

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra ekonomiky



Diplomová práce

Oceňování podniku

BSc. Peter Janec

© 2021 ČZU v Praze

ČESKÁ ZEMĚDĚLSKÁ UNIVERZITA V PRAZE

Provozně ekonomická fakulta

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Peter Janec

Ekonomika a management

Provoz a ekonomika

Název práce

Oceňování podniku

Název anglicky

Business valuation

Cíle práce

Hlavním cílem diplomové práce je ocenění vybraného podniku/závodu na základě vhodně použitých metod oceňování. Výsledkem bude stanovení konkrétní hodnoty podniku/závodu.

Metodika

Diplomová práce se bude dělit na dvě části. Teoretická část práce analyzuje odbornou literaturu k tématu diplomové práce, zahrnuje vysvětlení odborných pojmů, představení různých metod oceňování podniku a kategorie hodnot podniku. V teoretické části se také definují jednotlivé kroky, které jsou nezbytné pro ocenění podniku.

Praktická část diplomové práce zahrnuje charakteristiku vybrané společnosti – její základní údaje, historii, předmět podnikání. Data o společnosti budou sesbírána z veřejně dostupných zdrojů. Následně bude provedena analýza dat a prakticky naplněn obecný postup ocenění podniku. Závěrečnou kapitolou praktické části bude ocenění podniku vhodně vybranou metodou, kde výsledkem bude konkrétní hodnota.

Doporučený rozsah práce

60 -80

Klíčová slova

Ocenění podniku/závodu, metody oceňování, finanční analýza, strategická analýza, finanční plán

Doporučené zdroje informací

DAMODARAN, A. *Investment Valuation: Second edition*. John Wiley and Sons Inc 2001. ISBN 978-0471280811

MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku pro pokročilé : hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-42-2.

MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku pro pokročilé*. Praha: Ekopress 2018. ISBN 978-8087865422

Penman, S. H. *Financial Statement Analysis and Security Valuation: Fifth Edition*. McGraw-Hill 2013. ISBN 978-007-132640-7

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

Předběžný termín obhajoby

2020/21 LS – PEF

Vedoucí práce

Ing. Renata Aulová, Ph.D.

Garantující pracoviště

Katedra ekonomiky

Elektronicky schváleno dne 30. 10. 2020

prof. Ing. Miroslav Svatoš, CSc.

Vedoucí katedry

Elektronicky schváleno dne 5. 11. 2020

Ing. Martin Pelikán, Ph.D.

Děkan

V Praze dne 28. 03. 2021

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou diplomovou práci "Oceňování podniku" jsem vypracoval samostatně pod vedením vedoucího diplomové práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v práci a uvedeny v seznamu použitých zdrojů na konci práce. Jako autor uvedené diplomové práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušil autorská práva třetích osob.

V Praze dne 31.3.2021

Poděkování

Rád bych touto cestou poděkoval Ing. Renatě Aulové, Ph.D. za odborné a věcné vedení, za rady a za pomoc při zpracování této diplomové práce.

Oceňování podniku

Abstrakt

Diplomová práce se zabývá oceněním výrobního podniku Kofola a.s. k 31. 12. 2019. Účelem ocenění je stanovení tržní hodnoty oceňovaného podniku pro potenciálního zájemce o koupi podniku. Ocenění je zpracováno použitím metody DCF entity a na základě veřejně dostupných dat. Teoretická část diplomové práce se věnuje obecně konceptu ocenění, popisuje postup ocenění a představuje základní metody ocenění. Praktická část se skládá ze strategické analýzy, finanční analýzy a finančního plánu podniku. Poslední kapitolou praktické části je samotné ocenění podniku na bázi tržní hodnoty. Závěr práce zahrnuje výsledné hodnocení postupu ocenění.

Klíčová slova:

Ocenění podniku/ závodu, metody oceňování, finanční analýza, strategická analýza, finanční plán

Business valuation

Abstract

The diploma thesis deals with business valuation of Kofola a.s. as of the 31st of December 2019. The purpose of the valuation is to determine market value for potential buyer of the company. Valuation is conducted using DCF entity model and based on publicly accessible data. Theoretical part of the diploma thesis considers general concept of valuation, it describes the procedure and introduces basic valuation methods. Practical part of the thesis consists of strategy analysis, financial analysis, and financial plan of the company. The last chapter deals with the valuation itself based on the market value. The conclusion of the thesis discusses the evaluation of the valuation procedure.

Keywords:

Company valuation, valuation methods, financial analysis, strategic analysis, financial plan

Obsah

1. Úvod	13
2. Cíl práce a metodika	14
2.1. Cíl práce	14
2.2. Metodika	14
3. Teoretická část	15
3.1. Ocenění podniku	15
3.1.1. Účel ocenění	15
3.1.2. Legislativa	16
3.2. Hodnota podniku	16
3.2.1. Hladina hodnoty podniku	17
3.2.2. Kategorie hodnoty podniku	18
3.3. Postup při oceňování podniku	20
3.3.1. Sběr vstupních dat	20
3.3.2. Strategická analýza	21
3.3.3. Finanční analýza	25
3.3.4. Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná	31
3.3.5. Analýza a prognóza generátorů hodnoty	32
3.3.6. Sestavení finančního plánu	34
3.4. Metody oceňování podniku	35
3.4.1. Ocenění na základě analýzy výnosů	36
4. Praktická část	59
4.1. Představení podniku	59
4.1.1. Základní informace o podniku	59
4.1.2. Historie a charakteristika společnosti	60
4.2. Strategická analýza	60
4.2.1. Analýza vnějšího potenciálu	60

4.2.2.	Analýza vnitřního potenciálu.....	70
4.3.	Finanční analýza.....	83
4.3.1.	Analýza absolutních ukazatelů	83
4.3.2.	Analýza poměrových ukazatelů.....	89
4.3.3.	Čistý pracovní kapitál	95
4.4.	Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná	95
4.4.1.	Provozně nutný investovaný kapitál	96
4.4.2.	Korigovaný provozní výsledek hospodaření	97
4.5.	Analýza a prognóza generátorů hodnoty.....	97
4.5.1.	Tržby.....	97
4.5.2.	Provozní zisková marže	98
4.5.3.	Pracovní kapitál	101
4.5.4.	Dlouhodobý majetek a investice.....	103
4.6.	Finanční plán.....	105
4.6.1.	Analýza finančního plánu	109
4.7.	Ocenění podniku	110
4.7.1.	Diskontní míra WACC	110
4.7.2.	Výpočet free cash flow	112
4.7.3.	Dvoufázová metoda DCF entity	112
5.	Zhodnocení a doporučení	114
6.	Závěr.....	115
7.	Seznam použitých zdrojů	116
12.	Seznam tabulek	120
13.	Seznam grafů.....	123
14.	Seznam obrázků	123
15.	Seznam vzorců	123
16.	Seznam příloh	124

Seznam zkratek

APV	Adjusted present value	Upravená současná hodnota
BS	Balance sheet	Bilanční suma
C	Capital	Celkový kapitál
CAPM	Capital asset pricing model	Model oceňování kapitálových aktiv
D	Debt	Dluh
DCF	Discounted cash flow	Diskontované peněžní toky
E	Equity	Vlastní kapitál
EBIT	Earnings before interest, taxes	Zisk před úroky a zdaněním
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation, amortization	Zisk před úroky, zdaněním a odpisy
EAT	Earnings after tax	Zisk po zdanění
EVA	Economic value added	Ekonomická přidaná hodnota
EVS	European Valuation Standards	Evropské oceňovací standardy
FCF	Free cash flow	Volný peněžní tok
FCFF	Free cash flow to the firm	Volný peněžní tok do firmy
FCFE	Free cash flow to the equity	Volný peněžní tok pro vlastníky
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer	Institut německých auditorů
ISO	International Organization for Standardization	
IVS	International Valuation Standards	Mezinárodní oceňovací standardy
IVSC	International Valuation Standards Council	Výbor pro mezinárodní oceňovací standardy
MVA	Market valued added	Tržní přidaná hodnota
NOA	Net operating assets	Čistá operační aktiva
NOPAT	Net operating profit after tax	Čistý operační zisk po zdanění
NOPBT	Net operating profit before tax	Čistý operační zisk před zdaněním
r_D	Cost of debt	Náklady na cizí kapitál
r_E	Cost of equity	Náklady na vlastní kapitál
r_f	Risk free rate	Bezriziková výnosová míra
R_j	Historical return on investments	Historické výnosy investice

R_M	Mean return of market portfolio	Průměrný výnos tržního portfolia
ROA	Return on assets	Rentabilita aktiv
ROCE	Return on capital employed	Rentabilita investovaného kapitálu
ROE	Return on equity	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Return on sales	Rentabilita tržeb
RP	Risk premium	Riziková přírážka
T	Taxes	Daně
USPAP	Uniform Standards of Professional Appraisal Practice	Americké oceňovací standardy
WACC	Weighted average cost of capital	Průměrné vážené náklady kapitálu
w_D	Market value of debt	Tržní hodnota cizího kapitálu
w_E	Market value of equity	Tržní hodnota vlastního kapitálu
CK	Cizí kapitál	
ČNB	Česká národní banka	
ČR	Česká republika	
ČSN	Česká soustava norem	
ČSÚ	Český statistický úřad	
ČV	Odnímatelný čistý výnos	
d	Daňová sazba	
FR	Ppřirážka za systematické finanční riziko	
H_n	Hodnota netto	
H_b	Hodnota brutto	
HDP	Hrubý domácí produkt	
HoReCa	Hotely, restaurace, kavárny	
k_{DMb}	Koeficient náročnosti tržeb na investice brutto	
KČV	Kapitalizované čisté výnosy	
KMV	Karlovarské minerální vody	
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření	
KPVH _D	Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi	

KVH	Korigovaný výsledek hospodaření
nck	Náklady na cizí kapitál
nvk	Náklady na vlastní kapitál
NOZ	Nový občanský zákoník
OPPIK	Operační program podnikání a inovace pro konkurenceschopnost
OR	Přirážka za systematické obchodní riziko
PH	Pokračující hodnota
SR	Slovenská republika
TČV	Trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál

1. Úvod

Tématem této diplomové práce je ocenění podniku. Komplexnost oceňovacích technik umožňuje stanovit hodnotu aktiva, hmotného i nehmotného, použitím kvalitativních a kvantitativních faktorů. Proces ocenění kteréhokoliv aktiva je poměrně složitý, ale úroveň náročnosti závisí na typu aktiva, účelu ocenění a standardu hodnoty, kterou se oceňovatel snaží stanovit.

Ocenění podniku sehrává důležitou roli v oblasti korporátních financí, portfolia managementu nebo v oblasti fúzí a akvizic. Společnosti jsou zvyklé provádět ocenění za specifickým účelem. Může se jednat o fúzi nebo akvizici v rámci vertikální a horizontální integrace podniku, stanovení hodnoty podniku také pomáhá managementu a vlastníkům podniku v procesu projektového řízení, určování firemních strategií, vyhodnocení výkonnosti podniku a jiné.

Z pohledu oceňovatele je ocenění podniku náročnou úlohou, která vyžaduje interdisciplinární znalosti. Proces ocenění kombinuje znalosti z oblasti financí, ekonomie, statistiky, matematiky a ekonometrie. Neoddělitelnou součástí oceňování je detailní znalost podniku po fundamentální stránce a také je nutné mít přehled vývoje a trendů v odvětví, kde oceňovaný podnik působí.

Oceňování je nepřetržitý proces, protože hodnota podniku se v čase mění. V neustálém přívalu informací musí oceňovatel důkladně přehodnotit argumenty v procesu oceňování kteréhokoliv aktiva. A i když se ocenění může pravidelně opakovat a aktualizovat, nadále zde bude existovat určitá úroveň nejistoty.

Ve všeobecné rovině existují tři hlavní metody ocenění – ocenění na základě výnosů, na základě analýzy trhu nebo na základě analýzy majetku. Tato práce více přibližuje metody na základě analýzy výnosů, mezi jejichž nejznámější představitele patří metody diskontovaného cash flow, metoda ekonomické přidané hodnoty a metoda kapitalizovaných čistých výnosů.

2. Cíl práce a metodika

2.1. Cíl práce

Hlavním cílem diplomové práce je ocenění vybraného podniku/ závodu na základě vhodně použitých metod oceňování. Dílčím cílem práce je analýza jednotlivých metod oceňování a syntéza sjednocení teoretických východisek pro oceňování podniku. Výsledkem bude stanovení konkrétní hodnoty podniku/ závodu k 31. 12. 2019.

2.2. Metodika

Diplomová práce se bude dělit na dvě části. První část je teoretická, kde se podrobněji rozebírá odborná literatura tématu diplomové práce, zahrnuje vysvětlení odborných pojmů a představuje různé metody oceňování podniku a kategorie hodnot podniku. V teoretické části se také definují jednotlivé kroky, které jsou nezbytné pro ocenění podniku. Podkapitoly popisují strategickou analýzu, finanční analýzu a sestavení finančního plánu. Závěrečná část teoretické části je věnována jednotlivým oceňovacím metodám.

Praktická část diplomové práce zahrnuje charakteristiku společnosti – její základní údaje, historii, předmět podnikání. Data o společnosti budou sesbírána z veřejně dostupných zdrojů, na základě kterých dojde k vypracování strategické a finanční analýzy. Strategická analýza se bude věnovat analýze vnějšího a vnitřního potenciálu. Finanční analýza bude zaměřena na analýzu účetních výkazů, vybraných poměrových ukazatelů a pracovního kapitálu za období 2015–2019. Na základě závěrů ze strategické a finanční analýzy bude zpracována analýza generátorů hodnoty a finanční plán pro období 2020–2024.

Závěrečnou kapitolou praktické části bude ocenění podniku pomocí výnosové metody DCF entity na základě postupu vymezeného v teoretické části.

3. Teoretická část

Cílem teoretické části je definování základních pojmů při oceňování podniku. Úvodní část zahrnuje teoretická východiska, včetně popisu postupu oceňování podniku a představuje jednotlivé metody oceňování.

3.1. Ocenění podniku

Ocenění je možné vysvětlit jako proces stanovení hodnoty určitého subjektu. Předmětem této diplomové práce je podnik. Definice podniku se v literatuře liší. V odborné literatuře je podnik často definovaný jako méně likvidní, těžce obchodovatelné aktivum (Mařík a kol., 2018a). V rámci této práce je důležité uvést vysvětlení podniku podle zákona. Do roku 2014 byl podnik definovaný v obchodním zákoníku, zákon č. 513/1991 Sb., v § 5 (1), který udával pojem podnik jako: *„...soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.“*

V tzv. novém občanském zákoníku (dále jen NOZ), platném od 1.1.2014., zákon č. 89/2012 Sb., došlo k náhradě pojmu podnik za nový pojem obchodní závod, a v § 502 je definice následující:

„Obchodní závod (dále jen „závod“) je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“

3.1.1. Účel ocenění

Základní kategorie rozdělení účelu ocenění jsou ty, které rozlišují, či se jedná o změnu vlastnictví, či nikoliv. Ocenění sehrává klíčovou roli ve více oblastech financí – korporátní finance, fúze a akvizice či portfolio management. Účely ocenění mohou být různorodé, například stanovení tržní hodnoty pro ocenění podílu základního kapitálu společníka, ocenění z hlediska legislativních požadavků nebo z hlediska interní potřeby. Standardními příklady důvodů týkajících se změny vlastnictví jsou následující:

- koupě a prodej podniku,
- ocenění v souvislosti s veřejným návrhem na koupi cenných papírů,
- ocenění pro potřeby odkoupení podílu společníků,
- fúze a transformace společností.

Důvody ocenění, které se netýkají vlastnických změn můžou být následující (Mařík a kol., 2018a):

- změna právní formy,
- byznys plánování,
- likvidace podniku,
- hodnocení managementu.

