé pomáhají financovat provoz podniku. Obchodní deficit se vypočítá jako rozdíl mezi výše zmíněnými veličinami a vyšel záporný, což znamená, že Kofola ČS z části využívá své dodavatele k financování podniku.

Ukazatel obratu celkových aktiv vyjadřuje kolikrát se celková aktiva obrátila do tržeb za rok. Tento ukazatel ovlivňuje rentabilitu vlastního kapitálu v detailnějším rozpadu rentability. Vyjadřuje poměr mezi tržbami a celkovými aktivy firmy. V případě Kofoly ČS tento ukazatel vyšel 0,87, což znamená, že se celková aktiva obrátila do tržeb 0,87krát za hospodářský rok 2016. Ukazatel obratu dlouhodobých aktiv je ukazatelem efektivity, s jakou podnik využívá své budovy, stroje, zařízení a ostatní dlouhodobých aktiv. Pokud by ukazatel dosahoval nízkých hodnot, napovídá by managementu například ke zvýšení tržeb nebo odprodeji aktiv. Některé publikace doporučují tuto hodnotu udržovat okolo průměrné hodnoty 5,1. V případě Kofoly ČS vyšel ukazatel v hodnotě 2,03. Tuto hodnotu lze interpretovat tak, že 1 Kč dlouhodobého hmotného majetku byla vytvořena 2,03 Kč tržeb.

Analýza likvidity

Ukazatelé analýzy likvidity reflektují situaci podniku ve vztahu ke svým krátkodobým závazkům. Vypovídají o schopnosti podniku splácet své závazky. Schopnost splácet závazky se obecně vyjadřuje v solventnosti a likvidnosti podniku. Solventnost obecně představuje schopnost dostát svým závazkům, zatím co likvidnost vyjadřuje určitou míru obtížnosti přeměny majetku do peněžní podoby. V rámci analýzy likvidity byly vyhodnoceny ukazatelé peněžní, pohotové, běžné likvidity a ukazatele čistého pracovního kapitálu (ČPK). Tyto ukazatelé a jejich vypočtené hodnoty jsou vyobrazeny v tabulce č. 26.

Tab. 26 Analýza likvidity podniku

	Stupeň likvidity	2014	2015	2016
Peněžní (okamžitá) likvidita	I.	0,24	0,50	0,38
Pohotová likvidita	II.	0,58	0,75	0,71
Běžná likvidita	III.	0,76	0,87	0,84
Ukazatel ČPK		-565 622	-485 634	-596 038

Zdroj: Vlastní zpracování na základě zveřejněných výročních zpráv Kofola ČeskoSlovensko a.s.

Nejpřísnějším ukazatelem likvidity je ukazatel peněžní (okamžitá) likvidity. Je nejpřísnější z toho důvodu, jelikož reflektuje, jestli je podnik schopný zaplatit své závazky ihned jen za pomoci finančního majetku v podobě hotovosti, peněz na bankovních účtech, šeků nebo v podobě krátkodobých cenných papírů. Obecně by

tato hodnota měla vycházet v rozmezí 0,2 - 0,5 (hodnota 0,2 vychází z pravidla „one to five rule“ tzn. schopnost ihned zaplatit jednu pětinu krátkodobých závazků). V případě Kofoly ČS byla naměřena hodnota 0,38, což znamená že podnik je alespoň z části schopen zaplatit své krátkodobé závazky. Okamžitá likvidita je tedy 38 % a je hodnocena jako dobrá. Druhým stupněm likvidity je pohotová likvidita, která vychází z oběžných aktiv. Ve výpočtu se vylučuje nejméně likvidní část oběžných aktiv, kterými jsou zásoby a nedobytné pohledávky v případě, pokud podnik nějaké má. Pohotová likvidita vyšla v případě Kofoly ČS v hodnotě 0,71. Obecně se doporučená hodnota pohybuje v intervalu 0,7 - 1,0. Vzhledem k doporučené hodnotě se vypočítaná hodnota pro podnik pohybuje na hranici intervalu a je hodnocena jako dobrá. Nízká hodnota intervalu může reflektovat inkasní riziko, avšak příliš velká hodnota ukazatele by mohla vysvětlovat neproduktivní využívání prostředků vložených do firmy. Posledním stupněm likvidity je běžná likvidita, která vysvětluje, kolikrát je podnik schopen uspokojit své krátkodobé věřitele, pokud by proměnil všechnen oběžný majetek k danému okamžiku. V případě Kofoly ČS vyšla hodnota tohoto ukazatele 0,84, což znamená že 1 Kč krátkodobých závazků je kryta 0,84 Kč oběžných aktiv neboli oběžná aktiva pokrývají 84 % krátkodobě splatných úvěrů. Obecně je doporučované pravidlo 2:1 (jednotka krátkodobého závazků je kryta dvěma jednotkami oběžných aktiv).

Posledním ukazatelem v rámci analýzy likvidity je ukazatel pracovního kapitálu, který je s ní úzce spojen, neboť vyjadřuje nepřímo krátkodobou likviditu. Pracovní kapitál lze vypočítat jako rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými závazky a bankovními úvěry. Z výchozí tabulky č. 26 je pracovní kapitál záporný, z čehož lze vyvodit nepoměr mezi krátkodobými závazky a majetkem. Kofola ČS má záporný čistý pracovní kapitál ve výši -596 038 Kč, a právě tuto částku musí podnik vykrývat dlouhodobými zdroji. Z tohoto pohledu je podnik méně likvidní.

Analýza zadluženosti

Ukazatelé zadluženosti popisují podnik z pohledu finanční stability podniku v rámci financování. Za stabilní podnik lze obecně považovat takový, který generuje dostatek zdrojů na dluhovou službu. Ukazatelé zadluženosti počítané v rámci analýzy zadluženosti jsou vyobrazeny v tabulce č. 27, kde jsou spočítána rizika (věřitelské, vlastnické, celkové), úrokové zatížení a zlaté bilanční pravidlo.

Základní podmínkou stability podniku je zlaté bilanční pravidlo, které vyjadřuje rovnováhu majetkové a finanční struktury podniku.

Tab. 27 Analýza zadluženosti podniku

		2014	2016	2015
Ukazatel věřitelského rizika	Celková zadluženost	57 %	66 %	66 %
Ukazatel vlastnického rizika	Koeficient samofinancování	43 %	34 %	34 %
Úrokové zatížení		19 %	19 %	18 %
Zlaté bilanční pravidlo		0,86	0,88	0,90
Ukazatel celkového rizika	Poměr cizího kapitálu k vlastnímu kapitálu	131 %	193 %	197 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě zveřejněných výročních zpráv Kofola ČeskoSlovensko a.s.

V tabulce č. 27 je popsána celková zadluženost podniku. Spolu s koeficientem samofinancování reflektují, z jakých zdrojů je podnik financován. V případě Kofoly ČS je financování zajištěno spíše z cizích zdrojů než vlastních, a to z pohledu věřitelského rizika 65,84 % a z pohledu vlastnického rizika 34,16 %. Obě tyto hodnoty musí ve svém výsledku dosáhnou 100 %. Obecně platí, že s rostoucí hodnotou věřitelského rizika je finanční stabilita podniku nižší. V souvislosti s informací o vyšší zadluženosti podniku je vhodné vypočítat ukazatel celkového rizika. Tento ukazatel vyjadřuje poměr cizího kapitálu k vlastnímu kapitálu. Průměrná hodnota tohoto ukazatele za poslední tři roky dosahuje hodnoty 1,74 neboli 173,66 %. Obecně doporučená hodnota je charakterizovaná do 150 % (pozitivní vývoj). Lze tedy říci, že v rámci analýzy podniku má financování podniku negativní vývoj, jelikož je cizí kapitál vyšší o 74 % než vlastní kapitál. V roce 2016 je poměr cizího kapitálu vůči vlastnímu kapitálu na hranici negativního vývoje.

V rámci finančního řízení by tento poměr neměl překročit 200 %. Dalším ukazatelem zadluženosti podniku je úrokové zatížení, které by nemělo přesáhnout hodnotu 40 %, což v rámci zkoumaného podniku překročeno nebylo.

Ukazatelé kapitálového trhu

Na rozdíl od předchozí skupiny ukazatelů vycházejících z účetních výkazů, ukazatelé kapitálové trhu čerpají informace o akcích mimo účetní výkazy. Ukazatelé kapitálové trhu jsou důležité především pro potencionální investory. Mezi ukazatele kapitálového trhu patří výplatní poměr, dividendový výnos a ziskový výnos. Vypočítané hodnoty ukazatelů kapitálového trhu jsou vyobrazeny v tabulce č. 28 a č. 29.

Tab. 28 Ukazatelé kapitálového trhu I.

Ukazatelé kapitálového trhu	2016
Průměrná tržní cena akcie*	426,41
ČZ 2016	342 091 000
Počet vydaných kmenových akcií	22 295 000
VK	2 739 468 000
Dividenda na akcii*	20,5
Nominální hodnota akcie	100
Poměr tržní ceny akcie k zisku na akcii	27,79
Čistý zisk na akcii (EPS)	15,34
Účetní hodnota akcie (Share Book Value)	122,87
Cena akcie k tržní hodnotě	3,47
Tržní hodnota podniku	9 506 765 985
Dividendový výnos (Dividend Yield)	1,64 %
Ukazatel ziskového výnosu	0,036

Zdroj: Vlastní zpracování na základě zveřejněných výročních zpráv Kofola ČeskoSlovensko a.s.

Potencionální zhodnocení investovaného kapitálu akcionářem udává dividendový výnos. Akcionáři považují za atraktivní, pokud roste tržní cena spolu s dividendou, a tím hodnota dividendového výnosu neklesá. Opačně by tomu tak bylo v případě, kdy by tržní kurz rostl ale dividendy ne. V případě zkoumaného podniku tržní hodnota klesá a dividendy rostou. V roce 2016 byl dividendový výnos stanoven na úrovni 1,64 % (s tržní cenou k rozhodnému datu je dividendový výnos stanoven na 3,28 %). Snahou managementu Kofoly ČS je zvýšit současnou tržní cenu akcie na akciovém trhu, neboť v poslední době upadá.

Dalším ukazatelem kapitálového trhu je ukazatel ziskového výnosu, který je dán poměrem čistého zisku na akcii a tržní cenou akcie. Pro investora je hodnota tohoto ukazatele mírou rentability vloženého kapitálu. V roce 2016 je tato hodnota stanovena ve výši 0,036.

Tab. 29 Ukazatelé kapitálového trhu II.

	2016
Výplatní poměr (Payout Ratio)	45,6 %
Aktivační poměr (Plowback Ratio)	54,4 %
Výplatní poměr k nominální hodnotě akcie	0,07

Zdroj: Vlastní zpracování na základě zveřejněných výročních zpráv Kofola ČeskoSlovensko a.s.

V tabulce č. 29 je vyobrazen výplatní poměr, který je dán poměrem vyplacené dividendy na akcii a čistým ziskem na akcii. Výplatní poměr může dávat akcionářům určitý obraz o dividendové politice podniku. V případě Kofoly ČS byl dividendový výplatní poměr za rok 2016 stanoven ve výši 45,6 %, neboť v roce 2016 byli vyplaceni pouze zálohy na dividendy ve výši 156,05 mil. Kč. V roce 2016 bylo tedy akcionářům vyplaceno 7 Kč na 1 akcii. Převrácenou hodnotou výplatního poměru lze vypočítat aktivační poměr, který podává informace o velikosti zadrženého zisku ve společnosti. Aktivační poměr Kofoly ČS je tedy stanoven na 54,4 %. Oba tyto poměry jsou v součtu rovny nule. V roce 2017 bylo rozhodnuto o výplatě dividend v hodnotě 300,98 mil. Kč, což představuje 13,5 Kč na 1 akcii.

Predikce finanční tísně

V rámci finanční analýzy je vhodné použít modely, které hodnotí podnik jako celek a predikují možnou finanční tíseň. Pro zhodnocení finanční tísně jsou v následujícím textu použity modely vytvořené manželi Neumaierovými, které patří do skupiny bankrotních modelů. V tabulce č. 30 je vyobrazen výsledek jednotlivých bankrotních modelů IN 99, IN 01 a IN 05. Hodnoty indexu IN 99 jsou v rozmezí od 0,82 do 0,71. Pokud hodnoty indexu IN 99 budou dosahovat hodnot nad 2,07, pak je podnik v uspokojivé finanční situaci, avšak pokud je hodnota nižší než 0,684, pak je firma ohrožena bankrotem.