3.1.2. Legislativa

V České republice aktuálně není žádný zákon nebo předpis, který upravuje oceňování podniku. Navzdory tomu existuje několik předpisů v České republice, které částečně souvisí s oceňováním. Prvním je zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR, které se zabývají spíše dílčími majetkovými položkami, jako jsou nemovitosti, nehmotný majetek apod. Pro využití v rámci ocenění podniku, obsahuje málo informací. Tento zákon je závazný v rámci zákonů o nabyté nemovitosti, daních z příjmu, zákona o dani z přidané hodnoty, zákona o soudních poplatcích. Ocenění podniku jako celku se týká Metodických pokynů České národní banky (dříve Komise pro cenné papíry), který je určený speciálně pro znalecké posudky předkládané České národní bance. Jedná se hlavně o ocenění, která bývají zpracovaná pro potřeby stanovení adekvátních cen akcií pro odkoupení minoritních podílů atd. Ocenění v rámci České republiky se často odkazují na mezinárodní doporučené standardy. Prvním z takových standardů jsou Mezinárodní oceňovací standardy (angl. IVS – International Valuation Standards), které vydává tzv. IVSC – výbor pro Mezinárodní oceňovací standardy. Druhým, místním, jsou Evropské oceňovací standardy (EVS), které vydává Evropská skupina odhadcovských asociací. Uvedené standardy jsou vydávány na bázi doporučení a nejsou právně závazné. Předpisy, které jsou závazné v ostatních zemích, mohou být pro charakter doporučeny v českém prostředí. Mezi takové se řadí i Americké oceňovací standardy USPAP (angl. Uniform Standards of Professional Appraisal Practice). Vzhledem na dlouhodobou historii vycházející z těchto standardů i jiné oceňovací postupy. Institut německých auditorů vydává Německý standard IDW S1, který je speciálně určený pro potřeby ocenění společnosti (Mařík a kol., 2018a).

3.2. Hodnota podniku

Stanovení hodnoty podniku je základem procesu ocenění. Hodnota podniku je podle profesora Maříka a kol. (2018a, str. 24): „...dána očekávanými budoucími příjmy

převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu.“ Autor na závěr dodává, že se v podstatě jedná o víru v budoucí hodnotu podniku. Očekávané budoucí příjmy ze své podstaty nemají konkrétní hodnotu. Z tohoto hlediska není možné hodnotu podniku objektivně určit. Profesor Mařík píše, že: „...*objektivní hodnota podniku neexistuje...*“ a podobně se vyjadřuje i profesor Damodaran (2002), který říká, že sice použité modely při oceňování jsou kvantitativní, ale jednotlivé vstupy mohou být subjektivně posuzované. Subjektivní náhled oceňovatele, který je zařazený do procesu ocenění zkresluje výslednou hodnotu. Damoradan (2002) dále dodává, že během precizního procesu s detailním oceňováním subjektu je nereálné považovat finální hodnotu za absolutní. Kromě očekávaných budoucích příjmů, v sobě výpočet obsahuje diskontní sazby, které se odhadují s určitou mírou chybovosti. Z ekonomického hlediska lze hodnotu ještě charakterizovat i jako užitnou a směnnou. Užitná má uspokojovat lidské potřeby a pro každého jedince je různorodá, protože do ní vstupují osobní preference a záměry. Pokud může být subjekt předmětem směny, má i směnnou hodnotu, která je vyjádřená v penězích. Tato je označovaná jako tržní hodnota (Mařík a kol., 2018a, str. 11).

3.2.1. Hladina hodnoty podniku

Dle Maříka a kol. (2018a, str. 19) se podnik oceňuje na následujících dvou hladinách:

1. Hodnota Brutto – hodnota pro vlastníky i věřitele,
2. Hodnota Netto – hodnota pro vlastníky.

Do hodnoty brutto spadá ocenění veškerého majetku podniku. V českých zákonech, této hladině odpovídá pojem majetek podle NOZ, 89/2012. Sb., § 495, který zní: „*Souhrn všeho, co osobě patří, tvoří její majetek. Jmění osoby tvoří souhrn jejího majetku a jejích dluhů.*“. Historicky byl majetek blíže definovaný v obchodním zákoníku č. 513/1991 Sb. § 6, odst. 1–4. Konkrétně odstavec č. 2 charakterizoval i pojem obchodní jmění jako soubor veškerého majetku a závazků, čímž v rámci hladiny brutto zohledňoval hodnotu pro vlastníky i věřitele. Hladina netto zahrnuje hodnotu na úrovni vlastníků společnosti. Jak uvádí profesor Mařík a kol. (2018a), tato hladina byla dobře definovaná v obchodním zákoníku pod pojmem čistý obchodní majetek. NOZ 89/2012, Sb. podobnou definici neposkytuje (Mařík a kol., 2018a, str. 19).

3.2.2. Kategorie hodnoty podniku

Odborná literatura definuje (Mařík a kol., 2018a; Hitchner, 2003) základní báze (kategorie) hodnoty na základě, kterých se liší i jednotlivé přístupy k ocenění podniku. Jedná se o následující báze hodnoty:

1. tržní hodnota,
2. investiční hodnota (tj. subjektivní hodnota),
3. spravedlivá hodnota,
4. objektivizovaná hodnota,
5. Kolínska škola.

Tržní hodnota reprezentuje cenu aktiva, kterou by zaplatil běžný a ochotný zájemce. V mezinárodních oceňovacích standardech je definovaná jako „...*odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek nebo závazek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.*“ (Mařík a kol., 2018a, str. 26). Tržní hodnota by měla reprezentovat nejlepší a nejvýhodnější cenu pro prodávajícího a kupujícího a mělo by se jednat o dokonalý trh, na kterém je aktivum standardně prodávané a data o cenách transparentní a dostupná. Trh s podniky je velmi omezený, charakteristický svojí různorodostí a určení konkrétní hodnoty je velmi problematické. Z toho vyplývá, že by konečný odhad hodnoty podniku měl být vyjádřený jako odhad intervalový (Mařík a kol., 2018a).

Investiční (subjektivní) hodnota představuje hodnotu pro konkrétního investora stanovenou na základě individuálních investičních požadavků a očekávání. Konkrétní definici opětovně nabízí Mezinárodní oceňovací standardy: „*Investiční hodnota je hodnota aktiva pro konkrétního stávajícího nebo předpokládaného vlastníka s ohledem na individuální investiční nebo provozní cíle.*“ Budoucí užitek vychází z očekávání účastníků transakce, kterými mohou být představitelé dané společnosti (manažeři, vlastníci) nebo externí kupci (investoři). Odhad hodnoty vychází z finančních plánů poskytnutých samotnou entitou a je do velké míry stanovený na subjektivních předpokladech participujících stran. Oproti tržní hodnotě reflektuje subjektivně vyšší míru rizika pro investora jako by trh jako celek očekával.

Spravedlivá hodnota (angl. Equitable Value) je dle Mezinárodních oceňovacích standardů definovaná jako „*odhadovaná cena pro převod aktiva nebo závazku mezi dvěma konkrétními, informovanými a ochotnými stranami, která odráží zájmy každé z těchto stran.*“ Při této bázi hodnoty je nejdůležitější z výše uvedené definice ukázat na části *mezi dvěma konkrétními stranami*. Oproti tržní hodnotě, tato báze zohledňuje výhody, resp. nevýhody, které jednotlivé strany mohou mít. Při tržní hodnotě jsou zohledněny jen ty výhody, resp. nevýhody, které získává každý subjekt na trhu. V principu tato báze znázorňuje hodnotu, která je férová mezi zúčastněnými stranami, ale nemusela by být nevyhnutelně akceptovatelná na trhu.

Objektivizovaná hodnota je protikladem hodnoty subjektivní. Při této bázi je v první řadě třeba uvést na pravou míru, že se nejedná o objektivní hodnotu. Tak jako už bylo uvedeno výše, odborná literatura a její autoři se shodují, že objektivní hodnota neexistuje (Mařík a kol., 2018a; Damodaran, 2002). Objektivizovanou hodnotu nejlépe definují německé oceňovací standardy následovně: „*Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.*“ (Mařík a kol., 2018a, str. 35). Objektivizovaná hodnota bývá založena na odhadu expertů, kteří čerpají informace z uznávaných tržních dat a zohledňují pokračování podniku v zavedeném podnikatelském konceptu. Tato hodnota pracuje se zásadami zachování existujícího managementu, existujícího způsobu financování, účelového typizování daňového zatížení a výnosové síle podniku k rozhodnému dni. Odhadci pracují s relevantními informacemi, které reflektují stav subjektu k datu ocenění. Objektivizovaná hodnota představuje dolní mez hodnoty podniku (Mařík a kol., 2018a).

Kolínská škola je založena na subjektivním postoji zainteresovaných stran – subjektivní hodnota kupujícího a subjektivní hodnota prodávajícího. Ocenění formou Kolínské školy odlišuje vícero funkcí (Mařík a kol., 2018a):

- poradenskou – poskytuje zainteresovaným stranám podklady a informace o ceně,
- rozhodčí – nezávislý oceňovatel plní funkci rozhodčího, který by měl odhadnout hraniční hodnotu pro jednotlivé strany, a pak stanovit spravedlivou hodnotu v rámci odhadnutého intervalu,

- argumentační – oceňovatel hledá argumenty pro kupujícího a prodávajícího,
- komunikační – poskytuje podklady pro komunikaci s veřejností (banky, investoři),
- daňovou – poskytuje podklady pro daňové účely.

3.3. Postup při oceňování podniku

Mařík a kol. (2018a) uvádí doporučený obecný postup při oceňování podniku v následující podobě:

- 1) Sběr vstupních dat
- 2) Analýza dat
 - a) Strategická analýza
 - b) Finanční analýza
 - c) Rozdělení aktiv a pasiv podniku na provozně nutná a nenutná
 - d) Analýza a prognóza generátorů hodnoty
 - e) Orientační ocenění na základě generátorů hodnoty
- 3) Sestavení finančního plánu
- 4) Ocenění
 - a) Volba metody
 - b) Ocenění podle zvolených metod
 - c) Souhrnné ocenění

Velmi podobný postup definují i Pettit a Ferris (2013), který se skládá z pěti kroků, kde konkrétně kroky 2–5, se výrazně neliší od postupu profesora Maříka a kol. (2018a), ale krok číslo 1 je specifický pro fúze a akvizice.

1. Identifikace potenciaálních cílových klientů.
2. Analýza historického vývoje cílového klienta.
3. Predikce budoucího vývoje cílového klienta na základě přípravy finančních plánů.
4. Aplikování metod oceňování.
5. Posouzení citlivosti klíčových předpokladů oceňování cílového klienta.

3.3.1. Sběr vstupních dat

Při sběru vstupních dat je nutné přihlížet k účelu oceňování a stanovit si konkrétní datum, ke kterému je podnik oceňovaný. Při oceňování je důležité získat co největší množství relevantních informací. Jedná se o informace týkající se podniku (základní data, ekonomická

data), mikroprostředí a makroprostředí. Sběr vstupních dat je předpokladem pro další postup – strategická a finanční analýza.

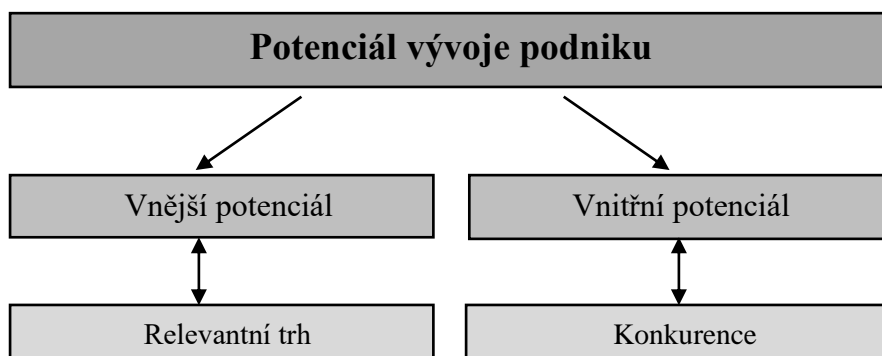
3.3.2. Strategická analýza

Svět se neustále mění, co si vyžaduje změny na trzích, změny v politice, změny výrobků, změny vědomostí a změny v tom, jak musí společnosti fungovat, aby přežily. Cílem strategické analýzy je identifikovat strategické faktory, které může společnost využít na dosáhnutí vyšších marží v budoucnosti.

Strategická analýza je důležitou součástí oceňování. Kislingerová (2001) vnímá cíl strategické analýzy jako analýzu mikroprostředí a makroprostředí podniku. Analýza by měla identifikovat charakteristické znaky odvětví a prognózovat jejich vývoj.

Mařík a kol. (2018a) uvádí, že „*hlavní funkcí strategické analýzy je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku*“. Aby bylo možné identifikovat výnosový potenciál, ale i růstové příležitosti a další zisk konkurenční výhody, je potřebné pochopit dynamiku ovlivňující podnikání na mikro a makro úrovni. Mařík a kol. (2018a) blíže vymezuje analýzu vývoje potenciálu podniku na 1) vnější potenciál a 2) vnitřní potenciál.

Obrázek 3.3-1: Potenciál vývoje podniku



Zdroj: Vlastní zpracování dle Mařík a kol. (2018a)

Výsledky strategické analýzy by měly přinést odpovědi k následujícímu:

- Dlouhodobá perspektiva podniku,
- Vývoj podnikových tržeb,
- Rizika spojená s podnikem.

Závěry oceňovatele k **dlouhodobé perspektivě podniku** musí být jednoznačné a předpoklady, na základě, kterých jsou tyto závěry v rámci ocenění podloženy, musí být

řádně zdůvodněné. Mařík a kol. (2018a) upozorňuje, že oceňovatelé často vycházejí z předpokladu trvalého pokračování podniku, tzv. *going concern*. Při hodnocení dlouhodobé perspektivy se však stav podniku dělí na následující:

1. Zdravý podnik, kde je předpoklad *going concern* relevantní.
2. Slabší podnik, kde jsou značná rizika ohledně přežití podniku.
3. Nemocný podnik, kde jsou rizika velmi vysoká a životnost je časově omezená.
4. Akutně ohrožený podnik, kde je vhodné ocenit společnost likvidační hodnotou.

Analýza vývoje podnikových tržeb bývá důležitou součástí oceňování podniku a navazuje na hodnocení dlouhodobé perspektivy podniku. Vývoj tržeb se prognózuje pro podniky, kde se předpokládá pokračování, tj. pro zdravé podniky, slabší a nemocné. Rizika spojená s podnikáním vzejdou ze zpracování strategické i finanční analýzy. Oceňovatel by měl vymezená rizika zohlednit při volbě diskontní míry v rámci výnosového ocenění (Mařík a kol., 2018a).

Základem **analýzy vnějšího potenciálu** je vymezení relevantního trhu, analýza atraktivity, z které v poslední řadě vychází prognóza dalšího vývoje trhu. Mezi základní data pro *vymezení relevantního trhu* patří velikost trhu, vývoj trhu v čase a segmentace trhu. Pro odhad velikosti trhu se používají dostupné statistiky daného odvětví poskytované relevantními zdroji, jako jsou Český statistický úřad, Ministerstvo průmyslu a obchodu, odborové sdružení, příp. Eurostat. Základními parametry pro odhad bývá velikost poptávky, tedy celkový prodej a spotřeba. Prognóza vývoje trhu v čase vychází z dosavadního tempa růstu. Data se v tomto případě sbírají z výše uvedených relevantních zdrojů. Mařík a kol. (2018a) doporučuje co nejdelší časové řady, minimálně za posledních 5 let. Analýza atraktivity trhu patří mezi kvalitativní hodnocení a její úlohou je blíže určit šance a rizika spojená s daným trhem, kterou by měl oceňovatel brát do úvahy při stanovení rizikové přírážky pro diskontní míru. Atraktivitou trhu hodnotíme možnosti určitého růstu tržeb a je to i jeden z faktorů perspektivnosti oceňovaného podniku. Mezi hlavní činitele atraktivity trhu patří jeho růst, velikost, intenzita přímé konkurence, bariéry vstupu, citlivost na ekonomiku a struktura zákazníků. Prognóza vývoje trhu by měla být sestavená v závislosti na typu ocenění: subjektivní, objektivizovanou a tržní (Mařík a kol., 2018a).

V rámci tržního ocenění je prognózu vývoje relevantního trhu potřebné srovnávat s relevantními faktory. Analýza těchto faktorů by měla být východiskem prognózy trhu, na který působí. Dle Maříka a kol. (2018a) rozděluje tři základní skupiny faktorů:

- 1) Národohospodářské – jedná se zejména o vývoj HDP, průmyslové výroby, spotřeby apod. Výhodou využití těchto faktorů je dostupnost prognóz zveřejňovaných různými institucemi (ministerstvo průmyslu a obchodu, ministerstvo financí, Česká národní banka atd.),
- 2) Obecné faktory poptávky – ceny, demografická struktura, příjmy na obyvatele,
- 3) Specifické faktory pro konkrétní skupinu produktů – technologické nebo módní trendy.

Pro prognózu vývoje trhu doporučuje odborná literatura několik možností postupu. Mařík a kol. (2018a) uvádí následující postupy:

- Analýza časových řad a jejich extrapolace,
- Jednoduché a vícenásobné regresní analýzy,
- Odhady budoucího vývoje na základě porovnání se zahraničím.

V případě využití jednoduchého regresního modelu je základem správný výběr nezávislých proměnných. Vhodnost výběrů těchto proměnných se posuzuje na základě Pearsonova korelačního koeficientu. Korelační koeficient může nabývat hodnoty v intervalu (-1,1). Hill, Griffiths a Lim (2011) uvádějí, že čím bližší je hodnota koeficientu k hranici intervalu, tím je korelace silnější. Mařík a kol. (2018a) je o něco konkrétnější a stanovuje významnou závislost na hodnotě přibližně 0,75. Nízké hodnoty závislosti indikují nízkou korelaci nezávislé proměnné x se závislou proměnnou y a jejich využití by znamenalo nižší kvalitu modelu, zejména v případě regresní analýzy s jedním regresorem. Toto tvrzení je podpořené vztahem korelačního koeficientu mezi závislou proměnnou y a nezávislou proměnnou x , a indexu determinace R^2 podle Hill, Griffiths, Lim (2011, str. 137):

Vzorec 1: Vztah korelační koeficient a index determinace

$$r_{xy}^2 = R^2$$

r_{xy}^2 = korelační koeficient mezi závislou proměnnou x a nezávislou proměnnou y

R^2 = index determinace

Kvalita modelu se posuzuje podle už výše zmíněného indexu determinace a testů regresních modelů. Index determinace R^2 reprezentuje podíl variability závislé proměnné, která je vysvětlena nezávislou proměnnou v regresním modelu. Čím vyšší je hodnota R^2 , tím vyšší je kvalita modelu Hill, Griffiths, Lim (2011).

Kvalitu modelu lze posuzovat pomocí testů regresních modelů:

- Dílčí t-testy individuálních koeficientů,
- Celkový F-test modelu.

T-testy se používají pro vyhodnocení kvality regresního koeficientu. Statistická významnost regresorů se potvrdí, když se vyvrátí hypotéza o rovnosti regresního koeficientu hodnotě nula. V programu Excel je t-test posuzován na základě výsledku hodnoty P-value. Určení, jestli je možné vyvrátit nulovou hypotézu, závisí na hladině významnosti, tedy pravděpodobnosti vyvrácení nulové hypotézy. Standardně se volí hladina významnosti na úrovni 5 %. Platí, že regresor je statisticky významný, pokud je hodnota P-Value nižší než stanovená hodnota významnosti (Hill, Griffiths, Lim, 2011).

Celkovým F-testem modelu se zjišťuje statistická významnost modelu jako celku. Podobně jako u t-testu, odmítnutí nulové hypotézy závisí na stanovené hladině významnosti. V programu Excel je výsledek F-testu posuzován na základě hodnoty Významnost F (Mařík a kol., 2018a).

Analýza vnitřního potenciálu zahrnuje analýzu konkurence a odpovídá na otázku, zda má podnik nějakou konkurenční výhodu. Mařík a kol. (2018a) doporučuje následující členění postupu analýzy konkurenční síly:

- Stanovení dosavadního tržního podílu podniku,
- Identifikace konkurentů,
- Analýza vnitřního potenciálu podniku a hlavních faktorů konkurenční síly,
- Prognóza tržních podílů.

Cadle, Paul a Turner (2014) rozdělují strategickou analýzu z hlediska externího podnikatelského prostředí a přehledu interních slabých a silných stránek organizace. Tradiční techniky v rámci analýzy externího prostředí pak představuje PESTLE analýza a analýza Porterových 5 sil. PESTLE analýza je nástroj na hodnocení vnitřních faktorů, které mají vliv na společnost. Analýza je rozdělená do 6 hlavních skupin – politické faktory (P),

ekonomické faktory (E), sociologické faktory (S), technologické faktory (T), právní faktory (L), environmentální faktory (E). Porterův model analyzuje 5 sil, které ovlivňují konkurenční prostředí na trhu. Faktory, které zkoumá Porterův model jsou potencionální konkurenti, existující konkurenti, dodavatelé, kupující a substituty.

3.3.3. Finanční analýza

Finanční analýza podniku je nevyhnutelnou součástí každého ocenění. Používá se na vyhodnocení ekonomických trendů, nastavení finanční politiky, sestavení dlouhodobých plánů pro obchodní činnost nebo identifikaci projektů pro investování. Podle Maříka a kol. (2018a, str. 116) by měla finanční analýza splnit dvě základní funkce:

- 1) Provéřit finanční zdraví podniku.
- 2) Vytvořit základ pro finanční plán.

Výsledkem finanční analýzy by měly být závěry o perspektivnosti podniku, které doplní závěry strategické analýzy a zároveň by z něj vyplynout rizika podniku, pokud jsou nalezeny závažné nedostatky v hospodaření. Závěrem analýzy by mělo být porovnání vybraných finančních ukazatelů s podobnými podniky, příp. s trhem.

Základní vstupy finanční analýzy vycházejí z účetní závěrky podniku. Ta je tvořená účetními výkazy, kterými jsou dle Maříka a kol. (2018a):

- Rozvaha,
- Výkaz zisků a ztrát,
- Výkaz cash flow (přehled o peněžních tocích),
- Příloha k účetní závěrce.

Důležitým faktorem při oceňování je časová řada dat, z kterých se skládá finanční analýza. Podle Hitchnera (2003, str. 50) se analýza finančních výkazů za posledních 5 let bere za dostatečnou pro identifikování trendů vyskytujících se v podnikání. Hitchner (2003) dále upozorňuje, že je potřebné brát do úvahy i obchodní cyklus společnosti, resp. oboru podnikání, který se nemusí shodovat s pětiletým časovým rámcem. Časovou řadu min. 5 let doporučují i Mařík a kol. (2018a), avšak dodávají, že delší časová řada je preferovanější.

3.3.3.1. Absolutní ukazatele

Absolutní ukazatele posuzujeme dle vertikální a horizontální analýzy.

Dle Maříka a kol. (2018a) je vertikální analýza založená na procentuálním vyjádření jednotlivých položek rozvahy, výkazů zisku a ztrát a výkazů o peněžních tocích. Pomocí vertikální analýzy dokážeme porovnávat strukturu výkazů v čase, v rámci podniku, příp. porovnat struktury v odvětví, resp. s konkurencí. Při vertikální analýze se v první řadě stanoví základ – veličina vůči které bude jednotlivá položka porovnávaná. Základem v rozvaze bývají aktiva (na straně aktiv), resp. pasiva (na straně pasiv) a celkové tržby ve výkaze zisku a ztrát (základ = 100 %). Horizontální analýza porovnává změny jednotlivých položek v čase a odpovídá na otázku, o kolik se za dané období tato položka změnila. V závislosti od typu kvantifikované hodnoty můžeme změnu vyjádřit v jednotkách (absolutní hodnota – difference) anebo v procentech (relativní hodnota – indexace) dle níže uvedeného vzorce (Vochozka, 2011, str. 20):

Vzorec 2: Formulace indexů

$$I_{1(t-1)}^i = \frac{B_i(t)}{B_i(t-1)}$$

$B_i(t)$ hodnota bilanční položky v čase t

$I_{1(t-1)}^i$ index odrážející vývoj položky v relaci k minulému časovému období

3.3.3.2. Poměrové ukazatele

Poměrové ukazatele analyzují vzájemné vazby mezi absolutními ukazateli a dávají je do poměru mezi sebou. Kombinovaně tvoří poměrové soustavy ukazatelů, které popisují finanční situaci podniku. Základní skupiny poměrových ukazatelů dle Vochozky (2011) tvoří:

- Ukazatele likvidity,
- Ukazatele aktivity,
- Ukazatele rentability,
- Ukazatele zadluženosti.

Ukazatele likvidity:

Pojem likvidita vychází primárně z potřeby financování krátkodobých operací a ukazatele likvidity poukazují na schopnost společnosti hradit svoje krátkodobé závazky. Jak uvádí Vochozka (2011, str. 26), abychom považovali firmu za likvidní, musí mít vázané jisté finanční prostředky v oběžných aktivech, která se skládají z peněžních prostředků, zásob

a krátkodobých pohledávek. V účetních závěrkách se v oběžných aktivech nacházejí i dlouhodobé pohledávky. Jak uvádí Mařík a kol. (2018a), dlouhodobé pohledávky nepatří do oběžných aktiv. Všeobecně dokážeme pojem likvidita definovat i jako schopnost přeměnit aktiva v peněžní prostředky. Z tohoto hlediska dělíme oběžná aktiva i podle stupně likvidnosti. Literatura je v tomto případě konzistentní, Vochozka (2011) i Penman (2013) se shodují, že nejméně likvidní položky v rámci oběžných aktiv jsou zásoby, následují krátkodobé pohledávky a nejlikvidnější položkou jsou peněžní prostředky (angl. cash). Základní ukazatele likvidity i způsob jejich výpočtu je uvedený v následující tabulce:

Tabulka 3.3-1: Ukazatele likvidity

Ukazatel	Výpočet
Běžná likvidita	Oběžná aktiva/Krátkodobé závazky
Pohotová likvidita	(Oběžná aktiva- Zásoby)/Krátkodobé závazky
Okamžitá likvidita	Peněžní prostředky/Krátkodobé závazky

Zdroj: Vlastní zpracování dle Mařík a kol. (2018a) a Vochozka (2011)

Běžná likvidita dává do poměru oběžná aktiva a krátkodobé závazky (závazky splatné v nejbližším roce). Výsledná hodnota naznačuje, kolikrát oběžná aktiva pokryjí krátkodobý cizí kapitál, resp. kolikrát je společnost schopná uspokojit věřitele, kdyby všechna oběžná aktiva (angl. current assets) přeměnil v peněžní prostředky. Běžná likvidita pod hodnotou 1 by naznačovala, že firma má v nejbližším období (1 rok) vyšší závazky než aktiva, která by mohla přeměnit v hotovost. Tato hodnota indikuje likviditní riziko. Optimální hodnota se určuje složitě, dokonce ani v odborné literatuře není jednoznačný konsenzus. Optimální hodnota může být různá v závislosti od oboru podnikání. Vochozka (2011) uvádí, že hodnota běžné likvidity by se měla pohybovat v intervalu 1,6–2,5. Damodaran (2002) upozorňuje, že vysoké hodnoty běžné likvidity mohou znamenat problémy se snižováním zásob, to může být indikátor zhoršeného finančního zdraví podniku.

Pohotová likvidita (angl. Quick ratio) se od běžné likvidity liší tím, že ve výpočtu se nezahrnují zásoby, které jsou nejméně likvidní v rámci oběžných aktiv. Optimální hodnotu je složitě určit i v tomto případě. Vochozka (2011) doporučuje interval mezi 0,7–1,0.

Okamžitá (hotovostní) likvidita naznačuje schopnost hradit aktuálně splatné dluhy. Do výpočtu se započítávají ta nejlikvidnější aktiva, kterými podnik disponuje – peněžní

prostředky, ale i krátkodobé cenné papíry, nebo šeky. Doporučená hodnota je 0,2 (Vochozka, 2011).

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity ukazují na efektivnost řízení provozního kapitálu pohledem na vztahy pohledávek, zásob a závazků k tržbám, nebo k nákladům na zboží. Následující poměrové ukazatele na úrovni obratovosti pak mohou být interpretované jako rychlost, s jakou firma otočí pohledávky do hotovosti, zásoby do prodeje, nebo splatí svoje závazky. Hodnoty doby obrátů jsou často uvedené v dnech a definují, jak dlouho trvá obratový cyklus příslušného aktiva v podniku (Damodaran, 2002). Uvedené poměrové ukazatele by měl oceňovatel porovnávat především s historickými výsledky podniku, s konkurencí, či trhovými průměry.

Tabulka 3.3-2: Ukazatele aktivity

Ukazatel	Výpočet
Obrat aktiv	Tržby/Aktiva
Obrat zásob	Tržby/Zásoby
Doba obratu zásob	Zásoby/(Tržby/360)
Doba splatnosti	Obchodní
Doba splatnosti	Obchodní závazky/(Tržby/360)

Zdroj: Vlastní zpracování dle Mařík a kol. (2018a) a Vochozka (2011)

Obrat aktiv měří efektivitu využití aktiv při generování tržeb. Vyšší hodnota obratu aktiv naznačuje vyšší efektivitu využívání aktiv podniku.

Obrat zásob počítá, kolikrát podnik prodá svoje zásoby a opakovaně je naskladní po dobu stanoveného období. Vyšší hodnoty obratu zásob znamenají, že společnost prodává svoje zásoby rychleji. Nižší hodnoty obratu zásob naopak indikují nižší likviditu zásob a pro podnik se stávají přebytečnými, následkem toho se zvyšují náklady za vlastnictví těchto zásob, jako např. energie, nájem a jiné (Mařík a kol., 2018a).

Doba obratu zásob vyjadřuje období, po dobu, kterého jsou zásoby vázané v podniku, do doby jejich prodeje. Většinou se vyjadřuje ve dnech. Ukazatel je zároveň i indikátorem likvidity, protože nižší doba obratu, znamená rychlejší přeměnu zásob do peněžních prostředků, příp. pohledávky (Mařík a kol., 2018a).

Doba splatnosti pohledávek má podobný výpočet a definici jako doba obratu zásob. Vyjadřuje období (počet dní), za které dojde ke splacení pohledávky. I v tomto případě, můžeme považovat ukazatel za indikátor likvidity – nižší počet dní znamená, že pohledávka je splacena rychleji. Průměrná doba splatnosti se doporučuje porovnávat

s běžnými platebními podmínkami, aby se identifikovala potencionální rizika s platební morálkou odběratelů (Mařík a kol., 2018a).

Doba splatnosti závazků vyjadřuje počet dní, kdy dojde ke splacení obchodních závazků. Stejně jako v předchozích dvou ukazatelích, i v tomto případě se ve jmenovateli rovnice používají tržby. Odborná literatura však uvádí, že nejpřesnější výpočet by zahrnoval hodnotu nákupu místo tržeb. Tato hodnota se z výkazů nedá přímo vyčíst. Alternativně se však používají pro výpočet nákladové položky, např. spotřeba materiálu (Mařík a kol., 2018a).

Ukazatele rentability

Ukazatele rentability měří schopnost společnosti generovat výnosy pro zainteresované strany (akcionáři, věřitelé). Ukazatele rentability jsou uvedené v tabulce 3.4-3.

Tabulka 3.3-3: Ukazatele rentability

Ukazatel	Výpočet
ROCE (rentabilita investovaného kapitálu)	EBIT/celkový kapitál*
ROE (rentabilita vlastního kapitálu)	Čistý zisk/Vlastní kapitál
ROA (rentabilita aktiv)	EBIT/Aktiva
ROS (rentabilita tržeb)	EBIT/Tržby

*EBIT = zisk před zdaněním a nákladovými úroky; Celkový kapitál = Vlastní kapitál + Rezervy + Závazky k úvěrovým institucím + Závazky – ovládaná nebo ovládající osoba
Zdroj: Vlastní zpracování dle Mařík a kol. (2018a) a Vochozka (2011)

ROCE (rentabilita investovaného kapitálu) patří mezi základní ukazatele rentability. Hodnota vyjadřuje hodnotu zisku po zdanění (příp. před zdaněním v závislosti od použité hodnoty v čitateli), který podnik generuje z jedné koruny použitého kapitálu.

Ukazatel **ROE (rentabilita vlastního kapitálu)** zkoumá ziskovost z pohledu akcionáře, kde dává do poměru čistý zisk a vlastní kapitál.