Z indexu IN 05 má tyto hraniční hodnoty stanovené od minimální 0,9 do 1,6.

Tab. 30 IN indexy

	2016	2015	20104	Interpretace:
IN 99	0,71	0,69	0,82	Spíše netvoří hodnotu pro vlastníka
IN 01	0,98	0,99	1,06	Bonitní podnik, hodnotu netvoří
IN 05	0,99	0,99	1,06	Šedá zóna nevyhraněných výsledků

Zdroj: Vlastní zpracování dle zveřejněných výročních zpráv Kofola ČeskoSlovensko a.s.

Z tabulky č. 30 výchozí hodnoty všech vypočítaných IN indexů stanovují podnik ve fázi, kde už netvoří hodnoty, ale ani není v bankrotní situaci. Kofola ČS se dle dosažených výsledků nachází v tzv. šedé zóně nevyhraněných výsledků.

Pro potvrzení výsledků dosažených z vypočtených hodnot IN indexů je v práci uvedena ještě další metoda pro zhodnocení podniku. Bonitní model Aspekt Global Rating (AGR) byl vytvořen pro české prostředí. Model AGR vychází z dat účetních výkazů a je vypočítán na základě 7 dílčích ukazatelů, které vychází z 20 položek v účetních výkazech. AGR se zaměřuje na provozní část hospodaření podniku a má minimalizovat vlivy odvětví zkoumaného podniku. Jednotlivé položky výpočtu jsou popsány v tabulce č. 31 Aspekt Global Rating.

Tab. 31 Aspekt Global Rating

Aspekt Global Rating (AGR)	2014	2015	2016
Ukazatel provozní marže (A)	0,15	0,15	0,15
Ukazatel běžného ROE (B)	0,12	0,13	0,11
Ukazatel krytí odpisů (C)	2,04	2,15	1,94
Ukazatel krátkodobé likvidity (D)	0,59	0,67	0,48
Ukazatel vlastního financování (E)	0,34	0,34	0,43
Ukazatel provozní rentability aktiv (F)	0,13	0,13	0,15
Ukazatel využití aktiv (G)	0,87	0,84	1,05
Aspekt Global Rating (AGR)	4,25	4,41	4,31

Zdroj: Vlastní zpracování dle zveřejněných výročních zpráv Kofola ČeskoSlovensko a.s.

Z tabulky č. 31 je v posledním řádku vyjádřena hodnota AGR jako součet dílčích ukazatelů. Hodnota AGR vyšla v rozmezí od 4,25 do 4,41. Takovýto interval je charakteristický pro rating BB, který se nachází v rozmezí v intervalu 4,0 do 4,75. Interpretace stanoveného ratingu je průměrně hospodařící subjekt, jehož finanční

zdraví má poměrně jasné rezervy. Výše zmíněné modely byly vypočítány z důvodu nejen pochopení finanční tísně podniku, ale i pro doplnění ukazatelů finanční analýzy. V tabulce č. 32 je vyobrazen rychlý test podle Maříka, který by vyhodnotil podnik na dobré úrovni, jelikož vychází pouze ze čtyř ukazatelů, které jsou počítány na základě provozních peněžních toků.

Tab. 32 Rychlý test podle Maříka

Ukazatel	2014	2015	2016	Stupnice hodnocení		
Podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu	43,2 %	33,6 %	34,1 %	1	1	1
Podíl provozního cash flow k tržbám	15,3 %	13,0 %	9,3 %	1	1	2
Rentabilita celkového kapitálu	16,1 %	11,0 %	8,1 %	1	3	3
Doba splácení dluhů	1,07	1,87	2,41	1	1	1
Průměrná známka				1	1,5	1,75

Zdroj: Vlastní zpracování dle zveřejněných výročních zpráv Kofola ČeskoSlovensko a.s.

Podnik se nachází na dobré úrovni na škále od 1 do 5. Úroveň podniku lehce klesá, což je z rychlého testu zdůvodněné především horší rentabilitou celkového kapitálu. Rentabilita celkového kapitálu je v roce 2016 8,17 %, což je o necelých 8 % méně oproti roku 2014. Nižší hodnota toho ukazatele je způsobena poklesem provozního CF a vyšší hodnotou celkového kapitálu společnosti. Provozní CF v roce 2016 bylo nižší o necelých 30 % oproti roku 2015, což bylo způsobeno nižším množstvím rezerv, snížením účetních hodnot investice do přidružené společnosti (Magapack Group) a snížením hodnoty budov a zařízení (budovy a stavby), nárůstem zásob a poklesem závazků.

5.6.5. Stanovení vnitřní hodnoty akcie

Finanční teorie nabízí několik metod a přístupů ke stanovení vnitřní hodnoty akcie. Mezi nejznámější metody a modely patří dividendové diskontní modely a ziskové modely, které vycházejí z budoucích možných příjmů z akciového titulu. Modely, které se opírají o informace z účetních výkazů se nazývají bilanční modely. V případě stanovení hodnoty akcie pro podnik Kofola ČS jsou informace pro jednotlivé modely vzaté z individuálních finančních výkazů.

Dividendové diskontní modely

Dividendový diskontní model je investory nejpoužívanějším modelem pro ohodnocení akcií. Dle tohoto modelu je vnitřní hodnota akcie součtem budoucích příjmů z akcie, kdy budoucí příjmy jsou chápány jako výplaty dividend a prodejní kurz, pokud uvažujeme o budoucím prodeji titulu.

Vypočítaná vnitřní hodnota akcie v případě Kofoly ČS je v tabulce č. 33 stanovena pomocí dividendového jednostupňového diskontního modelu s nekonečnou dobou držby (Gordonův model).

Tab. 33 Gordonův jednostupňový model

$V = \frac{D_1}{k - g} = \frac{D \cdot (1 + g)}{k - g}$		
Vnitřní hodnota	V	242,33 Kč
Běžná dividenda vyplácená v běžném období z akcie	D	7 Kč
Výnosová míra	k	4,77 %
Dividendová míra růstu	g	1,83 %

Zdroj: Vlastní zpracování dle zveřejněných výročních zpráv Kofola ČeskoSlovensko a.s. (individuální výkazy)

Vzhledem k tomu, že společnost Kofola ČS, jak již bylo řečeno vyplatila v roce 2016 dividendu v hodnotě 7kč na dividendu a v roce 2017 rozhodl management o výplatě 13,50 Kč na jednu dividendu, vzhledem k tomu se ve výpočtu nepracuje s konstantní hodnotou dividendy vyplácené v jednotlivých letech držby. Gordonův model v tabulce č. 33 pracuje s budoucí dividendou na akcii, požadovanou výnosovou mírou a růstem dividend. Hodnotu budoucí dividendy lze ve výpočtu nahradit hodnotou běžné dividendy, která je převedena do budoucna pomocí ukazatele růstu dividend. Z takto definované úpravy a finálního výpočtu vyplývá vnitřní hodnota akcie v hodnotě 242 Kč. Vypočtená hodnota je menší, než je tržní hodnota na pražské burze k rozhodnému datu ocenění, která k 30. 9. 2017 byla ve výši 411 Kč. Vzhledem k tomu je tedy možné konstatovat, že akcie Kofoly ČS je nadhodnocená. Pokud by akcionáři, před zveřejněním dividendy v roce 2017, očekávali minimálně stejnou výši dividendy jako v roce 2016, pak vnitřní hodnota akcie vycházející z toho předpokladu byla stanovena v hodnotě 238,09 Kč a stejně tak hodnocena jako nadhodnocená.

Ziskové modely

Ziskové modely respektují časovou hodnotu peněz a využívají na rozdíl od dividendových modelů ke stanovení vnitřní hodnoty akcie čistý zisk. Pro investory jsou tyto modely atraktivnější než dividendové, neboť zastávají názor, že zisk má větší vliv na vnitřní hodnotu než dividendy, a tudíž tyto modely dokáží lépe určit tuto vnitřní hodnotu akcie. V této kategorii modelů jsou zahrnuti ukazatelé kapitálového trhu jako jsou P/E ratio, P/BV ratio a P/S ratio. Tyto ukazatelé napomáhají investorům určit, zda je daná akcie nadhodnocená nebo podhodnocená.

V tabulce č. 34 jsou vyobrazené vypočtené hodnoty výše zmíněných ukazatelů kapitálového trhu, které vycházejí z hodnot z individuálních účetních výkazů.

Tab. 34 Ukazatelé kapitálového trhu v běžných hodnotách

Ukazatel	Hodnota
Běžné P/E ratio	37,29
Sharpovo P/E ratio	13,53
Normální P/E ratio	21,59
Běžné P/BV ratio	4,41
Sharpovo P/BV ratio	1,58
Běžné P/S ratio	27,73
Sharpovo P/S ratio	7,28

Zdroj: Vlastní zpracování dle zveřejněných výročních zpráv Kofola ČeskoSlovensko a.s. (individuální výkazy)

Ukazatel P/E ratio je jedním z nejvíce oblíbených ukazatelů kapitálového trhu. Tento ukazatel udává poměr mezi kurzem akcie a čistým ziskem na akcii. Ukazatel P/E ratio se používá k informování o tom, kolik korun je investor ochoten zaplatit za jednu korunu zisku dané společnosti. Z toho vyplývá, že pro investory budou lákavé akcie s nízkým P/E ratiem, avšak příliš nízká hodnota ukazatele může signalizovat fakt, že společnost má určité problémy. Obecně se považuje za ideální, pokud se hodnota ukazatele pohybuje mezi hodnotami 6–20, v případě Kofoly ČS lze tedy říci, že je tato hodnota nad obecně doporučenou hladinou.

Z tabulky č. 34 je vypočtená hodnota běžného P/E 37,29. Tuto vypočítanou hodnotu potvrzuje i hodnota P/E ratia ve výši 37,68, která je zveřejňovaná na internetových stránkách pražské burzy. Porovnáním hodnot běžného P/E ratia a Sharpovo P/E ratia lze zjistit, zda je akcie nadhodnocená nebo ne. Sharpovo P/E ratio má hodnotu

13,53, což znamená, že je tato hodnota značně nižší, než hodnota běžného P/E ratia. Toto porovnání vyústilo v informaci o tom, že je akcie nadhodnocená. Pro kontrolu výsledku běžného a Sharpovo P/E ratia je v tabulce uveden další druh P/E ratia, a to normální P/E ratio. Pokud se hodnota normálního P/E ratia, která je 21,59, vynásobí očekávaným ziskem na akcii získá se tak vnitřní hodnota akcie. Po dosazení je tato hodnota ve výši 242,33 Kč. Tato hodnota je nižší, než je tržní kurz akce Kofoly ČS k rozhodnému datu ocenění (411Kč), to znamená, že je akcie nadhodnocená.

Dalším ukazatelem je v tabulce ukazatel P/BV ratio. U toho ukazatele se postupuje obdobně jako u předchozího P/E ratio, kdy se porovnávají hodnoty běžného a Sharpovo ratia. V případě P/BV ratia se doporučená hodnota pohybuje v rozmezí od 0,1 do 0,9. Obecně tento ukazatel reflektuje informaci o tom, kolik je investor ochoten zaplatit za jednu korunu vlastního kapitálu Kofoly ČS. Nízká hodnota ukazatele reflektuje nedůvěru investorů a příliš vysoké hodnoty zase přeceněný majetek společnosti. V případě Kofoly ČS jsou vypočtené hodnoty běžného P/BV ratia a Sharpovo P/BV ratia ve výši 4,41 a 1,58. Z toho poměru lze usoudit, že hodnota běžného P/BV ratia je vyšší, z čehož vyplývá, že akcie je nadhodnocená.

Posledním ukazatelem v tabulce je P/S ratio a stejně jako u předchozích je stav akcie určován porovnáním běžného a Sharpovo P/S ratia. Tento ukazatel vysvětluje, kolik je investor ochoten zaplatit za jednu korunu tržeb. Hodnota běžného P/S ratia je 27,73 a hodnota Sharpova P/S je 7,28. Jelikož je hodnota běžného P/S ratia vyšší, pak lze konstatovat, že je akcie nadhodnocená.

5.7. Zhodnocení firemní fundamentální analýzy

Jedním ze závěrů firemní fundamentální analýzy je stanovení vnitřní hodnoty akcie, která se dle aplikovaných modelů jeví jako nadhodnocená. Pro výpočet vnitřní hodnoty akcie byla stanovena míra růstu dividend a výnosová míra, které byly stanoveny na základě individuálních účetních výkazů a stejně tak i modely použité k výpočtu oné hodnoty. Shrnuté výsledky jsou zobrazené v tabulce č. 35.

Tab. 35 Vnitřní hodnota akcie Kofoly ČS

Metoda výpočtu	Vnitřní hodnota akcie
Gordonův jednostupňový model	Nadhodnocená
P/E ratio	Nadhodnocená
P/BV ratio	Nadhodnocená
P/S ratio	Nadhodnocená

Zdroj: Vlastní zpracování dle výše zmíněných kapitol

Z tabulky č. 35 vyplývá, že akcie Kofoly ČS jsou nadhodnocené. Kdyby byl investor v situaci této analýzy držitelem akcie, bylo by mu obecně doporučeno prodání jím držené akcie. Vzhledem k veřejně publikovaným informacím ze strany Kofoly ČS, které oznamují záměr zvýšit současnou cenu akcií Kofoly ČS na akciovém trhu a taktéž s ohledem na novou dividendovou strategii, může být investory doporučeno akcii nejen prodat ale i nadále pokračovat akcie držet.

Ve firemní fundamentální analýze byla provedena i finanční analýza Kofoly ČS jako skupiny, tudíž byla zhodnocena situace Kofoly ČS jako celku na základě konsolidovaných účetních výkazů. Finanční analýza vypovídá o tom, jak se společnosti obecně daří, zda je dostatečně likvidní, zda jsou zdroje vložené do podniku efektivně vynaloženy. V případě Kofoly ČS je finanční situace hodnocena za celkem dobrou, avšak s ohledem do budoucnosti by měl management brát ohled na vyšší zadlužení společnosti a zhoršující se výsledky predikce finanční tísně.

6. Stanovení hodnoty značky

Předchozí kapitoly praktické části byly zaměřené na představení společnosti Kofola ČS a na fundamentální analýzu Kofoly ČS, jejímž výsledkem je zhodnocení situace kolem podniku z globální, odvětvové a firemní perspektivy. Následující kapitola je zaměřená na stanovení hodnoty značky Kofola ČS kategorie fair value, a to na úrovni indikativního ocenění vycházejícího z předpokladu, že hodnota značky zaujímá významný podíl na hodnotě "market value added" společnosti. Nejprve je stanovena výnosová hodnota společnosti Kofola ČS jako celku a z ní následně odvozené hodnoty značky. Jelikož k samotnému stanovení konkrétní hodnoty značky je za potřebí velkého množství interní dokumentace, která je převážně v podobě konkrétních marketingových výdajů. Těmito marketingovými výdaji, jsou myšlené výdaje, které byly přímo vynaložené na tvorbu hodnoty značky, tudíž jsou to přímo identifikovatelné výdaje na značku.

6.1. Stanovení hodnoty společnosti Kofola ČS

Stanovit hodnotu podniku lze více metodami, jak již vysvětluje teoretická část diplomové práce (viz kapitola 6 a 7). Ocenění podniku může vycházet z několika přístupů (tržní, majetkový, výnosový). Pro stanovení hodnoty společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. je použit výnosový přístup, který zahrnuje dvě nejpoužívanější standardní výnosové metody pro ocenění podniku DCF a EVA. V tabulce č. 36 jsou vyobrazeny vstupní hodnoty pro výpočet obou oceňovacích metod EVA a DCF entity. Rozhodné datum ocenění je stanoveno k 30. 9. 2017, jelikož jsou k tomuto datu dostupné naposledy zveřejněné účetní výkazy společností Kofola ČS.

Tab. 36 Vstupní hodnoty ocenění

Datum ocenění: 30.09.2017	
Náklady na vlastní kapitál při nulovém zadlužení	4,77 %
Úroková míra úvěrů	3,37 %
Sazba daně z příjmů	29 %
Tempo růstu provozních výnosů	5 % - 3 %
Provozní zisková marže (před zdaněním)	5,32 %
Tempo růstu investovaného kapitálu	0,05 % - 3 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě zveřejněných výročních zpráv Kofola ČeskoSlovensko a.s.

Z tabulky č. 36 vyplývá hodnota nákladů na vlastní kapitál při nulovém zadlužení, která je ve výši 4,77 %. Tato hodnota je vypočítána za pomoci modelu CAPM popsaného v teoretické části (viz kapitola 6.1.1.). Bezriziková výnosová míra je odvozena na základě hodnot publikovaných ČNB. Výše této míry je stanovena v hodnotě 1,45 % a je tedy odvozena z výnosu koše státních dluhopisů s průměrnou zbytkovou splatností 10 let pro období 10/2017. Koeficient beta i riziková prémie kapitálového trhu jsou stanovené na základě informací dostupných z internetových stránek profesora Damodarana. Riziková prémie země je obsažena v bezrizikové výnosové míře, jelikož vychází z výnosnosti českých státních dluhopisů.

Úroková míra úvěrů je ve výši 3,37 % a reflektuje náklady na cizí kapitál. Tempo růstu provozních výnosů je stanoveno ve výši 5 % v prvních třech letech budoucího období (tj. v období 10/2017–10/2020). Toto tempo vychází z průměrných hodnot v minulých letech a, jelikož je vysoké a považuje se jako dlouhodobě neudržitelné, je ve druhé fázi oceňovacího modelu zvolené nižší tempo růstu provozních výnosů, a to ve výši 3 %. Tempo růstu provozních výnosů 3 % platí pro oceňovací období pro rok 2021 a dál. Toto oceňovací období označujeme jako pokračující hodnota.

Provozní zisková marže byla pro období 1-9/2017 vypočtena ve výši 5,32 %. Tato hodnota vychází z poměru mezi provozními výnosy a korigovaným provozním výsledkem hospodaření před zdaněním. Předpokladem je, že všechny položky prostou stejným tempem jako v prvních devíti měsících roku 2017. Tempo růstu investovaného kapitálu v poslední době bylo záporného charakteru. Objem investovaného kapitálu v posledních dvou letech byl Kofolou ČS spíše snižován. Vzhledem ke stanovenému tempu růstu (g) v pokračující hodnotě, které je stanovené ve výši 3 %, musí také stejně růst i ostatní generátory hodnoty.

Mezi tyto generátory hodnoty patří tržby, zisk i investovaný kapitál, a proto bylo tedy tempo růstu investovaného kapitálu v pokračující hodnotě zvoleno ve výši 3 %. V první fázi je zvolena postupná konvergence tohoto tempa do hodnoty v pokračující hodnotě.

Rostoucí tempo investovaného kapitálu lze odůvodnit tak, že vzhledem k informacím dosažených z fundamentální globální a odvětvové analýzy lze usoudit, že Kofola ČS musí i nadále vynakládat velké investice pro udržení své

pozice na trhu a inovací svého produktového portfolia vzhledem ke stabilizační fázi odvětví, ve kterém se Kofola ČS nachází.

V tabulce č. 37 je vyobrazen výpočet vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC).

Tab. 37 Vážené průměrné náklady na kapitál (WACC)

Fáze	První fáze				Druhá fáze (PH)
Období	10–12/2017	2018	2019	2020	2021
CK/K	30,4 %	28,6 %	28,2 %	27,9 %	27,8 %
VK/K	69,6 %	71,4 %	71,8 %	72,1 %	72,2 %
CK/VK	43,8 %	40,1 %	39,3 %	38,7 %	38,5 %
nVKz (zadlužené)	5,21 %	5,17 %	5,17 %	5,16 %	5,16 %
nCK	2,41 %	2,41 %	2,41 %	2,41 %	2,41 %
WACC	4,36 %	4,38 %	4,39 %	4,39 %	4,39 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě zveřejněných výročních zpráv Kofola ČeskoSlovensko a.s.

V tabulce č. 37 je hodnota nákladů na vlastní kapitál v jiné výši než v předchozí tabulce č. 36. Náklady na vlastní kapitál musejí být z tabulky č. 36 přepočítané, jelikož je v této tabulce uvedena hodnota jako nezadlužená. Jelikož Kofola ČS má dluhy, a je tedy zadlužená, je nutné tyto náklady na vlastní kapitál přepočítat na zadlužené. Zadlužené náklady na vlastní kapitál lze získat tak, že k hodnotě nezadlužených nákladů na vlastní kapitál se připočte rozdíl mezi nezadluženými náklady na vlastní kapitál a úrokovou mírou úvěrů, který je vynásoben upravenou hodnotou sazby daně z příjmů $(1 - \text{sazba daně z příjmů})$ a poměrem mezi cizím a vlastním kapitálem $(nVK \text{ (zadlužené)} = nVKnz \text{ (nezadlužené)} + (nVKn - \text{úroková míra úvěrů}) * (1 - \text{sazba daně z příjmů}) * (CK / VK))$. Poměr mezi cizím a vlastním kapitálem (CK/VK) vychází z CK/K (poměr cizího kapitálu na celkovém kapitálu) a VK/K (poměr vlastního kapitálu na celkovém kapitálu), kdy CK/K a VK/K jsou přepočtené z výsledné brutto výnosové hodnoty podniku a netto výnosové hodnoty podniku k počátku období. Z takto upraveného výpočtu nákladů na vlastní kapitál pak vyplývá hodnota v intervalu 5,16 % - 5,21 %. Z hodnot v tabulce jsou vážené průměrné náklady (WACC) stanoveny v intervalu od 4,36 % - 4,39 %.

Tyto hodnoty jsou platné pro obě metody ocenění, tedy jak pro ocenění metodou DCF, tak i EVA. V tabulce č. 38 je vypočtená hodnota podniku metodou DCF.

Tab. 38 Stanovení hodnoty podniku metodou DCF

METODA DCF (tis. Kč)					
Fáze	První fáze				Druhá fáze
Období	10-12/2017	2018	2019	2020	2021
FCFF	166 590	282 012	242 456	199 650	148 446
WACC	4,36 %	4,38 %	4,39 %	4,39 %	4,39 %
Hb k p.o.	10 087 410	10 030 712	10 188 294	10 392 935	10 649 756
Hn k p.o.	7 015 954	7 159 558	7 315 705	7 491 619	7 690 414
Hb a Hn k p.o. = hodnota podniku k počátku období brutto a netto					

Zdroj: Vlastní zpracování na základě zveřejněných výročních zpráv Kofola ČeskoSlovensko a.s.

Z tabulky č. 38 vyplývají hodnoty podniku brutto a netto na základě výše zmíněných údajů a údajů zobrazených v přílohách (příloha č. 3,4,5,6,7). Brutto hodnota podniku neboli hodnota ocenění podniku jako celku je stanovena metodou DCF ve výši 10 030 712 000 Kč k počátku období 2018. Tato hodnota zahrnuje hodnotu jak pro vlastníky, tak i pro věřitele. Netto hodnota podniku je ocenění podniku na úrovni vlastníků, je to tedy ocenění vlastního kapitálu, který je k počátku období 2018 stanoven ve výši 7 159 558 000 Kč. V následující tabulce je vyobrazen výpočet hodnoty podniku metodou EVA.

Tab. 39 Stanovení hodnoty podniku metodou EVA

Metoda EVA (tis. Kč)					
Fáze	První fáze				Druhá fáze
Období	10-12/2017	2018	2019	2020	2021
NOPAT	67 876	284 842	299 084	314 039	323 460
IK celkem	5 659 960	5 662 790	5 719 418	5 833 807	6 008 821
WACC	4,36 %	4,38 %	4,39 %	4,39 %	4,39 %
EVA	5 140	36 795	50 582	62 834	67 129
Hb k p.o.	10 087 410	10 030 712	10 188 294	10 392 935	10 649 756
Hn k p.o.	7 015 954	7 159 558	7 315 705	7 491 619	7 690 414

Zdroj: Vlastní zpracování na základě zveřejněných výročních zpráv Kofola ČeskoSlovensko a.s.

V tabulce č. 39 je vyobrazena hodnota investovaného kapitálu na konci období (IK celkem), která se pohybuje okolo necelých 6 000 000 tis. Kč. Hodnota vážených

průměrných nákladů kapitálu je stejná jako u metody DCF. Stejně jako v tabulce s metodou DCF, tak i v tabulce s metodou EVA jsou hodnoty podniku brutto a netto vypočítané na základě výše zmíněných údajů v tabulkách a údajů zobrazených v přílohách (příloha č. 3,4,5,6,7). Brutto hodnota podniku neboli hodnota ocenění podniku jako celku je stanovena metodou EVA ve výši 10 030 712 000 Kč k počátku období 2018. Tato hodnota zahrnuje hodnotu jak pro vlastníky, tak i pro věřitele. Netto hodnota podniku je ocenění podniku na úrovni vlastníků, je to tedy ocenění vlastního kapitálu, který je k počátku období 2018 stanoven ve výši 7 159 558 000 Kč. Hodnota podniku (brutto i netto) vyšla v případě obou metod stejně.