ROA (rentabilita aktiv) je ukazatel, který dává do poměru zisk po zdanění (příp. před zdaněním v závislosti na použité hodnotě v čitateli), a celková aktiva, přičemž nebere do úvahy, zda byla financovaná z vlastního kapitálu, anebo cizích zdrojů.

Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti, které jsou většinou rozvahovými ukazateli, pomáhají oceňovateli při hodnocení solventnosti podniku. Poskytují údaje o schopnostech společnosti čelit ekonomickému poklesu. Ukazatele zadluženosti také měří celkovou expozici věřitelů k akcionářům (majitelům) podniku (Hitchner, 2003). Společně s ukazateli likvidity jsou

považované za indikátory výše rizika (Damodaran, 2002). Ukazatele zadluženosti jsou uvedené v tabulce 3.4-4:

Tabulka 3.3-4: Ukazatele zadluženosti

Ukazatel	Výpočet
Koeficient zadluženosti	Cizí zdroje/Vlastní zdroje
Debt ratio	Cizí zdroje/Aktiva
Úrokové krytí	EBITDA/Nákladové úroky
Koeficient samofinancování	Vlastní zdroje/Aktiva

Zdroj: *Vlastní zpracování dle Mařík a kol. (2018a) a Vochozka (2011)*

Koeficient zadluženosti vyjadřuje míru, do jaké společnost vyvážíla financování aktiv pomocí vlastního kapitálu nebo cizích zdrojů. Vochozka (2011) doporučuje poměr 1:1 a z hlediska bezpečné míry rizika se bere poměr 40 % cizích zdrojů k vlastnímu kapitálu. **Debt ratio** měří celkovou výšku aktiv financování přes cizí kapitál a vyjadřuje míru rizika pro věřitele. S vyšší hodnotou stoupá i míra zadluženosti a finančního rizika. Hodnota by neměla překročit 100 %. **Koeficient samofinancování** je v podstatě inverzní hodnotou k indikátoru debt ratio a vyjadřuje podíl vlastního kapitálu, kterým se financují aktiva společnosti a hodnota se pohybuje v intervalu $<0;1>$. **Úrokové krytí** měří schopnost podniku krýt úrokové náklady ze zisku před zdaněním a nabízí pohled, do jaké míry je další zadlužení společnosti únosné. Čím vyšší je míra úrokového krytí, tím lepší je schopnost podniku hradit úrokové náklady ze zisku před zdaněním. Tento indikátor bývá častým ukazatelem zadluženosti pro věřitele společnosti (Vochozka, 2011; Mařík a kol., 2018a; Damodaran, 2002).

3.3.3.3. Čistý pracovní kapitál

Pracovní kapitál je počítán jako oběžná aktiva mínus krátkodobé závazky a v literatuře patří mezi tzv. rozdílové ukazatele (Vochozka, 2011). Jelikož se očekává, že oběžná aktiva budou generovat cash v průběhu roku a krátkodobými závazky se rozumějí závazky splatné v průběhu jednoho roku, položky pracovního kapitálu jsou důležitou součástí analýzy likvidity. Vochozka (2011, str. 21) a Penman (2013, str. 684) vyjadřují výpočet čistého pracovního kapitálu následujícím vztahem:

Vzorec 3: Výpočet Čistého pracovního kapitálu

$$\text{Čistý pracovní kapitál} = \text{oběžná aktiva} + \text{krátkodobé závazky}$$

Pracovní kapitál vysvětluje Vochozka (2011, str. 21) jako „...část oběžného majetku financovaného z dlouhodobého kapitálu. Jinými slovy čistý pracovní kapitál měří relativně

volnou část kapitálu, která není vázaná na krátkodobé závazky“. Podstatu pracovního kapitálu vystihuje i Hitchner (2003, str. 212), který uvádí, že pokud je pracovní kapitál záporný nebo nízký ve srovnání s doporučeným postupem, tato skutečnost může naznačovat, že některé krátkodobé závazky neslouží k podpoře potřeb pracovního kapitálu a měly by být považovány za dlouhodobé financování.

3.3.4. Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Předpokladem rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná je vymezení základního podnikatelského zaměření podniku. Předpokládá se, že v rámci hlavního oboru podniku je nevyhnutelné využívání určitých aktiv, aby byl zabezpečen provoz pro výrobu zboží a služeb. Ze samotné podstaty se tato aktiva nazývají jako provozně potřebná. Ostatní aktiva, která nejsou součástí primárního provozu společnosti, se označují jako provozně nepotřebná. Toto rozdělení nemá jen rozvahovou povahu, ale mělo by se aplikovat i na výnosy a náklady, které souvisí s provozně nenutnými aktivy. Často se mezi taková aktiva řadí *i)* finanční majetek krátkodobý – cenné papíry splatné v rámci jednoho roku, *ii)* peněžní prostředky v pokladně a na účtech – v rozsahu větším jako je provozně nutné, *iii)* dlouhodobý finanční majetek – podíly v ovládaných osobách, dluhové cenné papíry držené do splatnosti, zápůjčky a úvěry a i., *iiii)* ostatní provozně nepotřebná aktiva – pozemky a stavby, které neslouží hlavnímu účelu podnikání, provozně málo využitelný majetek (zásoby, nedobytné pohledávky). K rozdělení dochází z důvodu, aby při stanovení konečné hodnoty ocenění nedošlo k případnému podcenění, co by mohlo nastat při použití výnosové metody. Dalšími důvody pro rozdělení mohou být odlišnosti v chápání rizika spojených s příjmy z vlastnictví těchto aktiv nebo odlišné metody aplikované pro ocenění aktiv.

Rozčlenění aktiv na provozně nutná a nenutná je základem pro výpočet veličiny provozně nutného investovaného kapitálu, potřebnou pro výpočet hodnoty podniku pomocí výnosových metod. Propočtení této veličiny spočívá ve dvou krocích a vychází z účetní rozvahy. V prvním kroku se sníží bilanční suma o aktiva provozně nenutná. V druhém kroku dochází k úpravě provozně nutného pracovního kapitálu, kdy se oběžná aktiva sníží o závazky, kde oceňovatel není schopen určit jejich náklady, např. obchodní závazky vůči dodavatelům, závazky vůči zaměstnancům, státu atd. (Mařík a kol., 2018a).

Výsledek hospodaření by měl být následně předmětem úpravy o výnosy a náklady spojené s provozně nepotřebnými aktivy. Standardním postupem je vycházet z provozního výsledku hospodaření, z kterého se vyloučí tržby. Zůstatková cena za prodej provozně nenutného

majetku a materiálu, odpisy, případně mimořádné výnosy a náklady neprovozního charakteru.

3.3.5. Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty představují soubor základních podnikohospodářských veličin, které rozhodujícím způsobem určují hodnotu podniku. Prognóza generátorů hodnoty je základem tvorby finančního plánu. Mezi základní veličiny patří tržby, marže provozního zisku, investice do pracovního kapitálu, investice do dlouhodobého majetku, diskontní míra, způsob financování a doba existence podniku (Mařík a kol., 2018a, str. 149–150).

Tržby:

Prognóza tržeb a jejich růst by měla vycházet z analýzy vnějšího potenciálu v rámci strategické analýzy. Případné korekce v rámci finančního plánu budou závislé na případných úvahách o investicích a jejich financování (Mařík a kol., 2018a).

Provozní zisková marže:

Provozní zisková marže je dalším generátorem hodnoty. Tato veličina se získává z poměru korigovaného provozního výsledku hospodaření (KPVH – veličina je blíže popsána v kapitole 3.4.1.1.2.) a tržeb. Vzhledem k tomu, že v této fázi oceňování nejsou dostupné prognózy odpisů a daní, se doporučuje pracovat s veličinou KPVH před daní a odpisy (Mařík a kol., 2018a, str. 151). Postup výpočtu prognózy ziskové marže je dvousměrný – shora a zdola.

Prognóza provozní ziskové marže shora je považována za základní postup. Postup spočívá v dopočtu KPVH před odpisy a daní za minulé roky a následně dopočtu ziskové marže (před odpisy a daní) za minulé roky. Analýza minulého vývoje je doplněna o analýzu hlavních faktorů, které působí na provozní marži a jejich prognóza působení v budoucnosti. Mezi hlavní faktory patří konkurenční struktura, která má vliv na přidanou hodnotu, dále osobní náklady a jiné provozní náklady. Na základě analýzy uvedených faktorů se prognózuje zisková marže pro budoucí roky. Posledním krokem je dopočet KPVH před odpisy a daní pro budoucí roky jako součinu prognózované ziskové marže a prognózovaných tržeb (Mařík a kol., 2018a, str. 151–153).

Postup prognózy ziskové marže zdola spočívá v sestavení prognózy hlavních provozních nákladových položek (výkonová spotřeba, prodané zboží, osobní náklady), které jsou

doplněny o prognózu méně významných nákladových položek, případně výnosů. Následně se dopočítá korigovaný provozní zisk jako rozdíl mezi provozními výnosy a náklady. Zisková marže se pak získá z podílu korigovaného provozního zisku a tržeb.

Případné odlišnosti mezi oběma postupy se pak korigují, dokud nejsou prognózy totožné (Mařík a kol., 2018a, str. 153).

Pracovní kapitál

Výpočet pracovního kapitálu jako jeden z generátorů hodnoty se liší od výpočtu pracovního kapitálu, který je součástí finanční analýzy. Pracovní kapitál pro účely analýzy generátoru hodnoty je vymezen v kapitole 3.3.5. jako součást provozně potřebného investovaného kapitálu. Položky zahrnuté ve výpočtu pracovního kapitálu by měly být v rozsahu provozně potřebném (zásoby, pohledávky, krátkodobé neúročené závazky, peněžní prostředky). Prognóza pracovního kapitálu by neměla být založena na historickém tempu růstu, ale měla by odrážet faktory jako objem výkonů jednotlivých položek (měřených tržbami) a ostatní faktory ovlivňující obrátkovost těchto položek (Mařík a kol., 2018a, str. 158).

Při analýze pohledávek, zásob a neúročených závazků společnosti se nejdříve analyzuje náročnost výkonu na jednotlivé položky v minulých letech. Náročnost se počítá pomocí ukazatele doby obratu dané položky pracovního kapitálu vyjádřeném níže uvedeným vztahem (Mařík a kol., 2018a):

Vzorec 4: Výpočet doby obratu položky pracovního kapitálu

$$\frac{\text{Položka pracovního kapitálu}}{\frac{\text{Tržby}}{360}}$$

Druhým bodem analýzy se zjišťují hlavní příčiny vývoje jednotlivých položek pracovního kapitálu. Tyto příčiny lze vyčíst ze strategické analýzy. Posledním krokem je stanovení předpokladů působení zjištěných faktorů v dalších letech a prognóza vývoje náročnosti tržeb (Mařík a kol., 2018a, str. 159–160).

Investice do dlouhodobého majetku

Podobnou analogií jako u předešlých generátorů hodnoty, i zde se uvažuje jenom o investicích do dlouhodobého majetku provozně nutném. Jednou z variant pro plánování investiční náročnosti je tzv. *globální přístup*. Postup výpočtu vychází z analýzy provozně potřebného dlouhodobého majetku, který se vztahuje k tržbám. Základ pro výpočet tvoří tzv.

investice brutto. Jedná se o investiční výdaje do provozně potřebného dlouhodobého majetku včetně odpisů. V poměru k celkovým tržbám se vypočítá *Koeficient náročnosti tržeb na investice brutto* (k_{DMb}). Vztah pro výpočet k_{DMb} je následující (Mařík a kol., 2018a):

Vzorec 5: Výpočet koeficientu náročnosti tržeb na investice brutto

$$k_{DMb} = \frac{\text{Investice brutto do provozně nutného dlouhodobého majetku}}{\text{Tržby}}$$

Výpočet koeficientu se doporučuje za co nejdelší období pro jednotlivé roky, a pak jako průměrná hodnota ze součtu celkových brutto investic a součtu celkových tržeb za sledované období (Mařík a kol., 2018a).

3.3.6. Sestavení finančního plánu

Při tvorbě finančního plánu se vychází z předcházející analýzy generátorů hodnoty se zásadním vlivem v podobě tržeb z prodeje hlavních produktů, plánované výšky pracovního kapitálu, provozní ziskové marže a prognózy investic do dlouhodobého majetku. Dle Maříka a kol. (2018a, str. 176–177) by měl být finanční plán následně doplněný o:

- Plán financování, který je důležitý při odhadu nákladů na kapitál a určení diskontní míry.
- Plánované hodnoty méně výrazných položek pro zajištění kontinuity časové řady finančních výkazů. Může se jednat o rozvahové nebo výkazové položky menšího významu.
- Položky, které nesouvisí přímo s hlavním podnikáním. Oceňovatel by měl jasně vymezit, která aktiva jsou provozně nutná a nenutná. Položky nesouvisející s hlavním podnikáním by měly být samostatně oceňovány a jejich plánování zajistí kontinuitu časové řady výkazů.
- Plán výplaty dividend a podílu na zisku, aby plán neobsahoval neúměrné navyšování volných peněžních prostředků.
- Formální dopočty ostatních položek pro kompletizaci plánů finančních výkazů (celkové peněžní toky, výše majetku atd.).

Finanční plán se skládá z hlavních finančních výkazů:

- Výkaz zisku a ztrát,
- Rozvaha,

- Výkaz peněžních toků.

Jednotlivé výkazy pro ocenění podniku stačí zpracovat v agregované podobě. Sestavování finančního plánu v rámci tržního nebo objektivizovaného ocenění by nemělo vycházet čistě jenom z podnikových plánů managementu, ale mělo by reflektovat všeobecné očekávání účastníku trhů. Přebírání plánů managementu je akceptovatelné se souhlasem investora v případě investičního ocenění (Mařík a kol., 2018a; Penman, 2013).

3.4. Metody oceňování podniku

Základním cílem oceňování je vyjádření hodnoty podniku pomocí určité peněžní částky. Hitchner (2003, str. 7) rozděluje tři základní přístupy oceňování podniku:

1. The income approach (výnosový přístup).
2. The market approach (tržní přístup).
3. The asset approach (přístup na základě aktiva).

Podobně seskupuje přístupy k oceňování i Mařík a kol. (2018a, str. 44), avšak přístup na základě aktiva je nahrazen nákladovým přístupem (cost approach).

Hitchner (2013) a také Mařík a kol. (2018a) se shodují, že v rámci zmíněných přístupů existuje vícero metod ocenění. Volba metody by měla být přizpůsobená účelu ocenění. Přehled základních metod nabízí Mařík a kol. (2018a, str. 45):

1. Ocenění na základě analýzy výnosů
 - Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
 - Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
 - Metoda ekonomické přidané hodnoty
2. Ocenění na základě analýzy trhu
 - Ocenění na základě tržní kapitalizace
 - Ocenění na základě srovnatelných podniků
 - Ocenění na základě srovnatelných transakcí
3. Ocenění na základě analýzy majetku
 - Substanční hodnota na principu úspory nákladů
 - Majetkové ocenění na principu tržních hodnot
 - Likvidační hodnota

V další kapitole bude blíže popsáno ocenění na základě analýzy výnosu.

3.4.1. Ocenění na základě analýzy výnosů

Hitchner (2003) vychází při definici teorie ocenění na základě analýzy výnosů z definice investice a očekávaných výnosů. Základní premisa je *předpoklad do budoucna* (angl. „forward-looking“ premise), která zní, že dnešní hodnota investice se rovná budoucímu cash flow diskontovaném na úrovni nákladů příležitosti na kapitál. Ocenění na základě výnosů si osvojuje tento předpoklad a říká, že dnešní hodnota podniku je rovna očekávaným výnosům pro investora (Hitchner, 2003, str. 85–86). Rovněž míní i Mařík a kol. (2018a, str. 191), kde se vychází z poznatku, že: „...hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. U hospodářských statků, ke kterým patří i podnik, jsou tímto užitekem očekávané výnosy.“

Hlavní výnosové metody byly vypsány v úvodní kapitole 3.4. V dalších kapitolách bude blíže popsána metoda diskontovaného cash flow (DCF metoda).