6.2. Stanovení hodnoty značky Kofoly ČS

Oceňování obchodní značky je nelehké nejen vzhledem k náročnosti na vstupní informace, ale i vzhledem k technice oceňování. Pokud by oceňovatel chtěl správně a přesně stanovit hodnotu značky, musel by mít k dispozici mnoho podnikových interních dokumentů. Tyto dokumenty se týkají převážně výdajů na vytvoření značky, které jsou převážně marketingového charakteru. V této diplomové práci je hodnota značky stanovena na základě odvození z celkové hodnoty podniku, neboť právě ona absence interní dokumentace znemožňuje přímé určení hodnoty. Pokud v minulosti akviziční cena přesahovala hodnotu hmotného majetku společnosti, byl takovýto rozdíl zahrnut do všeobecné kategorie "goodwill". Výsledný goodwill by pak byl tvořen identifikovatelnými a neidentifikovatelnými aktivy.

Z účetních standardů v dnešní době vyplývá, že interně vytvořené značky nemohou být vykazovány v rozvaze, neboť neexistuje doklad potvrzující výši výdajů na jejich pořízení. Na rozdíl od externě získané značky, kdy v případě koupě značky od jiného subjektu, by doklad potvrzující výši výdajů na její pořízení existoval. Externě získané značky by měly být vždy identifikovány, oceněny a stejně tak i považovány za aktiva podniku. Externě získané značky (ochranné známky) jsou v rámci IAS 38 oceněny pořizovací cenou a testovány na impairment v rámci IAS 36 a to vždy k datu účetní závěrky. Kofola ČS pro test na snížení hodnoty ochranných známek a goodwillu používá metodu reálné hodnoty po odpočtu prodejních nákladů. *„Pro účely ocenění reálnou hodnotou byla použita metoda licenčních poplatků za značku. Protože vedení si není vědomo srovnatelných tržních transakcí, zakládá výpočet reálné hodnoty minus náklady na prodej ochranných známek i goodwillu na diskontovaných volných peněžních tocích a používá odhady budoucích peněžních*

toků na základě finančních plánů schválených vedením Společnosti na období do roku 2021. Náklady související s prodejem jsou odhadovány na 2 % reálné hodnoty jednotky generující peněžní tok“ (Výroční zpráva společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s., 2016). V české národní účetní legislativě jsou externě získané značky (ochranné známky) upraveny zejména vyhláškou 500/2002 Sb. o účetnictví v novelizovaném znění v § 6 a dále v Českých účetních standardech ve standardu č. 13 (hmotná i nehmotná aktiva). Česká účetní legislativa nevěnuje příliš velkou pozornost nehmotným aktivům.

S ohledem na analyzovanou společnost lze výsledky na jejichž základě je odvozena hodnota značky Kofola shrnout v tabulce č. 40. V této tabulce jsou shrnuty výsledky z předchozí podkapitoly (viz kapitola 9.1)

Tab. 40 Market Value Added (Goodwill)

Počet akcií	22 295 000
Hodnota vlastního kapitálu k 30.9.2017	2 518 673 000 Kč
Netto hodnota k počátku období – EVA	7 015 953 525,6 Kč
Výnosová hodnota jedné akcie k 30.9.2017 - EVA	314,7 Kč
Netto hodnota k počátku období – DCF	7 015 953 525,6 Kč
Výnosová hodnota jedné akcie k 30.9.2017 - DCF	314,7 Kč
Tržní hodnota jedné akcie k 30.9.2017	411,0 Kč
Účetní hodnota jedné akcie k 30.9.2017	113,0 Kč
Market Value Added (Goodwill) na akcii	201,7 Kč
Market Value Added (Goodwill) celkem	4 497 280 526 Kč

Zdroj: Vlastní zpracování na základě zveřejněných výročních zpráv Kofola ČeskoSlovensko a.s.

Celkový počet akcií společnosti Kofola ČS je k datu ocenění ve výši 22 295 000 kusů o nominální hodnotě 100 Kč na jednu akcii. Hodnota vlastního kapitálu je stanovena ve výši 2 518 673 000 Kč a je zjištěna na základě údajů zveřejněných společností za období 1 až 9/2017. Z účetní hodnoty kapitálu lze určit účetní hodnotu jedné akcie tak, že se celková účetní hodnota vlastního kapitálu podělí celkovým počtem akcií. Z tohoto vztahu vychází účetní hodnota jedné akcie ve výši 113 Kč. Netto hodnota podniku neboli hodnota vlastního kapitálu byla k 30. 9. 2017 stanovena metodami DCF a EVA ve výši 7 015 953 525,60 Kč. Vydělením vypočítané netto hodnoty podniku počtem akcií lze získat výnosovou hodnotu jedné akcie ve výši 314,70 Kč. Tržní hodnota akcie je 411 Kč. Fundamentální firemní analýza poukázala na nadhodnocení akcie na akciovém trhu, tento fakt vysvětluje i

rozdíl mezi tržní hodnotou jedné akcie a výnosovou hodnotou jedné akcie, který je kladný a činí 96,3 Kč na akcii.

Nejdůležitější částkou v tabulce, z hlediska této diplomové práce, je výše market value added (MVA), tedy dle Maříka a kol. (2011) v teoretické části popsany goodwill, který je sumou identifikovatelných a neidentifikovatelných aktiv, které nejsou vykazovány v rozvaze. Tato hodnota na akcii byla stanovena ve výši 201,70 Kč na akcii a v celkové sumě tvoří částku 4 497 280 526 Kč.

Na základě teoretických východisek a provedé fundamentální analýzy lze konstatovat, že hodnota značky společnosti Kofola ČS je součástí celkové hodnoty MVA (goodwill). S ohledem na nedostatek interních informací nebylo možno (jak je uvedeno výše) identifikovat a prognózovat konkrétní finanční generátory hodnoty značky a kvantifikovat tak její výnosovou hodnotu. Pro účely této diplomové práce nicméně dále předpokládám, že hodnota značky bude mít na celkové hodnotě MVA značný podíl. Správnost tohoto předpokladu potvrzují i závěry provedené fundamentální analýzy, kdy bylo zjištěno, že s ohledem na charakter produktů společnosti Kofola ČS je právě značkovost produkce tím nejvýznamnějším faktorem tvorby hodnoty a jiné generátory hodnoty, které by mohly tvořit hodnotu goodwillu (například zákaznická databáze) nehrají podstatnou roli.

Jak ale aspoň přibližně stanovit hodnotu značky vzhledem k absenci interní dokumentace a vzhledem k celkové sumě MVA? Hodnotu značky Kofoly ČS bude tvořit především objemová prémie, což vysvětluje fakt, že produkty substitučního značkového charakteru jsou prodávány za podobné ceny. Součástí fundamentální odvětvové analýzy byla i analýza konkurence, která v případě Kofoly ČS může podat aspoň předběžnou představu o tom, jaká je přesnější hodnota značky, která vychází z MVA. Jako hlavní konkurenti společnosti Kofoly ČS byly identifikovány společnosti Coca-Cola a Pepsi. Tyto společnosti vyrábí substituční produkty, jsou taktéž velmi dobře známy jako Kofola ČS a o hodnotě jejich značek jsou k dispozici expertní odhady. Na základě expertních odhadů je možno srovnávacím (tržním) přístupem stanovit hodnotu značky společnosti Kofola ČS.

Coca-Cola

Společnost Coca-Cola je největší výrobce, prodejce, distributor a obchodník s nealkoholickými nápoji, sirupy a džusy na celém světě. Společnost Coca-Cola je jednou z největších korporací ve Spojených státech amerických. Společnost má dlouholetou historii a její založení se datuje kolem roku 1892. Hlavní sídlo společnosti se nachází v Atlantě ve státě Georgia. Výkonným ředitelem Coca-Cola je James Quincey. Společnost zaměstnává přes 100 300 zaměstnanců.

Vzhledem k dlouholeté historii je značka společnosti Coca-Cola známá na celém světě a má velké povědomí v mysli zákazníků. Management Coca-Coly vynakládá každoročně nemalé investice na to, aby udržel svou značku na předních příčkách celosvětového žebříčku značek. Společnost Interbrand, která je lídrem v oblasti brand consultingu, každoročně sestavuje žebříček nejhodnotnějších top 100 globálních značek světa. Při zpracovávání toho žebříčku vychází Interbrand z podkladů renomovaných společností jako je J. P. Morgan Chase & Co., Citigroup a Morgan Stanley. Celosvětové značky také hodnotí mimo společnost Interbrand i časopis Forbes, který vyhodnotil značku Coca-Cola na pátém místě v roce 2016, zatím co Interbrand ji vyhodnotil na čtvrtém místě. Coca-Cola jako značka má velkou výhodu v historii. V době, kdy tato značka a stejnojmenný nápoje vznikaly, neměla skoro žádnou substituční konkurenci. V následující tabulce č. 41 jsou shrnuté informace o společnosti Coca-Cola.

Tab. 41 Společnost Coca-Cola

Společnosti Coca-Cola v roce 2016	v mld. USD	v mld. Kč
Tržní kapitalizace (Market cap)	182,9	3 939,67
Tržby	41,48	893,48
Aktiva	87,27	1 879,80
Zisk	6,53	140,66
Hodnota značky Coca-Cola	73,102	1 574,62

Zdroj: Vlastní zpracování dle Forbes a Interbrand (2017)

Z výchozí tabulky č. 41 vyplývá hodnota značky Coca-Cola v roce 2016 a k ní související výsledky společnosti Coca-Cola. Z tabulky je vidět, že hodnota značky, která byla dle časopisu Forbes a společnosti Interbrand, stanovena v hodnotě 73,1 mld. USD. Tuto hodnotu lze poměřit s tržní kapitalizací ve výši 182,9 mld. USD.

Hodnota značky Coca-Cola je pro společnost Coca-Cola podílem tržní kapitalizace ve výši zhruba 40 %. Hodnota značky Coca-Cola je skoro dvakrát tak větší než hodnota dosažených tržeb v roce 2016, stejně tak i v případě zisku je hodnota značky větší skoro jedenáctkrát. Jelikož je Coca-Cola jednou z největších amerických společností, a vzhledem k její dlouholeté tradici, je pro výchozí stanovení hodnoty značky Kofola ČR použita ještě výkonost značky Pepsi.

Pepsi

Společnost PepsiCo je nadnárodní společnost, která se zabývá výrobou a prodejem nealkoholických nápojů a potravin (brambůrky Lay's). Byla založena v roce 1898, ale první nápoj Pepsi byl připraven již v roce 1893. Největším konkurentem společnosti a značky Pepsi nemůže být nikdo jiný než společnost a značka Coca-Cola. Hlavní sídlo PepsiCo se nachází v Purchase ve státě New York. Výkonným ředitelem je Indra K. Nooyl. Tato společnost zaměstnává okolo 264 000 lidí. Nejvýznamnějším produktem společnosti je z hlediska obratu i z hlediska povědomí nealkoholický nápoj Pepsi.

Výsledkem hodnocení značky Pepsi dle Forbes byla třicátá pozice v žebříčku nejlepších značek, což je oproti Coca-Cole o dvacet pět pozic níže. Dle žebříčku společnosti Interbrand je hodnocení značky Pepsi o něco příznivější, značka je ohodnocena na dvacátém třetím místě. V následující tabulce č. 42 jsou shrnuté informace o společnosti Coca-Cola.

Tab. 42 Společnost PepsiCo

Společnosti PepsiCo v roce 2016	v mld. USD	v mld. Kč
Tržní kapitalizace (Market cap)	159,4	3 425,51
Tržby	62,8	1 349,57
Aktiva	74,13	1 593,05
Zisk	6,33	136,03
Hodnota značky Pepsi	20,265	435,49

Zdroj: Vlastní zpracování dle Forbes a Interbrand (2017)

V tabulce č. 42 je vyobrazena hodnota značky Pepsi v roce 2016 a související výsledky společnosti PepsiCo. Hodnota značky, která byla dle časopisu Forbes a společnosti Interbrand stanovena v hodnotě 20,265 mld. USD. Hodnotu značky Pepsi lze stejně jako u výše zmíněné Coca-Coly porovnat s tržní kapitalizací

společnosti PepsiCo. Hodnota značky jako podíl tržní kapitalizace je zhruba 13 % pro společnost PepsiCo. Na tržbách se hodnota značky podílí z jedné třetiny. Společnost PepsiCo v roce 2016 dosahovala zisku ve výši 6,33 mld. USD, lze tedy říci že značka Pepsi je více jak třikrát větší než zisk společnosti.

Podobně jako společnost Coca-Cola tak i PepsiCo vynakládá značnou část výdajů na marketingový program pro podporu značky. Jako příklad lze uvést sponzorování společností PepsiCo poločasové přestávky (show) slavného amerického utkání jménem Super Bowl. Tuto poločasovou show vidělo přes 117,5 milionu lidí, v rámci této show vystupovala americká populární zpěvačka Lady Gaga.

Kofola ČeskoSlovensko

V předě Kofoly ČS pro účely této diplomové práce předpokládám, že hodnota její značky je součástí hodnoty MVA zjištěné v rámci výnosového ocenění podniku společnosti Kofola ČS. Hodnotu MVA mohou kromě značky tvořit také další identifikovatelná a neidentifikovatelná nehmotná aktiva společnosti Kofola ČS, která nebyla identifikována jako součást investovaného kapitálu společnosti k datu ocenění. Výchozími hodnotami pro Kofolu ČS jsou hodnoty v tabulce č. 43.

Tab. 43 Společnost Kofola ČS

Společnosti Kofola ČS v roce 2016	(tis. Kč)
Tržní kapitalizace (Market cap)	9 163 245
Tržby	6 998 960
Aktiva	8 019 883
Zisk	342 091
MVA (goodwill)	4 497 281

Zdroj: Vlastní zpracování na základě zveřejněných výročních zpráv Kofola ČeskoSlovensko a.s.

V tabulce č. 43 jsou uvedeny hodnoty, kterých společnost Kofola ČS dosahovala v roce 2016. Tyto hodnoty jsou brány ve výpočtu, protože celkové hodnoty za rok 2017 nejsou do dnešní doby zveřejněny. Tržní kapitalizace je stanovena ve výši 9 163 245 tis. Kč a vychází z tržní ceny akcie k rozhodnému datu ocenění ve výši 411 Kč. V roce 2016 společnost Kofola ČS vygenerovala tržby v hodnotě 6 998 960 tis. Kč a zisk v hodnotě 342 091 tis. Kč.

Indikativní hodnotu značky Kofola ČS lze spočítat pomocí výchozích dat společnosti PepsiCo a Coca-Cola. Jelikož hodnoty značek těchto společností se určitým způsobem odrážejí ve výsledcích společností, tak lze na základě těchto informací vytvořit průměr a dosadit hodnoty pro společnost Kofola ČS. Tabulka č. 44 vyobrazuje průměrné multiplikátory konkurenčních značek a jejich výsledné přepočtené hodnoty pro Kofolu ČS.

Tab. 44 Multiplikátory k hodnotě značky

Multiplikátor	Pepsi	Coca-Cola	Průměr	(tis. Kč)
Tržby	0,32	1,76	1,04	7 296 536
Zisk	3,20	11,19	7,20	2 462 408
Aktiva	0,27	0,84	0,56	4 455 143
Tržní kapitalizace	12,71 %	39,97 %	26,34 %	2 413 599
Hodnota značky Kofola ČS (stanovena srovnávacím přístupem)				4 156 921

Zdroj: Vlastní zpracování na základě zveřejněných výročních zpráv Kofola ČeskoSlovensko a.s.

V tabulce č. 44 jsou v jednotlivých řádcích uvedené hodnoty multiplikátorů (tržeb, zisku, aktiv a tržní kapitalizace). Tyto hodnoty vychází z již popsanych tabulek společnosti Coca-Cola a PepsiCo. Jednotlivé hodnoty odrážejí hodnotu dané značky v určitém výsledku společnosti. Výsledkem těchto hodnot (př. hodnota značky v tržbách, v tabulce jako tržby) jsou průměry, na jejichž základě jsou jednotlivé výsledky Kofoly ČS roznásobeny. Takto roznásobené hodnoty pak udávají vypočítanou odhadnutou hodnotu značky.

První odhadnutá hodnota značky v tržbách byla dle průměrných hodnot odvozených z konkurenčních společností stanovena ve výši 7 296 536 tis. Kč.

Druhá odhadnutá hodnota značky v zisku byla dle průměrných hodnot odvozených z konkurenčních společností stanovena ve výši 2 462 408 tis. Kč.

Třetí odhadnutá hodnota značky v aktivech byla dle průměrných hodnot odvozených z konkurenčních společností stanovena ve výši 4 455 143 tis. Kč.

Poslední odhadnutá hodnota značky, která byla stejně jako tři předchozí odhadnuta pomocí konkurence, je stanovena ve výši 2 413 599 tis. Kč.

Jelikož jsou všechny tyto hodnoty v různých úrovních, je výchozí metodou pro odhadnutí značky zvolen průměr z výše zmíněných čtyř hodnot značky Kofoly ČS. Jako průměrná hodnota pak vychází odhadnutá hodnota značky Kofola ČS, stanovena srovnávacím přístupem, ve výši 4 156 921 tis. Kč.

Tab. 45 Společnost Kofola ČS (včetně odhadnuté hodnoty značky)

Společnosti Kofola ČS v roce 2016	(tis. Kč)
Tržní kapitalizace (Market cap)	9 163 245
Tržby	6 998 960
Aktiva	8 019 883
Zisk	342 091
Hodnota značky Kofola ČS (stanovena srovnávacím přístupem)	4 156 921
MVA (goodwill)	4 497 281

Zdroj: Vlastní zpracování na základě zveřejněných výročních zpráv Kofola ČeskoSlovensko a.s.

V tabulce č. 45 je vyobrazen celkový přehled vstupních parametrů výpočtu včetně vypočítané odhadnuté hodnoty značky Kofola ČS, stanovené srovnávacím přístupem a hodnota MVA (goodwill).

Závěr

V závěru mé diplomové práce shrnu výsledky, kterých jsem dosáhla během postupného zpracování fundamentální analýzy společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. a stanovení hodnoty této společnosti v kategorii fair value, včetně stanovení hodnoty značky Kofola na úrovni indikativního ocenění vycházejícího z předpokladu, že tato hodnota značky zaujímá významný podíl na hodnotě "market value added" společnosti.

V teoretické části jsem popsala význam značky z marketingového hlediska a z hlediska oceňování značky jako nehmotného aktiva. Značka je důležitým nehmotným aktivem, které je výsledkem marketingového úsilí podniku a slouží zákazníkovi k identifikaci určitého produktu značky od produktů konkurenčních značek. Je symbolem nejen kvality, ale také vyvolává určitý dojem, pocit, povědomí i vztah zákazníka k značce a podniku. V mé diplomové práci dále popisuji metodologii oceňování nehmotných aktiv, jelikož značka patří mezi nehmotná aktiva, včetně metody diskontovaného cash flow v rámci výnosového přístupu k oceňování podniku a její vztah k metodě ekonomické přidané hodnoty.

Vznik společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. se datuje k roku 1993 odkoupením sodovkárny státního podniku Nealko Olomouc v Krnově. Společnost od té doby prošla několika organizačními změnami, avšak oficiálním rokem založení společnosti, jak ji známe v dnešní době, je ale označován rok 1996. Kofola ČeskoSlovensko a.s. je výrobcem nealkoholických nápojů známých značek (jako Kofola, Rajec, Vinea, Jupí, Top Topic, Ugo, Rauch atd.) na pěti trzích střední a východní Evropy a vlastní sedm závodů, kde zaměstnává přes 2100 zaměstnanců.

Výsledkem fundamentální globální analýzy, která byla provedena pomocí makroekonomických ukazatelů (2T repo sazba, PRIBOR, reálný výstup – HDP, inflace, peněžní nabídka, saldo státního rozpočtu) sice nelze jednoznačně určit budoucí vývoj akciových kurzů, ale mohu odvodit, že by mohlo dojít k malému až nevýznamnému poklesu cen na kapitálových trzích, a to i navzdory stálému růstu ekonomiky, neboť dopady makroekonomických ukazatelů jsem ohodnotila jako negativní. V odvětvové fundamentální analýze jsem se zaměřila na stav odvětví výroby a distribuce nealkoholických nápojů a minerálních vod na českém trhu. Zkoumané odvětví jsem vyhodnotila ve fázi stabilizace s neutrální citlivostí na

hospodářském cyklu. Tržní struktura je oligopolní, neboť zkoumané odvětví je zastupováno několika silnými hráči, jimiž jsou Coca-Cola, Kofola, Pepsi a Karlovarské minerální vody. Tyto společnosti jsou zároveň pro společnost Kofola ČeskoSlovensko a.s. největšími konkurenty. Výsledkem fundamentální odvětvové analýzy je spíše neutrální vztah odvětví výroby a distribuce nealkoholických nápojů a minerálních vod na vývoj tržeb, zisku a akciových kurzů. Ve firemní fundamentální analýze jsem zhodnotila podnik z pohledu finanční analýzy, včetně predikce finanční tísně, a stanovila jsem vnitřní hodnotu akcie. Finanční situaci společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. jsem ohodnotila za celkem dobrou, avšak s ohledem do budoucnosti bych doporučovala managementu brát zřetel na vyšší zadlužení společnosti a zhoršující se výsledky predikce finanční tísně. Vzhledem k tomu, že vnitřní hodnota akcie byla ohodnocena jako nadhodnocená ve všech směrech výpočtu, mé doporučení investorovi by bylo akcii prodat nebo držet.

V poslední kapitole praktické části jsem se zaměřila na stanovení hodnoty značky Kofola kategorie fair value, a to na úrovni indikativního ocenění vycházejícího z předpokladu, že hodnota značky zaujímá významný podíl na hodnotě "market value added" společnosti. Nejprve jsem vypočítala výnosovou hodnotu společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. pomocí standardních výnosových metod pro ocenění podniku, a to metodou diskontovaného cash flow a ekonomické přidané hodnoty. Hodnota podniku (brutto i netto) vyšla v případě obou metod stejně. Brutto hodnotu podniku jsem vypočítala ve výši 10 030 712 000 Kč k počátku období 2018. Netto hodnotu podniku jsem vypočítala ve výši 7 159 558 000 Kč, taktéž k počátku období 2018.

Základním kamenem pro ocenění obchodní značky je především dostatek vstupních informací pro výpočet dané hodnoty, tyto informace jsou především interní povahy a převážně marketingového charakteru. V mé diplomové práci jsem hodnotu značky stanovila na základě odvození z celkové hodnoty podniku, jelikož jsem neměla k dispozici interní dokumentaci potřebnou pro přímé určení hodnoty. Na základě teoretických východisek a provedené fundamentální analýzy jsem došla k závěru, že hodnota značky společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. je součástí celkové hodnoty "market value added" (goodwill), na níž má právě hodnota značky velký podíl. Hodnotu "market value added" jsem vypočítala ve výši 4 497 280 526 Kč. Indikativní hodnotu značky Kofola jsem vypočítala srovnávacím (tržním) přístupem na základě expertních odhadů hodnot konkurenčních značek Coca-

Cola a Pepsi. Jelikož se hodnoty těchto značek určitým způsobem odrážejí ve výsledcích společností, které tyto značky vlastní, proto jsem na základě těchto informací vytvořila průměr a dosadila hodnoty odpovídající výsledkům společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. Indikativní hodnota značky této společnosti, kterou jsem stanovila srovnávacím přístupem je ve výši 4 156 921 000 Kč.

Seznam literatury

KELLER, K. L. *Strategické řízení značky*. Praha: Grada Publishing, 2007. ISBN 978-80-247-1481-3

KOTLER, Philip. *Moderní marketing: 4. evropské vydání*. Praha: Grada, 2007. ISBN 978-80-247-1545-2.

JAKUBÍKOVÁ, Dagmar. *Strategický marketing: strategie a trendy*. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 2013. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-4670-8.

VYSEKALOVÁ, Jitka. *Chování zákazníka: jak odkrýt tajemství "černé skříňky"*. Praha: Grada, 2011. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-3528-3.

MOORE, WILLIAM L. A LEHMANN, DONALD R. *Effects of Usage and Name on Perceptions of New Products, Marketing Science* 1. č.4, 1982

DE CHERNATONY, Leslie. *Značka: od vize k vyšším ziskům*. Brno: Computer Press, 2009. Praxe manažera (Computer Press). ISBN 978-80-251-2007-1.

KELLER, HECKLER A HOUSTON. *Effects of Brand Name Suggestiveness on Advertising Recall*, 1998.