3.4.1.1. Metoda diskontovaného cash flow

Pomocí metody diskontovaného cash flow vyjadřujeme hodnotu aktiva jako současnou hodnotu očekávaných budoucích příjmů z držení daného aktiva. Metodu DCF dále rozdělujeme do tří základních technik:

- DCF entity approach,
- DCF equity approach,
- APV approach.

DCF entity metoda zohledňuje peněžní toky pro vlastníky i pro věřitele. Jejich diskontováním se získává hodnota celkového podniku, označovaná i jako *hodnota brutto* (H_b). Následně se odčítá hodnota cizího kapitálu, po které se stanoví hodnota vlastního kapitálu, označovaná jako *hodnota netto* (H_n). **DCF equity** vychází z diskontovaných peněžních toků pro vlastníky společnosti a stanovuje hodnotu vlastního kapitálu H_n . Metoda **DCF APV** počítá nejdříve hodnotu podniku brutto, která se skládá ze součtu dvou částí. V první se zohledňuje hodnota podniku za předpokladu, že je firma financována jen vlastním kapitálem, a v druhé části se uvažuje se současnou hodnotou daňových výhod plynoucích z dluhu a očekávaných nákladů na bankrot.

3.4.1.1.1. Diskontní míra

Neoddělitelnou součástí výpočtu hodnoty podniku při metodě DCF je stanovení diskontní míry. Během ocenění se budoucí volné peněžní toky diskontují touto sazbou. Diskontní míra

je při ocenění funkcí rizikovosti odhadovaných peněžních toků a používá se nejen při oceňování podniku, ale je součástí ocenění více finančních aktivech. Všeobecně platí, že rizikovější aktiva bývají diskontované vyšší sazbou. Dle Damodarana (2002) by se konečná hodnota aktiva (podniku) měla rovnat současné hodnotě budoucích očekávaných peněžních toků diskontovaných sazbou, která reflektuje nejistotu z držení tohoto aktiva (podniku). Diskontní míra použitá při metodě DCF entity je na úrovni přiměřených vážených nákladů kapitálu, tzv. WACC (angl. weighted average cost of capital). WACC reprezentuje náklady financované cizím kapitálem a vlastním kapitálem a výpočet hodnoty je dle Hillier, Grinblatt, Titman (2012, str. 443) znázorněn následujícím vztahem:

Vzorec 6: Výpočet hodnoty WACC

$$WACC = w_E * r_E + w_D * (1 - T_c) * r_D$$

w_E (E/(D+E)) tržní hodnota vlastního kapitálu (Equity)

r_E náklady na vlastní kapitál – očekávaný zisk pro akcionáře podniku

w_D (D/(D+E)) tržní hodnota cizího kapitálu (Debt)

r_D náklady na cizí kapitál – očekávaný zisk pro věřitele podniku

T_c sazba daně z příjmu

E vlastní kapitál

D cizí kapitál

D+E celková tržní hodnota investovaného kapitálu

3.4.1.1.1. Náklady na cizí kapitál

Za poskytnutí kapitálu požadují investoři (věřitelé) výnosy jako kompenzaci za přijatá rizika spojená s poskytnutím tohoto kapitálu. Skutečná sazba, za kterou si podnik půjčuje, reprezentuje náklady na dluh před zdaněním za předpokladu, že se jedná o tržní sazbu. Jak podnik využívá dlouhodobé financování cizím kapitálem, sazby se mohou lišit od těch tržních kvůli změnám v požadovaných výnosech, které jsou důsledkem změn tržních vlivů (Hitchner, 2003, str. 158).

V případě, že je společnost financovaná pomocí úvěrů, jsou náklady na cizí kapitál stanoveny obvykle úrokovou mírou placenou podnikem. Tento přístup lze použít

za předpokladu, že se jedná o solventní podnik, anebo byl úvěr poskytnutý v nedávné době a odráží aktuální podmínky (Mařík a kol., 2018a).

V praxi se tedy neočekává, že sazby, za které si podnik půjčuje externí financování, zůstanou stejné. Podmínky na kapitálovém trhu se v čase mění a s nimi dochází i ke změnám úrokové míry. Další přeměnou jsou už uvedené požadované výnosy jako kompenzace za poskytnutí dluhu. V případě zhoršené bonity společnosti by věřitelé požadovali vyšší výnosnost za větší míru rizika a dohodnutý výnos se nerovná očekávanému výnosu do doby splatnosti. Vzhledem na uvedené se náklady na cizí kapitál vypočítají jako součet bezrizikové výnosové míry a rizikové přírážky pro cizí kapitál (Mařík a kol., 2018a).

Vzorec 7: Výpočet nákladů na cizí kapitál

$$r_D = r_f + RP$$

r_D náklady cizího kapitálu

r_f bezriziková výnosová míra na úrovni výnosnosti státních dluhopisů

RP riziková přírážka pro cizí kapitál stanovená podle ratingu daného dluhu

Za bezrizikovou míru se budou považovat výnosy ze státních dluhopisů se splatností minimálně deset let (Mařík a kol, 2018a, str. 255). Blíže je tento parametr popsán v další kapitole – 3.4.1.1.1.2. Náklady na vlastní kapitál.

Damodaran (2002) popisuje stanovení rizikové přírážky pro výpočet nákladů na cizí kapitál. U dluhopisů firem, se kterými se veřejně obchoduje, je snadné stanovit náklady na cizí kapitál pomocí očekávaného výnosu do doby splatnosti. Dluhopisy některých firem nejsou obchodovatelné na pravidelné bázi, v takovém případě je možné použít rating společnosti, ke kterému se vztahuje riziková přírážka. Stanovení rizikové přírážky je poněkud obtížnější, když společnost nemá stanoven konečný rating od renomovaných agentur. Zde je možné využít tabulek profesora Damodarana, kdy je možné stanovit rizikovou přírážku na základě tzv. syntetického ratingu (angl. synthetic rating). Profesor Damodaran v této tabulce přiřazuje hodnotu ratingu na základě hodnoty úrokového krytí (angl. interest coverage ratio). Ke každé hodnotě ratingu je pak doporučena výše rizikové přírážky.

3.4.1.1.1.2. Náklady na vlastní kapitál

Pod náklady na vlastní kapitál rozumíme míru návratnosti, kterou očekávají investoři (v tomto případě akcionáři) jako kompenzaci za tržní riziko, které podstoupili při investování

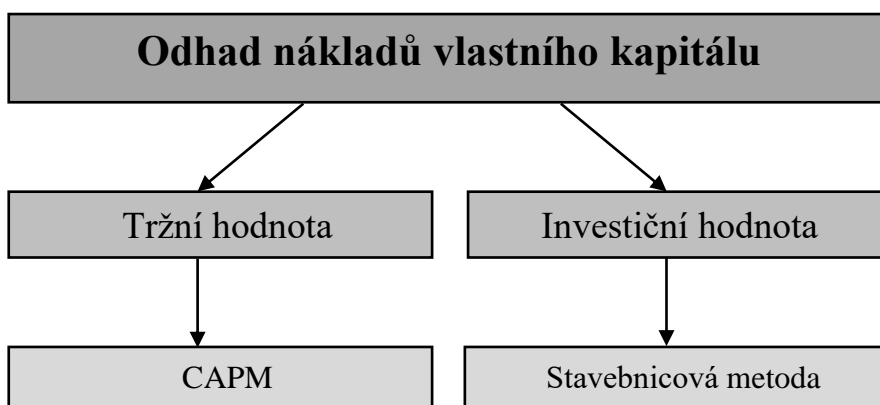
do společnosti. Náklady na vlastní kapitál jsou vyjádřené následujícím jednoduchým vztahem (Hitchner, 2003, str. 139):

Vzorec 8: Vztah pro výpočet nákladů na vlastní kapitál

$$\text{Očekávané výnosy} = \text{bezriziková výnosnost} + \text{riziková přírážka}$$

Výše uvedený vztah je relativně všeobecný a jeho využití je z hlediska kategorie hodnoty podniku relevantní při investiční hodnotě, kde především riziková přírážka je počítaná podle konkrétní situace investora. Nejčastější používaná metoda pro výpočet investiční hodnoty je tzv. stavebnicová metoda (Build-up model). Z hlediska tržní či objektivizované hodnoty je stanovení rizikové přírážky problematické a výpočet by se měl opírat o tržní data. Mezi základní metody výpočtu patří model CAPM (Capital asset pricing model). Následující obrázek sumarizuje přehled metod pro výpočet nákladů na vlastní kapitál.

Obrázek 3.4-1: Přehled metod pro odhad nákladů vlastního kapitálu



Zdroj: Vlastní zpracování dle Mařík a kol. (2018a), str. 252

Capital asset pricing model (CAPM)

Model oceňování kapitálových aktiv je odvozený z kapitálových trhů jedná se o základní model pro odhad nákladů na vlastní kapitál. CAPM model vysvětluje vztah mezi systematickým (tržním) rizikem očekávaným výnosem z vlastnictví konkrétního aktiva, resp. portfolia aktiv. Vztah pro výpočet nákladů na vlastní kapitál v rámci modelu CAPM se skládá z bezrizikového výnosu, výnosu za tržní riziko a koeficientu beta daného aktiva (systematické riziko). Hillier, Grinblatt, Titman (2012) znázorňují výpočet následujícím vztahem:

Vzorec 9: Výpočet CAPM

$$r_E = r_f + (R_M - r_f) * \beta$$

r_E	náklady vlastního kapitálu
r_f	bezrizikový výnos
$R_M - r_f$	výnos za tržní riziko
R_M	průměrný výnos tržního portfolia
β	koeficient beta

- **bezrizikový výnos r_f**

Většina akademických studií modelu CAPM používá americké krátkodobé pokladniční poukázky, tzv. T-Bills, jako náhradu za bezrizikový výnos r_f (Hiller, Grinblatt, Titman; 2012, str. 143). Za bezriziková aktiva se považuje také aktivum, kde se očekávaný výnos rovná skutečnému výnosu z vlastnictví tohoto aktiva. Damodaran (2002) argumentuje, že musí být splněna základní podmínka neexistujícího rizika defaultu. Určitá míra rizika defaultu podniku je však přítomná i u největších a nejstabilnějších společností. V takovém případě za standardní bezrizikové výnosy považují vládní cenné papíry (např. dluhopisy, pokladniční poukázky). Důvodem jsou očekávání investorů, že stát si splní svoje závazky. Pro účely ocenění podniku, kde se očekává dlouhodobé působení podniku na trhu, se doporučuje výnos dlouhodobých státních dluhopisů s dobou splatnosti minimálně 10 let (Damodaran, 2002; Mařík a kol., 2018a).

- **Výnos za tržní riziko $R_M - r_f$**

Dalším komponentem při tvorbě modelu CAPM je výnos za tržní riziko, která reprezentuje výnos z investic na kapitálových trzích do jiných aktiv jako dlouhodobé státní dluhopisy, které byly definovány v předchozí části definovali jako bezriziková aktiva. Jak uvádí profesor Mařík a kol. (2018a), samotný výpočet rizikového výnosu je stále předmětem diskuze v akademické obci, avšak v použité literatuře panuje shoda, že při výpočtu se vychází z historických dat dosaženého výnosu na kapitálových trzích (Damodaran, 2002; Hitchner, 2003; Mařík, 2018a). Postup pro odhad tržního výnosu je následující:

1. Zjistit dlouhodobý výnos akcií na kapitálovém trhu (R_M).
2. Zjistit průměrnou úroveň výnosnosti státních dluhopisů.
3. Rizikové výnosy představují rozdíl hodnot z bodu 1. a 2.

Při uvedeném postupu je nutné si nejprve vyjasnit následující problémy:

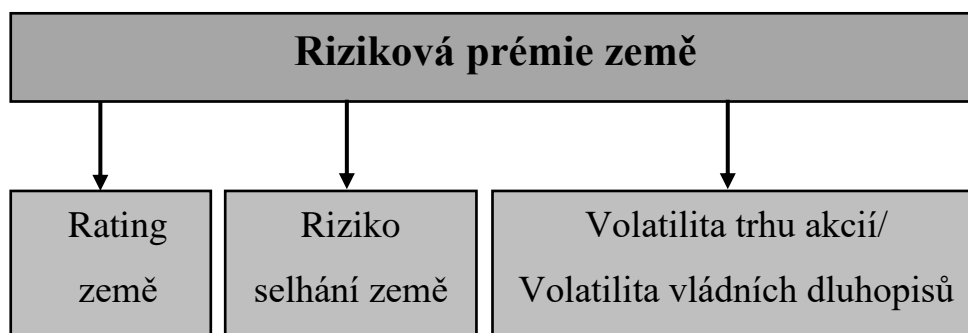
- a) Délka období zvolená pro výpočet.
- b) Postup při výpočtu hodnoty výnosnosti.
- c) Výběr kapitálového trhu.

V rámci výběru délky období doporučuje odborná literatura (Damodaran, 2002; Mařík a kol., 2018a) využít co nejdelší období, protože tento výpočet v sobě zahrnuje všechny možné výkyvy historicky evidované na kapitálových trzích. K dispozici se nabízí časové řady od r. 1926 z Ibbotsonovi databáze nebo databáze od Duff & Phelps.

Pro výpočet hodnoty výnosnosti se využívá aritmetický a geometrický průměr. V tomto výpočtu není v akademické obci jasný konsenzus. Hitchner (2003) odkazuje k Ibbotsonovi a doporučuje výpočet aritmetickým průměrem jako nejlepší indikátor budoucího vývoje. Damodaran argumentuje, že aritmetický průměr je vhodnějším výpočtem v případě, když mezi ročními výnosy neexistuje korelace, avšak studie indikují negativní korelaci při výnosech na akciovém trhu a vhodnější je geometrický průměr (Damodaran, 2002). Mařík a kol. (2018a) naznačuje, že v praxi převažuje výpočet geometrickým průměrem, ale konečná volba je nejprve věcí obecné dohody mezi odborníky.

Posledním problémem při odhadu rizikového výnosu je výběr kapitálového trhu. Nejvhodnějším výběrem by se dala charakterizovat data z lokálního trhu, avšak problémem na kapitálových trzích nejen ve střední Evropě je krátká historie a rozsah akciových trhů. Damodaran (2002) poukazuje především na velké standardní odchylky ročních akciových výnosů právě v důsledku krátkodobé historie. Vzhledem na dlouhodobou historii a vyspělost se pro odhad rizikového výnosu používají data z amerických akciových trhů a přizpůsobují se podmínkám lokálním. Přizpůsobení spočívá v úpravě výpočtu rizikového výnosu o riziko krajiny (tzv. country risk premium).

Obrázek 3.4-2: Faktory ovlivňující výpočet rizikového výnosu země



Zdroj: Vlastní zpracování dle Mařík a kol. (2018a)

V první řadě se zjišťuje rating dané země pomocí veřejně dostupných informací od renomovaných ratingových agentur Moodys anebo Standard and Poors. Riziko defaultu země, výpočet České republiky, uvádí profesor Damodaran na svých webových stránkách. Výpočet tohoto rizika tvoří rozdíl výnosnosti amerických korporálních dluhopisů s ratingem stejným jako má daná země a výnosy amerických státních dluhopisů k datu ocenění. Posledním faktorem ovlivňující výpočet rizikového výnosu země je podíl volatility trhu akcií a volatility vládních dluhopisů v dané zemi. Výpočet rizikového výnosu země se může shrnout takto (Mařík a kol., 2018a, str. 259):

Vzorec 10: Výpočet rizikové prémie země

$$\text{Riziková prémie země} = \text{Riziko selhání země} * \left(\frac{\text{Volatilita trhu akcií}}{\text{Volatilita vládních dluhopisů}} - 1 \right)$$

- **Koeficient beta**

Koeficient beta je měřidlem systematického (tržního) rizika a představuje míru citlivosti aktiva nebo investičního portfolia s pohyby na celkovém trhu. Systematické riziko je definované jako nejistota budoucích výnosů z důvodu nekontrolovatelnosti pohybu na trhu jako celku. Takové riziko vychází všeobecně z externích, makroekonomických faktorů, které ovlivňují všechna aktiva v rámci ekonomiky jako celku (Hillier, Grinblatt, Titman, 2012).