STRATFORD, Sherman. „How to Prosper in the Value Decade“, *Fortune*, 30. listopad, 1992 [online]. [cit. 2017-06-13]. Dostupné z: http://archive.fortune.com/magazines/fortune/fortune_archive/1992/11/30/77188/index.htm

NORMAN, C. Berry. *"REVITALIZING BRANDS"*, *Journal of Consumer Marketing*, Vol. 5. ISSN: 0736-3761. č: 3 1988, 15-20

MURPHY, John M. *Brand strategy*. New York: Prentice Hall, 1990. ISBN 0130841617.

GREISING, David. „Quality, How to Make It Pay“, *Business Week*, 8. srpen 1994, 54-59; RONALD T. RUST, ANTHONY J. ZAHORIK A TIMOTHY L. KEININGHAM, „Return on Quality (RRQ): Making Service Quality Financially Accountable“, MSI Report 94-106 (Cambridge, Massachusetts: Marketing science Institute, 1994).

JAKUBÍKOVÁ, Dagmar. *Strategický marketing*. Praha: Grada, 2008. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-2690-8.

JAKUBÍKOVÁ, Dagmar. *Strategický marketing. : Strategie a trendy - 2., rozšířené vydání.* Praha: Grada, 2013. ISBN: 978-80-247-4670-8.

REICHHELD, FREDERICK F., *The Loyalty Effect* (Boston: Harvard Business Scholl Press, 1996); jak je shrnuto ve Philip Kotler, *Marketing Management*, 11.vyd.

KOTLER, P., KELLER, K.L. *Moderní marketing* vyd. Praha: Grada Publishing: 2001, 10. vyd.

MERRICK, A. „Retailers Try to Get Leg Up on Markdowns with New Software“, *Wall Street Journal*, 7.srpna 2001, A1, A6.

KELLER, K.L. A LEHMAN D. „The Brand Value Chain: Optimizing Strategic and Financial Brand Performance“, *pracovní studie Dartmouth College*, 2002.

MURPHY, K. „More than coffee: A Way of Life“, *Los Angeles Times Magazine*, 22. září 1996, 8.

RANGAN, V. K., MENEZES, M. A. J., MAIER E. P. „Channel Selection for New Industrial Products: A Framework, Method, and Applications“, *Jurnal of Marketing* 56 (červenec 1992)69-82.

HAIGH, David. *Oceňování značky a jeho význam*. Vyd. 1. Praha: Management Press, 2002, 103 s. ISBN 80-7261-073-2.

FAMA, E. *Stock returns, real activity, inflation and money*. *Journal of Economics*. 1981, 545-565.

VOCHOZKA, M. *Metody komplexního hodnocení podniku*. Praha : GRADA, 2011, ISBN: 978-80-247-3647-1.

KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. Praha :C.H.Beck, 1999, 305 s. ISBN: 80-7179-227-6

REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 2., rozš. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2010. *Ekonomie* (Key Publishing). ISBN 978-80-7418-080-4.

SYNEK, Miloslav a Eva KISLINGEROVÁ. *Podniková ekonomika*. 5., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2010. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-336-3.

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

MARINIČ, Pavel. *Plánování a tvorba hodnoty firmy*. Praha: Grada, 2008. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-2432-4.

ČIŽINSKÁ, R. -- KRABEC, T. *VIM model pro ocenění ochranné známky nekótované společnosti. Odhadce a oceňování majetku*. 2013. sv. 19, č. I, s. 32--54. ISSN 1213-8223.

VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Praha: ASPI, 2007. ISBN 978-80-7357-297-6.

STROUHAL, Jiří. *Oceňování v účetnictví*. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2013. ISBN 978-80-7478-366-1.

SVAČINA, Pavel. *Oceňování nehmotných aktiv*. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-62-0.

ČADA, Karel. *Oceňování nehmotného majetku*. 2., upr. vyd. Praha: Oeconomica, 2007. ISBN 978-80-245-1187-0.

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-80-4.

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

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

HESKOVÁ, Marie. *Brand management – Značka jako nehmotné aktivum firmy*. Mladá Boleslav: Škoda Auto Vysoká škola, 2008. SAU working papers. ISBN 978-80-87042-18-2.

Burza cenných papírů Praha: *Akcie* [online]. [cit. 20.10.2017]. Dostupný z URL: <<https://www.pse.cz/udaje-o-trhu/akcie/prime-market/>>

Česká národní banka: *Aktuální prognóza ČNB* [online]. [cit. 24. 8. 2017]. Dostupný z URL: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/

Česká národní banka: *Výnosy dluhopisového koše státních dluhopisů (měsíční průměr)* [online]. [cit. 16. 11. 2017]. Dostupný z URL: https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=1&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=22049&p_uka=3&p_strid=

Damodaran: *1/2017 pro odvětví Beverage (Soft)* [online]. [cit. 18.11.2017]. Dostupný z URL: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>

Euromonitor: *Czech Republic* [online]. [cit. 15.9.2017]. Dostupný z URL: <<http://www.euromonitor.com/search?txtSearch=czech+rapublic+>>

Český statistický úřad: *Vývoj tržeb z nápojů v ČR* [online]. [cit. 20.9.2017]. Dostupný z URL: <https://www.czso.cz/csu/czso/prumysl_energetika>

Český statistický úřad: *Inflace* [online]. [cit. 18.8.2017]. Dostupný z URL: <https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace>

Peníze: *Cukr č. 11* [online]. [cit. 18.9.2017]. Dostupný z URL: <<https://www.penize.cz/komodity-a-futures/56183-cukr-c-11>>

Interbrand: *Best brand* [online]. [cit. 20.11.2017]. Dostupný z URL: <<http://interbrand.com/best-brands/best-global-brands/2017/interactive-data/>>

Forbes: *The World's Most Valuable Brands* [online]. [cit. 21.11.2017]. Dostupný z URL: <<https://www.forbes.com/companies/pepsi/>>

Forbes: *The World's Most Valuable Brands* [online]. [cit. 21.11.2017]. Dostupný z URL: <<https://www.forbes.com/companies/coca-cola/>>

The Statistics Portal: *Brand value of Coca-Cola 2006-2017* [online]. [cit. 21.11.2017]. Dostupný z URL: <<https://www.statista.com/statistics/326065/coca-cola-brand-value/>>

Kofola ČeskoSlovensko: *Historie firmy* [online]. [cit. 20.7.2017]. Dostupný z URL: <<http://firma.kofola.cz/historie>>

Kofola ČeskoSlovensko: *Reporty a prezentace* [online]. [cit. 28.7.2017]. Dostupný z URL: <<http://firma.kofola.cz/investor/reporty-a-prezentace>>

Kofola ČeskoSlovensko: *Finanční ukazatele* [online]. [cit. 10.8.2017]. Dostupný z URL: <<http://firma.kofola.cz/investor/financni-ukazatele>>

Zákon č. 563/1991 Sb. o účetnictví v novelizovaném znění.

České účetní standardy pro účetní jednotky, které účtují podle vyhlášky č. 500/2002 Sb. v novelizovaném znění.

Vyhláška č. 500/2002 Sb., ustanovení zákona o účetnictví, pro účetní jednotky, které jsou podnikateli účtujícími v soustavě podvojného účetnictví v novelizovaném znění.

Seznam obrázků a tabulek

Seznam obrázků

Obr. 1 Cenové vrstvy na trhu zmrzliny	23
Obr. 2 Hodnotový řetězec značky	29
Obr. 3 Metodologie oceňování značky – metoda ekonomického užitku	36
Obr. 4 Vztah mezi čistými operačními aktivy (NOA), EVA a MVA	48
Obr. 5 Produktové portfolio společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s.	51
Obr. 6 Struktura vztahů mezi propojenými osobami k 31.12.2016	52
Obr. 7. Vývoj 2T repo sazby	53
Obr. 8 Vývoj sazby PRIBOR ČNB (3 měsíční průměry)	54
Obr. 9 Prognóza vývoje úrokových sazeb	55
Obr. 10 Průměrná inflace	55
Obr. 11 Prognóza inflace na horizontu měnové politiky	56
Obr. 12 Vývoj měnového agregátu M3 a 2T repo sazby	57
Obr. 13 Vývoj peněžního agregátu M3	58
Obr. 14 Predikce reálného HDP	59
Obr. 15 Kvartální predikce reálného HDP	59
Obr. 16 Vývoj státního dluhu a salda státního dluhu	60
Obr.17 Saldo státního dluhu (mld. Kč)	61
Obr. 18 Historický vývoj spotřeby nealkoholických nápojů	63
Obr. 19 Podrobnější vývoj spotřeby nealkoholických nápojů	64
Obr. 20 Vývoj tržeb z výroby nápojů a ukazatele růstu ekonomiky (HDP)	65
Obr. 21 Prognóza ČNB o vývoji HDP	66
Obr. 22 Vývoj podílu firem na českém trhu výroby a distribuce nealkoholických nápojů	68
Obr. 23 Vývoj ceny cukru (USc/libra)	69

Obr. 24 Vývoj ceny akcií Kofoly ČS	73
Obr. 25 Vývoj rentability	79

Seznam tabulek

Tab. 1 Role značky.....	12
Tab. 2 Kritéria výběrů prvků a prvky značky.....	13
Tab. 3 Značky se silným názvem versus značky s abstraktním logem	16
Tab.4 Užití prvků značky v závislosti na kritériích	17
Tab. 5 Užití prvků značky v závislosti na kritériích	18
Tab. 6 Sedm dimenzí kvality produktu	20
Tab. 7 Doporučení pro strategie „Ziskovost kvality, tj. zisk ve vztahu k nákladům na kvalitu“	21
Tab. 9 Dimenze tržní výkonnosti	31
Tab. 10 Metody DCF	39
Tab. 11 Vzorce pro výpočet DCF entity.....	45
Tab. 12 Vzorec pro výpočet DFC equity.....	46
Tab. 13 Vzorec pro výpočet ukazatele EVA (economic value added).....	47
Tab. 14 Schéma výpočtu metody EVA.....	48
Tab. 15 Zhodnocení globální fundamentální analýzy	62
Tab. 16 Predikce vývoje tržeb nealkoholických nápojů v ČR	66
Tab. 17 Analýza konkurence	67
Tab. 18 Struktura akcionářů skupiny Kofola ČS	72
Tab. 19 Průměrná a současná hodnota závěrečného kurzu	74
Tab. 20 Vyplacené dividendy společností Kofola ČS	75
Tab. 21 Vývoj čistého zisku skupiny Kofola ČS.....	76
Tab. 22 Udržovací růstový model pro společnost Kofola ČS	76

Tab. 23 Model CAPM	77
Tab. 24 Analýza rentability podniku.....	78
Tab. 25 Analýza aktivity podniku	80
Tab. 26 Analýza likvidity podniku	81
Tab. 27 Analýza zadluženosti podniku	83
Tab. 28 Ukazatelé kapitálového trhu I.	84
Tab. 29 Ukazatelé kapitálového trhu II.	85
Tab. 30 IN indexy	86
Tab. 31 Aspekt Global Rating.....	86
Tab. 32 Rychlý test podle Maříka	87
Tab. 33 Gordonův jednostupňový model.....	88
Tab. 34 Ukazatelé kapitálového trhu v běžných hodnotách	89
Tab. 35 Vnitřní hodnota akcie Kofoly ČR.....	91
Tab. 36 Vstupní hodnoty ocenění.....	92
Tab. 37 Vážené průměrné náklady na kapitál (WACC).....	94
Tab. 38 Stanovení hodnoty podniku metodou DCF	95
Tab. 39 Stanovení hodnoty podniku metodou EVA.....	95
Tab. 40 Market Value Added (Goodwill).....	97
Tab. 41 Společnost Coca-Cola.....	99
Tab. 42 Společnost PepsiCo	100
Tab. 43 Společnost Kofola ČR	101
Tab. 44 Multiplikátory k hodnotě značky	102
Tab. 45 Společnost Kofola ČR (včetně odhadnuté hodnoty značky).....	103