Akcie s koeficientem beta na hodnotě 1 kopírují tržovou volatilitu návratnosti. Beta koeficient s hodnotou vyšší jako 1 znamená, že návratnost z investování do těchto akcií má vyšší volatilitu jako je volatilita tržní. Akcie s hodnotou beta nižší jak 1 jsou znakem volatility nižší jako té tržní (Hitchner, 2003, str. 135).

Koeficient beta je možné odhadnout následujícími způsoby:

- a) Historické tržní beta

Obvyklým způsobem odhadu koeficientu beta je regresní analýza historických výnosů investice (podniku) s historickými výnosy trhu pomocí vztahu $R_j = a + bR_m$, kde R_j jsou historické výnosy investice (podniku), R_m historické výnosy trhu a koeficient b je regresním koeficientem reprezentujícím parametr beta. Nevýhodou tohoto postupu jeho použití jen pro akciové společnosti kótované na burzách. Další nevýhodou je i spolehlivost koeficientů beta na jednotlivých trzích. Mezi nejspolehlivější koeficienty beta řadíme ty z kapitálových

trhů v USA, příp. z Německa. Ani v těchto případech nemusí být stabilita prognózovaného koeficientu beta vysoká (Damodaran, 2002; Mařík a kol., 2018a).

b) Metoda analogie

Metoda analogie používá ve výpočtu beta podobných podniků nebo beta celého odvětví. Při použití beta podobných podniků je důležité brát do úvahy odlišnosti v obchodním riziku a ve finančním riziku, které je závislé na kapitálové struktuře podniku. V případě významné odlišnosti v kapitálové struktuře podniku je v první řadě nutné vypočítat hodnotu nezadluženého koeficientu beta (tzv. oddlužení, uvažuje se o nulovém zadlužení) pomocí následujícího vztahu (Damodaran, 2002):

Vzorec 11: Výpočet nezadluženého koeficientu beta

$$\beta_N = \frac{\beta_Z}{(1 + (1 - d) * \frac{D}{E})}$$

β_N Beta nezadlužená

β_Z Beta zadlužená

d sazba daně z příjmu

D cizí kapitál

E vlastní kapitál

Po výpočtu β_N se v druhém kroku určí beta odpovídající konkrétní kapitálové struktuře oceňovaného podniku (Damodaran, 2002).

Vzorec 12: Výpočet zadluženého koeficientu beta

$$\beta_Z = \beta_N * (1 + (1 - d) * \frac{D}{E})$$

Alternativně je možné zvolit beta daného odvětví na trhu, v kterém oceňovaný podnik působí. Tak jak už bylo uvedeno, slabší rozvinutost lokálních trhů může znamenat i nižší spolehlivost dat. V takových případech je možné použít hodnoty americké, či evropské. Zdroje dat nabízejí webové stránky profesora Damodarana (Mařík a kol., 2018a).

c) Odhad beta na základě analýzy faktorů

Z názvu vyplývá, že odhad budoucího koeficientu beta byl stanovený na základě analýzy faktorů, které na něho působí. Mařík a kol. (2018a) zmiňuje, že při prognóze se na začátku vychází z předpokladu, že beta průměrné společnosti je na hodnotě 1. Podobný názor nabízí i Hitchner (2003, str. 136). Následně se vymezí dva základní faktory, obchodní a finanční riziko, které hodnocení ovlivní koeficient beta podle následujícího vztahu:

Vzorec 13: Výpočet beta podle Hitchner (2003, str. 136)

$$\beta = 1 + OR + FR$$

OR přírážka/srážka za systematické obchodné riziko

FR přírážka/srážka za systematické finanční riziko

3.4.1.1.2. DCF Entity metoda

Hodnota podniku se získá diskontováním očekávaného budoucího cash flow podniku, tj. zůstatkové finanční toky po odečtení všech provozních nákladů, nákladů na reinvestice, daně, ale před odčítáním závazků k věřitelům a akcionářům (Damodaran, 2002). Výsledkem použití metody DCF entity je tedy tzv. volný cash flow, který je k dispozici věřitelům (splátky úvěrů a úroků) a majitelům společnosti (v podobě výplaty dividend), a označuje se jako FCF (angl. free cash flow). Základ výpočtu FCF vychází z korigovaného provozního výsledku hospodaření. Pojem free cash flow je standardně označení v rámci metody DCF, která se rozděluje ještě na dvě subkategorie: *i*) FCFF (angl. free cash flow to the firm) – využívanou v průběhu metody DFC entity a *ii*) FCFE (angl. free cash flow to equity), využívanou během metody DCF equity.

Tabulka 3.4-1: Výpočet volných peněžních toků pro podnik

1.	+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVH _D)
2.	- Upravená daň z příjmu (=KPVH _D x daňová sazba)
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
6.	= <i>Předběžný peněžní tok z provozu</i>
7.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	= Volný peněžní tok (FCF)

Zdroj: Mařík a kol. (2018a, str. 199)

Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH)

KPVH tvoří základ pro výpočet volných peněžních toků (FCF). Pro výpočet KPVH platí tři obecné zásady:

- Náklady na cizí kapitál by neměly být odečtené – vycházíme z povahy výpočtu DCF entity, kde očekávaný budoucí volný cash flow je k dispozici majitelem i věřitelem podniku.
- Nezapočítávají se mimořádné a jednorázové položky, které nemají pravidelný charakter.
- Neměl by obsahovat výnosy a náklady související s provozním nepotřebným majetkem.

Dodržováním výše uvedených zásad se zabezpečí, že výsledek KPVH je výsledkem hospodaření generovaného provozně nutným investovaným kapitálem. Při výpočtu KPVH se bude vycházet z provozního výsledku hospodaření, kde se zajistí vynechání finančního výsledku hospodaření, převážně spojeného s finančním majetkem vyčleněným v rámci rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná, a nebudou odpočítané úrokové náklady, které jsou součástí kroků při oceňování hodnoty podniku metodou DCF entity (Mařík a kol., 2018a).

Tabulka 3.4-2: Výpočet Korigovaného provozního výsledku hospodaření

Provozní výsledek hospodaření (z výsledovky)
- Provozní výnosy mimořádné, jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ Provozní náklady mimořádné, jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ Výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného majetku
- Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem
= Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Zdroj: Mařík a kol. (2018a, str. 203)

Investice pro výpočet FCF

Proměnná investice ve výpočtu FCF reprezentuje všechny investice učiněné v daném období, tj. za účelem obnovy i investice za účelem rozšiřování. Všeobecně je označujeme jako *investice brutto*. Investice, které byly učiněné za účelem rozšiřování označujeme jako *investice netto*. Investice, které v podniku reprezentují obnovu vyjadřujeme ve výšce odpisů v daném období (Mařík a kol., 2018a).

Vzorec 14: Výpočet Investice brutto

$$\text{Investice brutto} = \text{Odpisy} + \text{Investice netto}$$

Vzorec 15: Výpočet Investice netto

$$\text{Investice netto} = \text{změna stavu majetku}$$

Výpočet hodnoty podniku

Dvoufázová metoda

Standardním postupem výpočtu hodnoty podniku je tzv. dvoufázová metoda. Budoucí období je rozdělené na dvě fáze. První fází tvoří období, pro které oceňovatel prognózuje výšku volného, provozního cash flow v jednotlivých letech. Druhá fáze se počítá od konce první fáze a uvažuje se v něm s dlouhotrvajícím obdobím do nekonečna. vyjadřuje tzv. *pokračující hodnotu* podniku. Výpočet hodnoty podniku pomocí dvoufázové metody je vyjádřený následujícím vztahem (Mařík a kol., 2018a, str. 207):

Vzorec 16: Výpočet hodnoty podniku brutto pomocí dvoufázové metody

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

T délka první fáze v uvedená v rocích

PH pokračující hodnota

i_k diskontní míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu - WACC

Stanovení délky období první fáze je základním parametrem při jejím výpočtu. V literatuře ani v praxi neexistuje přesně stanovená délka období (Mařík a kol., 2018a; Damodaran, 2002). Ta kromě jiného závisí na fázi životního cyklu společnosti, odhadu stavu rovnováhy (ve smyslu očekávaného konstantního růstu tržeb, rentability či tržního podílu) nebo podnikových plánů managementu. Podle Maříka a kol. (2018a) se v evropských zemích standardně používá období 5–7 roků. Hodnota první fáze je pak stanovena jako součet diskontovaného FCFF v jednotlivých letech.

Pokračující hodnota

Odhad pokračující hodnoty se zakládá na několika předpokladech (Mařík a kol., 2018a; Damodaran, 2002):

- a) Stabilizace ziskové marže, rentability kapitálu, obratu kapitálu a podílu na trhu
- b) Konstantní růst podniku a stabilní míra investic,
- c) Stabilní výnosnost nových investic.

Při výpočtu musí oceňovatel zvolit správnou techniku výpočtu a parametry pokračující hodnoty. V odborné literatuře se pro výpočet PH často uvádí *Gordonův vzorec* (Damodaran, 2002; Hitchner, 2003; Penman, 2013). Následující verze Gordonova vzorce je dle Mařík a kol. (2018a):

Vzorec 17: Gordonův vzorec

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k + g}$$

T	poslední rok prognózovaného období
FCFF _{T+1}	volný peněžní tok firmy
i _k	průměrné náklady kapitálu – WACC
g	předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze

Vzorec je platný za předpokladu splnění podmínky $i_k > g$.

Za parametr i_k bude dosazena hodnota WACC vypočtena v posledním roku první fáze. Parametr tempa růstu g vychází ze závěru strategické analýzy, kdy se z dlouhodobého hlediska očekává udržení tržního podílu, a proto by tempo růstu tržeb mělo být totožné s tempem růstu relevantního trhu. Jak již bylo výše zmíněno, předpokladem odhadu pokračující hodnoty je konstantní růst podniku a stabilizace finančních parametrů podniku.

Posledním parametrem nutným pro výpočet Gordonova vzorce je FCFF_{T+1}, který reprezentuje volný cash flow do firmy pro období, kdy už nejsou k dispozici finanční plány. Výpočet parametru FCFF_{T+1} je následující (Mařík a kol., 2018a):

Vzorec 18: Výpočet volného cash flow pro období T+1

$$FCFF_{T+1} = FCFF_T * (1 + g)$$

Druhou možností výpočtu pokračující hodnoty je pomocí *parametrického vzorce*. Parametrický vzorec zohledňuje tempo růstu KPVH (jeden z generátorů hodnoty) snížený o upravené daně a očekávanou rentabilitu nových investic r_1 do provozně nutného majetku.

Rentabilita investic je odvozena od následujícího vzorce (Mařík a kol., 2018a):

Vzorec 19: Výpočet rentability investic

$$r_i = \frac{\text{Přírůstek provozního zisku po daních}}{\text{Přírůstek investovaného kapitálu v předchozím roce}}$$

Parametr KPVH je v této fázi už vypočten v rámci prognózy generátoru hodnoty. Konečný vztah pro výpočet pokračující hodnoty je následující (Mařík a kol., 2018a):

Vzorec 20: Parametrický vzorec

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

Parametry i_k a g jsou totožné s parametry z Gordonova vzorce.

Stanovení konečné hodnoty podniku

Finální výpočet konečné brutto hodnoty podniku je vyjádřen následujícím vztahem (Mařík a kol., 2018b, str. 20):

Vzorec 21: Výpočet hodnoty podniku brutto DCF entity

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{\prod_{i=1}^t (1 + WACC_i)} + \frac{FCFF_{T+1}}{WACC_{T+1} - g} * \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + WACC)}$$

H_b Hodnota podniku brutto

$FCFF_t$ volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele (free cash flow to firm) v roce t

$WACC_i$ průměrné vážené náklady kapitálu v roce i

T počet let první fáze

g tempo růstu ve druhé fázi

Výše uvedená hodnota brutto představuje hodnotu podniku pro vlastníky i věřitele. Odečtením cizího úročeného kapitálu získáme hodnotu vlastního kapitálu neboli hodnotu netto (Mařík a kol., 2018b).

Vzorec 22: Výpočet hodnoty podniku netto DCF entity

$$H_n = H_b + CK_0$$

H_n hodnota podniku netto

CK_0 cizí úročený kapitál k datu ocenění

3.4.1.1.3. DCF Equity metoda

Vymezení volných peněžních toků při DCF Equity je na úrovni FCFE – free cash flow to equity, který reprezentuje volné toky pro vlastníky (dividendy). Postup výpočtu volného cash flow je téměř totožný jako při metodě DCF equity s tím rozdílem, že jsou očištěny o toky pro věřitele. Postup je uveden v tabulce 3.5-3.

Tabulka 3.4-3: Výpočet volných peněžních toků pro vlastníky

+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVH _D)
- nákladové úroky
= Korigovaný výsledek hospodaření před daněmi (KVH _D)
- Upravená daň z příjmu na KVH (=KVH _D x daňová sazba)
= Korigovaný výsledek hospodaření po daních (KVH pro vlastníky)
+ Odpisy
+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
+ přijetí nového úročeného cizího kapitálu
- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
= Volný peněžní tok pro vlastníky (FCFE)

Zdroj: Mařík a kol. (2018b, str. 22)

Diskontní míra je při DCF Equity stanovena na úrovni nákladu na vlastní kapitál $n_{VK(z)}$ a odpovídá dané míře zadlužení podniku. Samotné ocenění pomocí této metody se získá pomocí následujícího vztahu (Mařík a kol, 2018b, str. 22):

Vzorec 23: Výpočet hodnoty podniku netto DCF equity

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{\prod_{i=1}^t (1 + n_{VK(z)i})} + \frac{FCFE_{T+1}}{n_{VK(z)T+1} - g} * \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + n_{VK(z)i})}$$

H_n Hodnota podniku netto

$FCFE_t$ volný peněžní tok pro vlastníky (free cash flow to equity) v roce t

$n_{VK(z)i}$ náklady vlastního kapitálu při konkrétním zadlužení v roce i

T počet let první fáze

g tempo růstu ve druhé fázi

3.4.1.1.4. DCF APV metoda

APV metoda označuje z anglického „adjusted present value“ upravenou současnou hodnotu. Při APV se začíná s nezadluženou hodnotou firmy. Postupně se přidává dluh, při kterém se se zohledňují výhody a nevýhody využívání cizích zdrojů. Hlavní výhodou představuje daňový štít a mezi největší riziko plynoucí z využívání cizích zdrojů patří riziko bankrotu (Damodaran, 2002). Vztah pro výpočet hodnoty podniku je následující (Mařík a kol, 2018b, str. 25):

Vzorec 24: Výpočet hodnoty podniku brutto DCF APV

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{\prod_{i=1}^t (1 + n_{VK(n)i})} + \frac{FCFE_{T+1}}{n_{VK(n)T+1} - g} * \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + n_{VK(n)i})} \\ + \sum_{t=1}^T \frac{CK_{t-1} * n_{CKt} * d_t}{\prod_{i=1}^t (1 + n_{CKi})} + \frac{CK_T * n_{CK+1} * d_{T+1}}{n_{CK+1} - g} * \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + n_{CKi})}$$

H_b Hodnota podniku brutto

$FCFE_t$ volný peněžní tok pro vlastníky (free cash flow to equity) v roce t

$n_{VK(n)i}$ náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení v roce i

n_{CKi} náklady cizího kapitálu v roce i

CK_{t-1} cizí úročený kapitál k počátku roku t

d_t daňová sazba předpokládaná pro rok t

T počet let první fáze

g stabilní tempo růstu ve druhé fázi

Výsledná hodnota podniku je brutto. Po odečtení cizího úročeného kapitálu se získá hodnota netto. Z tohoto ohledu je postup totožný s metodou DCF entity.

3.4.1.2. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů (dále jen metoda KČV) patří mezi výnosové metody typu „equity“ a je využívána především v německy mluvících zemích. Použitím metody KČV se získává hodnota vlastního kapitálu podniku. Metoda KČV rozlišuje dvě

základní varianty. Varianta 1 je rozšířená v akademických kruzích a čisté výnosy se počítají z peněžních toků. Tato varianta je prakticky totožná s výnosovou metodou DCF entity. Varianta 2 byla zpracována institutem německých auditorů a nese také název „varianta praktiků“. Na rozdíl od varianty 1 jsou čisté výnosy počítány z upravených výsledků hospodaření (Mařík a kol., 2018a; Mařík a kol., 2018b).

Postup při metodě KČV je následující (Mařík a kol., 2018a, str. 300):

- 1) Analýza a úprava dosavadních výsledků podniku.
- 2) Prognóza budoucích čistých výnosů a propočet finanční potřeby a korekce čistých výnosů.
- 3) Odhad kalkulované úrokové míry.
- 4) Vlastní propočet výnosové hodnoty pomocí:
 - Analytické metody
 - Paušální metody

Metoda KČV má několik rozličných rysů, které je před popisem výpočtu nutné uvést:

- Čisté výnosy do budoucna se počítají ve stálých cenách – tento fakt má dopad na kalkulaci úrokové míry, která je očištěna o inflaci.
- Předpokládá se financování investic plně formou cizích zdrojů.
- Konečná hodnota je přímo stanovena jako netto a nedochází dodatečně k odpočtu cizího kapitálu.

Následující kapitoly popisují postup výpočtu hodnoty podniku pomocí metody KČV.

3.4.1.2.1. Analýza a úprava dosavadních výsledků hospodaření

Úprava minulých výsledků hospodaření je u metody KČV obdobné jako u ostatních výnosových metod. Zvýšená pozornost se doporučuje u dělení majetku na provozně potřebný a nepotřebný pro účely úprav nákladů a výnosů plynoucích z provozně nepotřebného majetku, např. ztráty a zisky z krátkodobého a dlouhodobého finančního majetku, nebo zaplacené daně z nemovitosti provozně nepotřebných. Dále by se mělo dbát na to, aby byly všechny výnosy a náklady zaúčtovány do relevantního období, ke kterému se vztahují časově. Jedná se například o nedokončenou produkci anebo dlouhodobě vyřizované zakázky. Položky, které mají mimořádný charakter by měly být eliminovány.

Na druhé straně si zvláštní pozornost vyžadují nepravidelné výnosy a náklady, které by se měly rozložit na příslušná období. Cílem těchto kroků je stanovení trvale udržitelné úrovně výsledku hospodaření. Upravené výsledky hospodaření se označují i čisté výnosy, které jsou odnímatelné – lze je vyplatit jako podíly na zisku vlastníkům (Mařík a kol., 2018a).

Propočet výnosové hodnoty pomocí analytické metody je podobný výnosové metodě DCF. Na rozdíl od DCF metody, kde se počítá výnosová hodnota na základě prognózy peněžních toků, je analytická metoda KČV založená na prognóze budoucích výsledků hospodaření po úpravě. Výpočet hodnoty vychází z výše zmíněných odnímatelných čistých výnosů, které mohou být rozděleny mezi vlastníky. Za předpokladu trvalé existence podniku se může použít vztah pro dvoufázovou metodu, podobně jako u metody DCF (Mařík a kol., 2018a, str. 306):

Vzorec 25: Výpočet hodnoty podniku netto metoda KČV – dvoufázová metoda

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

H_n hodnota podniku netto

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

T délka období, pro které je oceňovatel schopný odhadnout čistý výnos

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

i_k kalkulovaná úroková míra na úrovni nákladů na vlastní kapitál

g očekávané tempo růstu

3.4.1.2.2. Propočet výnosové hodnoty paušální metodou

Paušální metoda je vhodná pro podniky, kde je obtížné prognózovat budoucnost z důvodu charakteru podnikatelské činnosti. Může se jednat například o podniky primárně se zakázkovou činností, kde jsou předpoklady trvalé existence podniku omezeny.

Postup výpočtu při použití paušální metody je téměř podobný jako u analytické metody, avšak analýza minulých výsledků hospodaření si vyžaduje dodatečné úpravy. Jedná se zejména o nahrazení odpisů z historických pořizovacích cen odpisy z aktuálních cen reprodukčních. Tato úprava má dále dopad na propočet nových daní, kde snížení daňového

základu o odpisy musí být v souladu se zákonem. S ohledem na to, že tato metoda je založena na předpokladu stálých cen, musí být všechny upravené výsledky propočteny na cenovou hladinu k datu ocenění (Mařík a kol., 2018a).

Z upravených výsledků hospodaření se pak počítá trvalý čistý výnos k rozdělení (Mařík, 2018a, str. 309):

Vzorec 26: Trvale odnímatelný čistý výnos

$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos} = \frac{\sum_{t=1}^K \check{C}V_t}{\sum_{t=1}^K q_t}$$

q_t váhy, které určují význam čistého výnosu za určitý minulý rok

$\check{C}V_t$ minulé upravené čisté výnosy

K počet minulých let zahrnutých do výpočtu

Po výpočtu trvale odnímatelného čistého výnosu se zpracovává výhled podniku pro budoucí období a určí se kalkulovaná úroková míra očištěná o inflaci. Výpočet konečné výnosové hodnoty podniku netto je dáno následujícím vztahem (Mařík a kol., 2018a):

Vzorec 27: Výpočet hodnoty podniku netto metoda KČV

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

H_n hodnota podniku netto

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

i_k kalkulovaná úroková míra

3.4.1.3. Metoda ekonomické přidané hodnoty

Pojem ekonomicky přidaná hodnota vychází z anglického překladu economic value added (dále jen EVA) a ve finančním oboru byla představena v roce 1990 společností Stern Stewart & Company. EVA je měřítkem skutečné ekonomické ziskovosti podniku (Hillier, Grinblatt, Titman, 2012). Mařík a kol. (2018a) porovnává ukazatel EVA s klasickými účetními ukazateli rentability (ROE, ROA a jiné). Použití metody EVA překonává nedostatky, které se vyskytují při použití klasických ukazatelů rentability, jako například:

- Klasické účetní ukazatele rentability mohou být legálně účetně ovlivňovány.

- Časová hodnota peněz není zohledněna u účetních ukazatelů.

Na rozdíl od klasických ukazatelů je ukazatel EVA metodou výpočtu ekonomického zisku při zohlednění nákladu na kapitál. Na rozdíl od účetního zisku, který zohledňuje jenom úrok jako náklady na cizí kapitál, ukazatel EVA zohledňuje náklady na cizí kapitál i vlastní kapitál (Hillier, Grinblatt, Titman, 2012). Rozdíl mezi výpočtem účetního zisku a ekonomického zisku je uveden níže (Vochozka, 2011, str. 120):

Vzorec 28: Účetní zisk

$$\text{Účetní zisk} = \text{Výnosy} - \text{Účetní náklady}$$

Vzorec 29: Ekonomický zisk

$$\text{Ekonomický zisk} = \text{Celkový výnos kapitálu} - \text{Náklady na kapitál}$$

Vochozka (2011) dále uvádí, že ekonomické náklady zahrnují kromě účetních nákladů také náklady ušlých příležitostí (tzv. oportunitní náklady). Tyto náklady reprezentují ztracené finanční prostředky podniku, o které přišel při nevhodném alternativním využití práce anebo kapitálu.

3.4.1.3.1. Výpočet ukazatele EVA

Základní výpočet ukazatele EVA je daná následujícím vztahem (Vochozka, 2011, str. 120):

Vzorec 30: Základní podoba výpočtu EVA

$$EVA = NOPAT - WACC * C$$

NOPAT zisk z provozní činnosti po zdanění

C celkový investovaný kapitál

WACC průměrné vážené náklady kapitálu

Základ výpočtu ukazatele EVA spočívá v odhadu operačních zisků, které reprezentuje hodnota NOPAT (angl. net operating profit after tax). Jedná se o zisk z provozní činnosti po zdanění, avšak bez odpočtu úroku jako nákladů na cizí kapitál (Mařík a kol., 2018b).

Hodnota WACC již byla popsána v kapitole 3.4.1.1.1. Diskontní míra.

Hodnota celkového investovaného kapitálu je chápána jako kapitál vázaný v aktivech potřebných pro dosažení zisku z hlavní provozní činnosti. Z pohledu aktiv je tato hodnota označována pod zkratkou NOA (angl. Net operating assets – čistá operační aktiva). Zde je

nutné dodat, že musí být zachována vazba mezi hodnotami NOPAT a NOA. Výnosy a náklady z hlavní provozní činnosti (operační činnost) by měly souviset pouze s operačními aktivy, které jsou zahrnuté v NOA (Mařík a kol., 2018a).

Po úpravě veličiny celkového investovaného kapitálu (C) o veličinu čistých operačních aktiv (NOA) je upravený výpočet EVA následující (Mařík a kol., 2018a):

Vzorec 31: Upravená podoba výpočtu EVA

$$EVA = NOPAT - WACC * NOA$$

Podnik tvoří hodnoty pro vlastníky, když je hodnota EVA > 0, záporná EVA nebo EVA rovná nule znamená, že k tvorbě hodnoty nedochází.

Veličiny, které vstupují do výpočtu hodnoty EVA mají specifické vlastnosti od standardních účetních položek. Z toho důvodu dochází v českém vyjádření k použití výrazu „operační“ při hodnotách NOPAT a NOA, aby se hodnota odlišila od „provozního“ výsledku hospodaření, který je součástí českého účetnictví (Mařík a kol., 2018b).

3.4.1.3.2. Ocenění pomocí hodnoty EVA

Ocenění pomocí hodnoty EVA je možné vypočítat více variantami. Stejně jako u metody DCF se jedná o varianty entity, equity a APV. Do výpočtu ocenění metodou EVA vstupuje veličina MVA (ang. Market value added), neboli tržní přidaná hodnota. Hodnota MVA představuje současnou hodnotu budoucích EVA hodnot diskontovaných k datu ocenění (Mařík a kol., 2018b). Níže jsou popsány výpočty ocenění pomocí metody EVA entity a EVA equity a EVA APV.

Metoda EVA entity

Výpočet metodou EVA entity lze provést dvoufázovou metodou, stejně jako u DCF entity. Hodnota podniku brutto je daná součtem NOA k datu ocenění a hodnoty MVA (Mařík a kol., 2018b, str. 96):

Vzorec 32: Hodnota podniku brutto EVA entity

$$H_b = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{\prod_{i=1}^t (1 + WACC_i)} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC_{T+1} - g} * \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + WACC_i)}$$

H_b Hodnota podniku brutto,

NOA ₀	čistá operační aktiva k datu ocenění,
EVA _t	ekonomická přidaná hodnota v roce t,
WACC _i	průměrné vážené náklady kapitálu v roce i,
T	počet let první fáze,
g	stabilní tempo růstu ve 2. fázi.

Hodnota podniku netto se vypočítá obdobným způsobem jako u DCF metody.

Vzorec 33: Hodnota podniku netto EVA entity

$$H_n = H_b - CK_0$$

CK₀ vyjadřuje cizí kapitál úročený k datu ocenění. Je nutné při výpočtu nepominout přičíst oceněná nenutná aktiva v případě, že takovými podnik disponuje.

Metoda EVA equity (Mařík a kol., 2018b, str. 97-98):

Při výpočtu ocenění pomocí metody EVA equity je nezbytné upravit veličiny vstupující do výpočtu tak, aby byly vyjádřeny pouze pro vlastníky. Čistá operační aktiva NOA se transformují jenom na aktiva krytá vlastním kapitálem následujícím vztahem:

Vzorec 34: Úprava NOA na operační aktiva krytá vlastním kapitálem

$$VK = NOA - CK$$

V případě operačního zisku NOPAT se vyjadřuje jenom část zisku pro vlastníky. Výpočet vychází z veličiny NOPBT (net operating profit before tax) – operační zisk před zdaněním, který se očistí o úroky, a pak dojde ke zdanění.

Vzorec 35: Výpočet zisku pro vlastníky (EAT) - metoda EVA equity

$$EAT = (NOPBT - \text{úroky}) * (1 - d)$$

EAT	zisk pro vlastníky (angl. earnings after tax),
NOPBT	operační zisk před daní,
d	daňová sazba.

Pro výpočet nákladu na kapitál se použijí náklady na vlastní kapitál při konkrétním zadlužení. Pomocí dvoufázové metody se stanoví hodnota podniku netto následujícím způsobem:

Vzorec 36: Výpočet hodnoty podniku netto – metoda EVA equity

$$H_n = VK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{\prod_{i=1}^t (1 + n_{VK(z)i})} + \frac{EVA_{T+1}}{n_{VK(z)T+1} - g} * \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + n_{VK(z)i})}$$

- H_n Hodnota podniku netto,
 VK_0 Hodnota vlastního kapitálu k datu ocenění,
 EVA_t ekonomická přidaná hodnota v roce t,
 $n_{VK(z)i}$ náklady vlastního kapitálu zadlužené v roce i,
 T počet let první fáze,
 g stabilní tempo růstu ve 2. fázi.

Metoda EVA APV (Mařík a kol., 2018b, str. 98-99)

Metoda výpočtu EVA APV se zakládá na obdobných principech jako metoda DCF APV. V praxi se metoda EVA APV běžně nevyskytuje. Základem výpočtu je určení nezadlužené hodnoty podniku. Použití hodnot NOPAT a NOA je za předpokladu, že všechna aktiva jsou financována vlastním kapitálem. Následně je spočítaná současná hodnota daňových štítů. Vztah pro výpočet hodnoty podniku brutto je následující (Mařík a kol., 2018b, str. 99):

Vzorec 37: Výpočet hodnoty podniku brutto - metoda EVA APV

$$H_b = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{\prod_{i=1}^t (1 + n_{VK(n)i})} + \frac{EVA_{T+1}}{n_{VK(n)T+1} - g} * \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + n_{VK(n)i})} + \sum_{t=1}^T \frac{CK_{t-1} * n_{CKt} * d_t}{\prod_{i=1}^t (1 + n_{CKi})} + \frac{CK_T * n_{CKT+1} * d_{T+1}}{n_{CKT+1} - g} * \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + n_{CKi})}$$

- H_b Hodnota podniku brutto,
 NOA_0 čistá operační aktiva k datu ocenění,
 EVA_t ekonomická přidaná hodnota v roce t,

$n_{VK(n)i}$	náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení v roce i ,
n_{CKi}	náklady cizího kapitálu v roce i ,
d_t	daňová sazba pro rok t ,
T	počet let první fáze,
g	stabilní tempo růstu ve 2. fázi.

4. Praktická část

Předmětem diplomové práce je ocenění společnosti Kofola a.s. na bázi tržní hodnoty k datu 31. 12. 2019. Hodnota podniku bude stanovena pomocí výnosové metody DCF entity.

4.1. Představení podniku

Data o podniku jsou čerpána z veřejně dostupných zdrojů – výroční zprávy společnosti, webové stránky společnosti a ostatní internetové zdroje.

4.1.1. Základní informace o podniku

Datum vzniku a zápisu: 15. května 2006

Obchodní firma: Kofola a.s.

Sídlo: Za Drahou 165/1, Pod Bezručovým vrchem, 794 01 Krnov

Identifikační číslo: 277 67 680

Právní forma: akciová společnost

Základní kapitál: 268 653 000,- Kč

Akcie: 1 343 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 200 000,- Kč

53 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč

Jediný akcionář: Kofola ČeskoSlovensko a.s., IČ: 242 61 980

Předmět podnikání:

- Pronájem nemovitostí, bytů a nebytových prostor bez poskytování jiných než základních služeb spojených s pronájmem
- Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
- Činnost účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence

Hlavní ekonomickou činností podniku je výroba nealkoholických nápojů; stáčení minerálních a ostatních vod do lahví.

4.1.2. Historie a charakteristika společnosti

Společnost Kofola a.s. vznikla v roce 2006 jako výsledek procesu restrukturalizace skupiny Kofola s účelem zefektivnění řízení jednotlivých společností. Do obchodního rejstříku byla společnost poprvé zapsána 15. 5. 2006 pod jménem LUMBRERA a.s. a 1. 11. 2006 se společnost přejmenovala na Kofola a.s. V letech 2006–2016 byla jediným akcionářem podniku společnost Kofola CS a.s., která v daném období nesla postupně název Kofola Holding a.s., Kofola ČeskoSlovensko a.s. a už zmíněný název Kofola CS a.s. V roce 2016 došlo k přeshraniční fúzi sloučením obchodní společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. (IČ: 242 61 980) jako nástupnické společnosti a zanikajících společností Kofola CS a.s., PINELLI spol. s.r.o., Kofola S.A. a KOFOLA, holdinška družba d.o.o. Nástupnická společnost Kofola ČeskoSlovensko a.s. je od té doby jediným akcionářem společnosti Kofola a.s.