Seznam příloh

Příloha č. 1 Popis společností ve skupině Kofola ČS	115
Příloha č. 2 Jednorázové vlivy v letech 2012-2016	116
Příloha č.3 Aktiva (tis. Kč) za období 31.12.2014 - 31.12.2016.....	117
Příloha č.4 Aktiva (tis. Kč) za období 30.09.2016 - 30.09.2017.....	118
Příloha č.5 Pasiva (tis. Kč) za období 31.12.2014 - 31.12.2016.....	119
Příloha č.6 Pasiva (tis. Kč) za období 30.09.2016 - 30.09.2017.....	120
Příloha č.7 Konsolidovaný výkaz zisku a ztráty (tis. Kč) za období 2016 - 2014	121
Příloha č.8 Upravené konsolidované finanční výsledky (tis. Kč) za období 9M17- 2016	122
Příloha č.9 Upravené konsolidované finanční výsledky (tis. Kč) za období 2016 - 2015	123
Příloha č.10 Konsolidovaný výkaz o peněžních tocích (tis. Kč) z provozní a investiční činnosti	124
Příloha č.11 Konsolidovaný výkaz o peněžních tocích (tis. Kč) z finanční činnosti a celkové cash flow	125
Příloha č.12 Konsolidovaný výkaz o zisku a ztrát (tis. Kč) za období 9M17/3Q17 – 9M16/3Q16.....	126

Příloha č. 1 Popis společností ve skupině Kofola ČS

Název společnosti	Místo podnikání	Hlavní činnost	Vlastnické podíly a hlasovací práva	
			31.12.2016	31.12.2015
Holdingové společnosti				
Kofola ČeskoSlovensko a.s.	Czech Republic	Hlavní holdingová společnost		
Alofok Ltd.	Cyprus	holding	100,00%	100,00%
Kofola CS a.s.	Czech Republic	holding	- *	100,00%
Kofola holdinška družba d.o.o.	Slovenia	holding	- *	100,00%
KOFOLO S.A.	Poland	holding	- *	100,00%
Výroba a prodej				
Kofola a.s.	Czech Republic	výroba a distribuce nealkoholických nápojů	100,00%	100,00%
Kofola a.s.	Slovakia	výroba a distribuce nealkoholických nápojů	100,00%	100,00%
PINELLI spol. s r.o.	Czech Republic	udílení licencí k ochranným známkám	- *	100,00%
Hoop Polska Sp. z o.o.	Poland	výroba a distribuce nealkoholických nápojů	100,00%	100,00%
UGO Trade s.r.o.	Czech Republic	provoz řetězce juice barů a salaterií	90,00%	90,00%
RADENSKA d.o.o. ***	Slovenia	výroba a distribuce nealkoholických nápojů	100,00% **	97,62%
Studenac d.o.o. ****	Croatia	výroba a distribuce nealkoholických nápojů	100,00%	n/a
Radenska d.o.o.	Croatia	neaktivní	100,00% **	97,62%
Radenska d.o.o.	Serbia	neaktivní	100,00% **	97,62%
Radenska Miral d.o.o.	Slovenia	udílení licencí k ochranným známkám	100,00% **	97,62%
Sicheldorfer GmbH	Austria	neaktivní	100,00% **	97,62%
Přeprava				
SANTA-TRANS s.r.o.	Czech Republic	silniční nákladní přeprava	100,00%	100,00%
Přidružené společnosti				
OOO Megapack	Russia	výroba nealkoholických nápojů a nápojů s nízkým obsahem alkoholu	50,00%	50,00%
OOO Trading House Megapack	Russia	prodej a distribuce nealkoholických nápojů a nápojů s nízkým obsahem alkoholu	50,00%	50,00%
* 12. března 2016 představenstvo Společnosti scválilo přeshraniční fúzi společností Kofola ČeskoSlovensko a.s., Kofola CS a.s., Kofola S.A., Kofola holdinška družba d.o.o. a PINELLI spol. s r.o				
** 25. července 2016 schválil soud ve Slovinsku vytěsnění minoritních akcionářů společnosti Radenska d.d. 28. července 2016, centrální registr cenných papírů ve Slovinsku zaregistroval vytěsnění, Kofola holdinška družba d.o.o. se tak stala jediným akcionářem Radenska d.d.				
*** 2. září 2016 schválil soud ve Slovinsku změnu právní formy z Radenska d.d. na RADENSKA d.o.o.				
****20. prosince 2016 RADENSKA d.o.o. úspěšně ukončila již dříve oznámenou akvizici Studenac d.o.o.				

Příloha č. 2 Jednorázové vlivy v letech 2012-2016

2012
* očištěno o jednorázový vliv snížení hodnoty hmot. majetku ve výši 10 mil. Kč
2013
* očištěno o jednorázové vlivy: snížení hodnoty goodwillu, značek a hmotného majetku vztahující se k polským operacím ve výši 879 mil. Kč, významný zisk z prodeje hmotného majetku ve výši 19 mil. Kč., prodej dceřinné společnosti Santa-Trans.SK ve výši 13 mil. Kč, rozpuštění odložené daňové pohledávky ve výši 132 mil. Kč a daň vztahující se k prodeji hmotného majetku ve výši 0,7 mil. Kč.
2015
* očištěno o jednorázové vlivy: čisté náklady ve výši 102,6 mil. Kč vztahující se ke kvalitativním stížnostem spojených s nízkou kvalitou obalového materiálu; náklady ve výši 11,8 mil. Kč vztahujících se k poradenství v oblasti reorganizace skupiny a další náklady ve výši 13,4 mil. Kč vztahující se k promoci IPO; náklady ve výši 9,1 mil. Kč vztahující se k akvizici WAD Group; náklady ve výši 27,3 mil. Kč vztahující se k poradenství k akvizici Radenska; náklady ve výši 8,3 mil. Kč vztahující se zejména k implementaci skupinových IT standardů; rozpuštění rezervy na soudní řízení ve výši 17,7 mil. Kč.
2016
* očištěno o jednorázové vlivy: ukončení výroby v Bielsku a náklady na reorganizaci (CZK 36 mil.), náklady fúze, akvizice a due diligence (CZK 47 mil.), výnosy z pojistného plnění spojeného s reklamacemi a rozpuštění rezervy na soudní spor (CZK 29mil.), náklady spojené s odcházením z polské burzy (CZK 3 mil.), snížení hodnoty aktiv v Polsku (CZK 70 mil.) a v ruské přidružené společnosti (CZK 126 mil.), opravné položky k pohledávkám (CZK 24 mil.)

Příloha č.3 Aktiva (tis. Kč) za období 31.12.2014 - 31.12.2016

	31.12.2016	31.12.2015	31.12.2014
Dlouhodobá aktiva	4 915 863	5 095 724	4 171 985
Budovy, stroje a zařízení	3 442 624	3 508 993	2 823 390
Goodwill	86 302	86 302	87 986
Nehmotná aktiva	1 164 092	1 176 524	1 064 370
Investice do přidružených společností	67 782	155 921	181 385
Ostatní pohledávky	51 142	56 348	11 478
Ostatní nefinanční aktiva	2 440	14 833	396
Odložená daňová pohledávka	101 481	96 803	2 980
Oběžná aktiva	3 104 020	3 395 290	1 787 877
Aktiva určená k prodeji	111 715	3 506	-
Oběžná aktiva mimo aktiva určená k prodeji	2 992 305	3 391 784	1 787 877
Zásoby	485 440	501 093	423 051
Pohledávky z obchodního styku a jiné pohledávky	1 081 680	934 452	793 602
Pohledávky z daně z příjmů	4 171	16 231	2 460
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty	1 421 014	1 940 008	568 764
Aktiva celkem	8 019 883	8 491 014	5 959 862

Příloha č.4 Aktiva (tis. Kč) za období 30.09.2016 - 30.09.2017

	30.09.2017	30.09.2016
Dlouhodobá aktiva	4 835 220	4 880 861
Budovy, stroje a zařízení	3 319 569	3 328 003
Goodwill	86 302	86 302
Nehmotná aktiva	1 208 792	1 161 130
Investice do přidružených společností	73 020	177 395
Ostatní pohledávky	65 374	46 560
Ostatní nefinanční aktiva	2 353	6 793
Odložená daňová pohledávka	79 810	74 678
Oběžná aktiva	3 015 910	3 438 820
Aktiva určená k prodeji	105 612	113 862
Oběžná aktiva mimo aktiva určená k prodeji	2 910 298	3 324 958
Zásoby	615 527	526 344
Pohledávky z obchodního styku a jiné pohledávky	1 142 479	1 032 190
Pohledávky z daně z příjmů	6 389	4 329
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty	1 145 903	1 762 095
Aktiva celkem	7 851 130	8 319 681

Příloha č.5 Pasiva (tis. Kč) za období 31.12.2014 - 31.12.2016

	31.12.2016	31.12.2015	31.12.2014
Vlastní kapitál připadající vlastníkům Kofola ČeskoSlovensko a.s.	2 736 572	2 810 188	2 569 449
Základní kapitál	2 229 500	2 229 500	151499
Ážio a reorganizační kapitálové fondy	-1 962 871	-1 962 871	-
Ostatní kapitálové fondy	2 075 994	2 085 568	2 004 024
Fondy z přepočtů cizí měny	165 925	166 710	235 031
Vlastní akcie	-915	-	-2 811
Nerozdělené zisky	228 939	291 281	181 706
Vlastní kapitál připadající nekontrolním podílům	2 896	49 233	7 380
Vlastní kapitál celkem	2 739 468	2 859 421	2 576 829
Dlouhodobé závazky	1 580 357	1 750 669	1 029 534
Bankovní půjčky a výpomoci	880 318	994 323	456 297
Vydané dluhopisy	327 072	325 885	323 814
Závazky z finančního leasingu	167 295	199 620	74 632
Rezervy	27 002	24 940	3 649
Jiné závazky	15 925	47 903	34 440
Odložený daňový závazek	162 745	157 998	136 702
Krátkodobé závazky	3 700 058	3 880 924	2 353 499
Bankovní půjčky a výpomoci	1 672 723	1 637 805	556 708
Vydané dluhopisy	3 668	3 657	3 707
Závazky z finančního leasingu	58 603	55 600	40 607
Závazky z obchodního styku a další závazky	1 779 351	1 986 011	1 634 692
Závazky k dani z příjmů	17 562	1 399	29 980
Jiné finanční závazky	10 916		325
Rezervy	157 235	196 452	87 480
Závazky celkem	5 280 415	5 631 593	3 383 033
Kapitál a závazky celkem	8 019 883	8 491 014	5 959 862

Příloha č.6 Pasiva (tis. Kč) za období 30.09.2016 - 30.09.2017

	30.09.2017	30.09.2016
Vlastní kapitál připadající vlastníkům Kofola ČeskoSlovensko a.s.	2 518 673	3 087 266
Základní kapitál	2 229 500	2 229 500
Ážio a reorganizační kapitálové fondy	-1 962 871	-1 962 871
Ostatní kapitálové fondy	2 075 994	2 081 482
Fondy z přepočtů cizí měny	48 433	133 777
Vlastní akcie	-1357	-922
Nerozdělené zisky	128 974	606 300
Vlastní kapitál připadající nekontrolním podílům	-1157	4 197
Vlastní kapitál celkem	2 517 516	3 091 463
Dlouhodobé závazky	2 129 342	1 666 709
Bankovní půjčky a výpomoci	1 504 856	968 179
Vydané dluhopisy	328 271	326 669
Závazky z finančního leasingu	126 512	173 829
Rezervy	21 446	23 249
Jiné závazky	388	53 706
Odložený daňový závazek	147 869	121 077
Krátkodobé závazky	3 204 272	3 561 509
Bankovní půjčky a výpomoci	1 043 872	1 581 429
Vydané dluhopisy	15 046	15 047
Závazky z finančního leasingu	52 899	57 224
Závazky z obchodního styku a další závazky	1 804 947	1 712 311
Závazky k dani z příjmů	18 556	22 680
Jiné finanční závazky	87 838	11 148
Rezervy	181 114	161 670
Závazky celkem	5 333 614	5 228 218
Kapitál a závazky celkem	7 851 130	8 319 681

**Příloha č.7 Konsolidovaný výkaz zisku a ztráty (tis. Kč) za období
2016 - 2014**

Konsolidovaný výkaz zisku a ztráty (tis. Kč)			
	31.12.2016	31.12.2015	31.12.2014
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	6 506 401	6 755 305	6 199 737
Tržby za prodej zboží a materiálu	492 559	401 427	75 654
Tržby	6 998 960	7 156 732	6 275 391
Náklady na prodeje výrobků a služeb	-3 792 363	-3 968 770	-3 810 655
Náklady vynaložené na prodané zboží a materiál	-418 133	-361 734	-70 704
Náklady na prodeje	-4210496	-4330504	-3 881 359
Hrubý zisk	2 788 464	2 826 228	2 394 032
Obchodní, marketingové a distribuční náklady	-1 910 997	-1 898 428	-1 607 706
Administrativní náklady	-444 957	-446 855	-317 937
Ostatní provozní výnosy	84 491	134 544	14 856
Ostatní provozní náklady	-56 267	-180 810	-40 420
Snížení hodnoty aktiv	-196 837	-	-
Provozní zisk	263 897	434 679	442 825
Finanční výnosy	12 329	20 961	7 885
Finanční náklady	-104 911	-129 990	-93 247
Podíl na zisku/(ztrátě) přidružených společností	-915	-3 389	11 940
Zisk před zdaněním	170 400	322 261	369 403
Daň z příjmů	-87 000	-93 260	-79 274
Čistý zisk za období	83 400	229 001	290 129
Podíly akcionářů mateřského podniku	86 373	227 657	290 438
Nekontrolní podíly	-2 973	1 344	-309

Příloha č.8 Upravené konsolidované finanční výsledky (tis. Kč) za období 9M17- 2016

Upravené konsolidované finanční výsledky 9M17 a 2016 (tis. Kč)				
	9M17	j.ú.	9M17*	2016
Výnosy	5 354 076	-	5 354 076	6 998 960
Náklady na prodej	-3 145 548	-	-3 145 548	-4 210 496
Hrubý zisk	2 208 528	-	2 208 528	2 788 464
Obchodní, marketingové a distribuční náklady	-1 624 091	-	-1 624 091	-1 910 997
Administrativní náklady	-296 007	10 407	-285 600	-444 957
Ostatní provozní výnosy/(náklady), netto	-3 358	9 190	5 832	-168 613
Provozní výsledek hospodaření	285 072	19 597	304 669	263 897
Odpisy a amortizace	401 069	-	401 069	523 003
EBITDA (2016 *-2016 upraveno **)	686 141	19 597	705 738	786 900
Finanční (náklady)/výnosy, netto	-9 385	-	-9 385	-93 497
Daň z příjmů	-78 764	-664	-79 428	-87 000
Výsledek hospodaření za účetní období	196 623	18 933	215 856	83 400
- připadající vlastníkům Kofola ČeskoSlovensko a.s.	200 973	18 933	219 909	86 373
j.ú. = jednorázové úpravy				
* upraveno				

Příloha č.9 Upravené konsolidované finanční výsledky (tis. Kč) za období 2016 - 2015

Upravené konsolidované finanční výsledky 2016 a 2015 (tis. Kč)					
	j.ú.	2016*	2015	j.ú.	2015*
Výnosy	-	6 998 960	7 156 732	34 106	7 190 838
Náklady na prodej	-1 097	-4 211 593	-4 330 504	-21 598	-4 352 102
Hrubý zisk	-1 097	2 787 367	2 826 228	12 508	2 838 736
Obchodní, marketingové a distribuční náklady	34 143	-1 876 854	-1 898 428	14 029	-1 884 399
Administrativní náklady	41 898	-403 059	-446 855	61 364	-385 491
Ostatní provozní výnosy/(náklady), netto	202 516	33 903	-46 266	66 833	20 567
Provozní výsledek hospodaření	277 460	541 357	434 679	154 734	589 413
Odpisy a amortizace	-	523 003	513 201	-	513 201
EBITDA (2016 *- 2016 upraveno **)	277 460	1 064 360	947 880	154 734	1 102 614
Finanční (náklady)/výnosy, netto	-	-93 497	-112 418	-	-112 418
Daň z příjmů	-18 769	-105 769	-93 260	-9 812	-103 072
Výsledek hospodaření za účetní období	258 691	342 091	229 001	144 922	373 923
- připadající vlastníkům Kofola ČeskoSlovensko a.s.	258 691	345 064	227 657	144 575	372 232
j.ú. = jednorázové úpravy					
* upraveno					
* EBITDA představuje provozní výsledek upravený o odpisy a amortizaci **Upravený výsledek EBITDA" představuje EBITDA upravený o vlivy a transakce, které jsou jednorázové, mimořádné, obvykle nepeněžní povahy, zahrnují především výsledky z prodeje hmotných a finančních aktiv, náklady z mimořádných operací, například snížení hodnoty aktiv, finančních aktiv, goodwillu nebo nehmotných aktiv, náklady na restrukturalizaci.					

**Příloha č.10 Konsolidovaný výkaz o peněžních tocích (tis. Kč)
z provozní a investiční činnosti**

Konsolidovaný výkaz o peněžních tocích (tis. Kč tis. Kč)			
	2014	2015	2016
Peněžní toky z provozních činností			
Zisk před zdaněním	369 403	322 261	170 400
Úpravy o:			
Nepeněžní operace			
Odpisy a amortizace	471 995	513 201	523 003
Nákladové a výnosové úroky, netto	62 805	74 666	75 492
Podíl na zisku přidružených společností	-11 940	3 389	915
Změna zůstatku rezerv a opravných položek	30 408	40 595	-46 168
Snížení hodnoty	-	-	196 837
Zisk z prodeje hmotného a nehmotného majetku	-9 176	-3 770	-980
Přecenění derivátů	-	11 946	2 745
Kurzové zisky a ztráty, netto	-15 455	11 873	5 039
Jiné	-	7 399	11 656
Peněžní operace			
Zaplacená daň z příjmů	-74 902	-115 379	-60 535
Změny stavu provozních aktiv a závazků	-	-	-
Změny pohledávek	164 221	-68 986	-135 353
Změny zásob	-184 836	-3 450	48 357
Změny závazků	159 903	141 496	-136 078
Čistý peněžní tok z provozních činností	962 426	935 241	655 330
Peněžní toky z investičních činností			
Prodej budov, strojů a zařízení	51 556	14 435	11 484
Pořízení budov, strojů a zařízení a nehmotných aktiv	-297 647	-397 700	-527 612
Nákup finančních aktiv	-	-44 870	-6 500
Prodej investic	2 501	-	-
Akvizice dceřiných společností, bez nakoupených peněžních prostředků	-47 768	-713 305	-201 361
Přijaté dividendy	22 478	-	-
Poskytnuté půjčky	-	-	-38 089
Přijaté úroky	1 606	4 665	1 159
Splácení půjček	25 571	-	12 252
Čistý peněžní tok z investičních činností	-241 703	-1 136 775	-748 667

**Příloha č.11 Konsolidovaný výkaz o peněžních tocích (tis. Kč)
z finanční činnosti a celkové cash flow**

Konsolidovaný výkaz o peněžních tocích (tis. Kč tis. Kč)			
	2014	2015	2016
Peněžní toky z finančních činností			
Platby finančního leasingu	-72 051	-59 200	-63 379
Čerpání úvěrů a půjček	318 122	2 053 323	233 687
Hrubý výnos z upsaných akcií	-	140 250	-
Splátky půjček a bankovních úvěrů	-417 760	-425 479	-347 375
Dividendy vyplacené akcionářům společnosti	-112 908	-11 978	-156 051
Dividendy vyplacené akcionářům nekontrolních podílů	-	-2 546	-
Zaplacené úroky a bankovní poplatky	-67 607	-78 460	-77 900
Odkup vlastních akcií	-	-38 963	-3 743
Ostatní	-	-12 310	-5 657
Čistý peněžní tok z finančních činností	-352 204	1 564 637	-420 418
Čisté zvýšení (snížení) peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	368 519	1 363 103	-513 755
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty na začátku období	201 669	568 764	1 940 008
Vliv kurzových rozdílů na výši peněžních prostředků	-1 424	8 141	-5 239
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty na konci období	568 764	1 940 008	1 421 014

Příloha č.12 Konsolidovaný výkaz o zisku a ztrát (tis. Kč) za období 9M17/3Q17 – 9M16/3Q16

Konsolidovaný výkaz zisku a ztráty (tis. Kč)				
	9M17	3Q17	9M16	3Q16
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	4 952 107	1 847 853	5 066 457	1 795 364
Tržby za prodej zboží a materiálu	401 969	135 241	359 327	126 039
Tržby	5 354 076	1 983 094	5 425 784	1 921 403
Náklady na prodeje výrobků a služeb	-2 796 773	-988 945	-2 940 290	-1 000 597
Náklady vynaložené na prodané zboží a materiál	-348 775	-121 220	-297 414	-98 088
Náklady na prodeje	-3 145 548	-1 110 165	-3 237 704	-1 098 685
Hrubý zisk	2 208 528	872 929	2 188 080	822 718
Obchodní, marketingové a distribuční náklady	-1 624 091	-566 699	-1 461 318	-518 945
Administrativní náklady	-296 007	-87 053	-329 533	-103 303
Ostatní provozní výnosy	62 895	29 167	55 316	17 815
Ostatní provozní náklady	-66 253	-56 851	-57 439	-50 523
Snížení hodnoty aktiv	-	-	-	-
Provozní zisk	285 072	191 493	395 106	167 762
Finanční výnosy	54 771	13 770	9 943	-330
Finanční náklady	-76 567	-32 113	-79 570	-17 632
Podíl na zisku/(ztrátě) přidružených společností	12 411	6 393	-633	3 960
Zisk před zdaněním	275 687	179 543	324 846	153 760
Daň z příjmů	-78 764	-47 385	-58 949	-17 389
Čistý zisk za období	196 923	132 158	265 897	136 371
Podíly akcionářů mateřského podniku	200 976	133 657	267 569	138 189
Nekontrolní podíly	-4 053	-1 499	-1 672	-1 818

ANOTAČNÍ ZÁZNAM

AUTOR	Bc. Lenka Zvolánková		
STUDIJNÍ OBOR	6208T138 Globální podnikání a finanční řízení podniku		
NÁZEV PRÁCE	Stanovení indikativní hodnoty značky Kofola		
VEDOUCÍ PRÁCE	doc. Ing. Romana Čížinská, Ph.D.		
KATEDRA	KFRP – Katedra finančního řízení podniku	ROK ODEVZDÁNÍ	2018
POČET STRAN	114		
POČET OBRÁZKŮ	25		
POČET TABULEK	45		
POČET PŘÍLOH	12		
STRUČNÝ POPIS	<p>Cílem diplomové práce je fundamentální analýza a stanovení hodnoty kategorie fair value společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. s navazujícím cílem stanovení hodnoty značky Kofola.</p> <p>Teoretická část diplomové práce je věnována značce z marketingového hlediska a z hlediska oceňování. Význam značky pro firmu a možnosti stanovení její hodnoty včetně popisu oceňovacích metod podniku.</p> <p>Praktická část se věnuje podniku Kofola ČeskoSlovensko a.s., kde je popsána historie, produktové portfolio a cíle podnikání. Součástí praktické části je fundamentální analýza podniku, která je zaměřena na stanovení vnitřní hodnoty akcie. Další součástí praktické části je stanovení hodnoty značky Kofola, a to na úrovni indikativního ocenění vycházejícího z předpokladu, že hodnota značky zaujímá významný podíl na hodnotě "market value added" společnosti.</p>		
KLÍČOVÁ SLOVA	značka, nehmotná aktiva, oceňování, Kofola ČeskoSlovensko a.s., fundamentální analýza, hodnota značky		
PRÁCE OBSAHUJE UTAJENÉ ČÁSTI: Ne			

ANNOTATION

AUTHOR	Bc. Lenka Zvolánková		
FIELD	6208T138 Corporate Finance Management in the Global Environment		
THESIS TITLE	Determination of the indicative value of the brand Kofola		
SUPERVISOR	doc. Ing. Romana Čížinská, Ph.D.		
DEPARTMENT	KFMU – Department of Financial and Managerial Accounting	YEAR	2018
NUMBER OF PAGES	114		
NUMBER OF PICTURES	25		
NUMBER OF TABLES	45		
NUMBER OF APPENDICES	12		
SUMMARY	<p>The aim of the diploma thesis is fundamental analysis and valuation of the fair value category of Kofola ČeskoSlovensko a.s. with the subsequent aim of determining the overall value of the Kofola brand.</p> <p>The theoretical part of the diploma thesis concentrates on brand in marketing and valuation terms, showing the importance of the brand to the company as a whole, and the possibilities therein of determining the value of the brand itself. The thesis also including a description of the company's valuation methods.</p> <p>The practical part deals with the company Kofola ČeskoSlovensko a.s. describing its history, product portfolio and the goals of the business. It includes fundamental analysis of the company, with a focus on determining the internal value of the companies shares. Another part of the practical section helps determine the value of the brand "Kofola" at the indicative valuation level, based on the assumption that the value of the brand takes a significant portion of the value of the market value added of the company.</p>		
KEY WORDS	brand, intangible assets, valuation, Kofola ČeskoSlovensko a.s., fundamental analysis, brand value		
THESIS INCLUDES UNDISCLOSED PARTS: No			