Oceňovaná společnost Kofola a.s. je výrobcem nealkoholických nápojů v České republice. Výrobní závody podniku se nacházejí v Krnově a v Mnichově Hradišti. Mezi hlavní produkty společnosti Kofola a.s. patří nápoje Kofola, sirupy Jupí, vody Rajec, energetické nápoje Semtex a limonády Top Topic. Na základě licenčních smluv společnost vyrábí nebo distribuuje značky RC Cola, Evian water, Rauch Happy Day a jiné.

4.2. Strategická analýza

Strategická analýza se dělí na dvě subkapitoly, analýzu vnějšího potenciálu a analýzu vnitřního potenciálu. Výsledkem strategické analýzy by mělo být posouzení perspektivnosti podniku a vývoje podnikových tržeb.

4.2.1. Analýza vnějšího potenciálu

Hlavním prvkem analýzy vnějšího potenciálu je vymezení relevantního trhu. Následně se analyzuje atraktivita trhu, která je doplněná o prognózu vývoje trhu.

4.2.1.1. Vymezení relevantního trhu

Vymezení relevantního trhu bude provedeno z pohledu věcného, teritoriálního, zákaznického a rovněž z pohledu konkurence. Výše uvedené pak bude sloužit k získání základních dat o trhu, následném vymezení atraktivitu trhu a predikci dalšího vývoje.

Věcné vymezení

Z hlediska věcného vymezení jsou hlavními činnostmi společnosti Kofola a.s. podle výroční zprávy výroba nealkoholických nápojů a potravinářských výrobků a velkoobchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona. S ohledem na hlavní portfolio produktů společnosti, kterými jsou nealkoholické nápoje, je klasifikace hlavní činnosti zařazená do kategorie NACE 11070 – Výroba nealkoholických nápojů; stáčení minerálních a ostatních vod do lahví. To koresponduje i s výpisem Registru ekonomických subjektů ČSÚ.

Územní vymezení

Kofola a.s. patří mezi největší výrobce na trhu s nealkoholickými nápoji v České republice. Z tabulky 4.2-1 je zřejmé, že 92 % celkových tržeb za r. 2019 bylo realizovaných na trhu v České republice. Z toho důvodu bude trh podniku vymezený na území České republiky.

Tabulka 4.2-1: Struktura tržeb společnosti Kofola a.s.

	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby celkem	CZK 3.095.553	3.104.553	3.100.383	3.268.844	3.366.615
- Česká republika	CZK 2.809.949	2.830.881	2.826.515	2.996.993	3.099.137
- Zahraníčí	CZK 285.604	273.672	273.868	271.851	267.478
Podíl tržeb realizovaných v ČR	90,77%	91,18%	91,17%	91,68%	92,05%

Zdroj: výroční zprávy oceňované společnosti

Vymezení z hlediska zákazníků

Portfolio zákazníků podniku je diverzifikované. Mezi hlavní zákazníky patří potravinové řetězce, velkoobchod i maloobchod, restaurace i jiná gastronomická zařízení, hotely, případně různé retailové podniky, které mají oprávnění prodávat potraviny a nealkoholické výrobky. Konečnými spotřebiteli jsou zákazníci se širokým spektrem demografických a sociálních charakteristik (věk, pohlaví, vzdělání atd.).

Vymezení z hlediska konkurentů

Mezi konkurenty společnosti Kofola a.s. patří podniky se stejným NACE kódem, tj. NACE 11070 – Výroba nealkoholických nápojů; stáčení minerálních a ostatních vod do lahví. Konkurenci tvoří společnosti se zahraničním zázemím, ale i čeští výrobci. Další jsou společnosti, které působí v rámci celé České republiky a taktéž lokální hráči v rámci regionálních trhů. Detailnější analýza konkurence je provedená v části 4.2.2.1. – Vývoj tržního podílu a identifikace konkurence. Největší konkurenti oceňovaného podniku jsou společnosti Coca-Cola HBC Česko a Slovensko, s.r.o. a Mattoni 1873 a.s.

4.2.1.2. Velikost trhu

Jednou z variant určení velikosti trhu je pomocí celkových tržeb v rámci segmentu CZ-NACE 11070 – Výroba nealkoholických nápojů. Taková data nejsou veřejně k dispozici. Na stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu v rámci Panorama zpracovatelského průmyslu jsou veřejně dostupná data o tržbách za odvětví CZ-NACE 11: Výroba nápojů, která zahrnuje výrobu nealkoholických a alkoholických nápojů. S ohledem na výrobní sortiment oceňované společnosti by bylo takové vymezení velmi široké.

Pro účely této diplomové práce se bude vycházet z kvalifikovaných odhadů, kdy se tržní podíl oceňované společnosti odhadne ze součtu tržeb nejvýznamnějších podniků na trhu. Jedná se o společnosti Coca-Cola HBC Česko a Slovensko s.r.o., Mattoni 1873 a.s. a oceňovaná společnost Kofola a.s. Celkové tržby zahrnují tržby za prodej vlastních výrobků a služeb a rovněž tržby za prodej zboží, jelikož jsou zde účtovány prodeje nápojů například franšizových značek. Tabulka 4.2-2 znázorňuje vývoj a velikost vymezeného trhu mezi lety 2010–2019.

Zde je nutné okomentovat dvě zásadní skutečnosti. Celkové tržby všech tří společností zahrnují také tržby realizované mimo ČR. Podíl tržeb realizovaný v zahraničí pro společnost Kofola a.s. tvořil 7,95 % k 31. 12. 2019 a z dlouhodobého hlediska je tento poměr stabilní. Podíl zahraničních tržeb společnosti Mattoni byl k 31. 12. 2019 17,46 % a tento trend je spíše rostoucí. Poměr tržeb realizovaných v tuzemsku je však nadále majoritní a z výročních zpráv nejsou známy signály, že by se tento podíl měl zásadně měnit. U společnosti Coca-Cola HBC Česko a Slovensko jde o specifický případ, protože v roce 2017 došlo k přeshraniční fúzi se zaniklou společností Coca-Cola HBC Slovenská republika, s.r.o. Tržby slovenské společnosti tvořily k poslednímu konečnému účetnímu období 26 % na konsolidovaných československých tržbách společnosti Coca-Cola.

Ačkoliv všechny tři společnosti realizují část tržeb mimo ČR, z výše uvedeného vyplývá, že podíl tržeb na českém trhu je dominantní u všech subjektů a pro účely této práce bude trh vymezen celkovými tržbami za prodej výrobků a služeb a prodej zboží.

Tabulka 4.2-2: Růst trhu s nealkoholickými nápoji v mil. Kč

v mil. Kč	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Velikost trhu	11.639	11.466	11.597	11.375	11.109	12.124	11.898	13.174	14.537	15.007
Růst trhu		-1,49%	1,15%	-1,91%	-2,33%	9,13%	-1,86%	10,72%	10,34%	3,23%

Zdroj: Výroční zprávy Coca-Cola HBC Česko a Slovensko s.r.o., Mattoni 1873 a.s., Kofola a.s.

4.2.1.3. Analýza atraktivity trhu

Analýza atraktivity trhu by měla pomoci poukázat na šance a rizika spojená s fungováním na daném trhu. Informace použité v této analýze budou sloužit při prognózování vývoje trhu a taktéž při stanovení rizikové přírážky pro diskontní míru.

Růst trhu lze charakterizovat jako spíše kolísavý. Průměrné tempo růstu v sledovaném období mezi lety 2010–2019 bylo 3 %, avšak v určitém období docházelo meziročně k poklesům, jako například v roce 2011, dále v letech 2013–2014 a v roce 2016. Následné meziroční nárůsty byly dynamické, především v roce 2017 a 2018, kdy došlo k růstu trhu o 10,72 %, který byl podpořen také růstem spotřeby domácností v tomto období. Celkové výdaje na nealkoholické nápoje překročily historicky 38 miliard Kč. Vývoj spotřeby domácností je uveden v tabulce 4.2-3. Od roku 2017 trh roste relativně dynamicky, i když intenzita klesá. Růst v posledních letech je také důsledkem konsolidace na trhu s nealkoholickými nápoji formou akvizic, které budou dále zmíněny v rámci analýzy atraktivity trhu.

Tabulka 4.2-3: Vývoj spotřeby domácností v mil. Kč

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Spotřeba domácností	32.834	31.766	32.517	33.419	35.253	35.897	36.414	38.560	40.723	40.539
Růst spotřeby domácností		-1,1%	2,4%	2,8%	5,5%	1,8%	1,4%	5,9%	5,6%	-0,5%

Zdroj: Český statistický úřad

Napříč průměrnému růstu celkových výdajů na nealkoholické nápoje, který se dá v posledních pěti letech odůvodnit vyššími cenami za tyto produkty, průměrná spotřeba na jednoho obyvatele má spíše klesající trend. Při porovnání růstu výdajů domácností za delší časové období (od roku 1990) můžeme pozorovat jeho zpomalení, které indikuje zvýšenou nasycenost na trhu. Vzhledem na výše uvedené hodnotím další možnosti růstu z kvalitativního hlediska spíše za průměrné.

Velikost trhu

V roce 2017 trh překročil hranici 13 miliard Kč a má rostoucí charakter. Velikost trhu je pro účely tohoto ocenění vymezena tržbami tří největších konkurentů na trhu. V posledním sledovaném období překročil trh hranici 15 miliard Kč, což je z hlediska tohoto vymezení

historická hodnota. S ohledem na fakt, že ostatní konkurenti nejsou součástí tohoto vymezení a celkové tržby v rámci CZ-NACE 11070 nejsou veřejně dostupné, lze hodnotit kritérium velikosti trhu jako průměrné.

Intenzita konkurence

Největší podíl na trhu je rozdělený mezi největší výrobce nealkoholických nápojů, mezi které patří domácí značky v podobě oceňované společnosti Kofola a.s. a dále Mattoni 1873, a.s. Značku s mezinárodním pozadím reprezentuje Coca-Cola, která patří mezi nejhodnotnější značky na světě. V České republice ji reprezentuje společnost Coca-Cola HBC Česko a Slovensko, s.r.o. Kombinovaně dosáhly tržby těchto tří společností v České republice celkem 15 miliard Kč v roce 2019. Na trhu působí i jiní lokální hráči, případně jiné společnosti s mezinárodním zázemím, avšak jedná se spíše o méně významné hráče.

Mezi hlavní konkurenty patří i značka PepsiCo, pro kterou se oficiálním distributorem v roce 2018 stala už uvedená Mattoni 1873 a.s.¹ V roce 2019 zase došlo k převodu části závodu už zaniklé společnosti PEPSICO CZ s.r.o. na společnost Coca-Cola HBC Česko a Slovensko. Uvedené skutečnosti naznačují poměrně dynamický vývoj přímé konkurence na trhu. Vzhledem na uvedené hodnotím intenzitu konkurence z kvalitativního hlediska za nadprůměrnou.

Bariéry vstupu

Bariéry vstupu na trh s nealkoholickými nápoji jsou významné. Konkurence na trhu je navzdory relativní konsolidaci v posledním období nadále vysoká. Na trhu působí jednak společnosti se zahraničním kapitálem a globálním know-how a také tuzemské, ověřené značky s tradičními recepturami. Podstatně vysoké jsou také kapitálové náklady na výrobu (budovy, výrobní linky, balící linky atd.) a investice do výzkumu a vývoje produktů nezbytné pro udržení konkurenceschopnosti a potenciálu navyšování tržního podílu. Negativem pro případné nové subjekty na trhu se mohou také jevit vysoké náklady na marketing, reklamu a náklady na distribuci (partnerství s logistickými firmami nebo investice do vlastního vozového parku). Faktor bariéry vstupu je hodnocen jako pozitivní.

¹https://www.idnes.cz/ekonomika/podniky/karlovarske-mineralni-vody.A181101_080142_ekonomika_kafi

Možnosti substituce

Vzhledem na široké portfolio nealkoholických nápojů společnosti Kofola a.s. mohou být jednotlivé produkty vzájemně substituovány. Mezi hlavní činitele této substituce patří pohled veřejnosti na zdravý životní styl, který mění chování spotřebitelů a může mít dopad na omezování nákupu slazených nápojů a limonád a vyšší nárůst poptávky neslazených minerálních vod nebo 100% ovocných džusů. Největším substitutem se jeví být kohoutková voda. Důvodem pro změnu u spotřebitelů by byl již zmíněný životní styl, který představuje vhodnou alternativu slazeným nápojům a také lze uvažovat o nepříznivé ekonomické situaci domácností, která by nutila spotřebitele omezit výdaje na nealkoholické produkty. Na základě uvedeného je faktor možnosti substituce vnímán jako průměrný.

Průměrná rentabilita

Faktor rentability je do značné míry propojen s faktory substituce a bariéry vstupu. Vyšší bariéry vstupu a nižší možnosti substituce standardně indikují vyšší průměrnou rentabilitu trhu. Srovnání rentability tří největších konkurentů naznačuje relativně podobné výsledky společností Kofola a.s. a Mattoni 1873. Od roku 2016 má ziskovost těchto firem spíše rostoucí trend a uvažovaná EBITDA margin (vypočteno jako poměr EBITDA/Tržby) se pohybuje mezi 10,5 % (2016) až 15,7 % (2019). Společnost Coca-Cola HBC dosáhla v letech 2017–2018 EBITDA margin 5,5 %–5,8 %, ale také dokázala významně zlepšit ziskovost v roce 2019 (12,5 %). Faktor rentability lze hodnotit jako průměrný.

Citlivost trhu na konjunkturu

Faktor citlivosti na konjunkturu byl částečně posouzen výše u možnosti substituce. Ekonomická recese a snížení příjmu domácností by se projevilo na spotřebě nealkoholických nápojů spíše negativně. Ačkoliv nealkoholické nápoje uspokojují základní potřeby lidí (pití), jejich spotřeba by se buď utlumila, přesunula k produktům v nižší cenové kategorii, nebo by domácností upřednostnily kohoutkovou vodu. Faktor je hodnocen jako průměrný.

Síla odběratelů

Odběratelský segment na trhu s nealkoholickými nápoji tvoří hlavně maloobchod (maloobchodní řetězce) a segment HoReCa (hotely, restaurace a kavárny). V obou případech je konečným zákazníkem spotřebitel. Vzhledem na poměrně silnou konkurenci na trhu nealkoholických nápojů, ale i v maloobchodě má spotřebitel značnou kupní sílu. Jeho

rozhodování je ovlivněno cenou, kvalitou produktů, ale také i značkou, což vytváří na primární odběratele výrobků tlak dané značky se udržet v produktové nabídce. Faktor síly odběratelů je spíše průměrný.

Síla dodavatelů

Hlavní vstupní komoditou podniku Kofola a.s. je cukr, dále různé koncentráty a obaly. Vývoj cen cukru je závislý od vývoje cen na trhu s touto komoditou a dodavatelé i odběratelé se musí přizpůsobit tržnímu stavu. Dodavatelé ostatních vstupních surovin, koncentrátů nebo obalů jsou spíše nahraditelní. To samé lze říct o dodavatelích logistických služeb, kde vládne významná konkurence a vzhledem na postavení Kofoly na českém trhu a její bonitu, je podnik významným zákazníkem. V neposlední řadě je nutné brát v úvahu také chování ostatních výrobců nealkoholických nápojů na trhu, který je, jak již bylo zmíněno, vysoce konkurenční. Silu dodavatelů lze hodnotit jako průměrnou.

Tabulka 4.2-4 sumarizuje hodnocení atraktivity trhu. Z celkových 102 možných bodů získala společnost Kofola a.s. 56 bodů. Podnik tak dosáhl hodnocení na úrovni 55 %. Atraktivita trhu lze v tomto případě hodnotit jako průměrnou, což se jeví být odpovídající s ohledem na dosažení hodnoty dle níže uvedené tabulky 4.2-4.

Tabulka 4.2-4: Hodnocení atraktivity trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váha x Body
		Negativní		Průměr		Pozitivní				
		0	1	2	3	4	5	6		
Růst trhu	3				X				2	9
Velikost trhu	2				X				3	6
Intenzita konkurence	3					X			4	12
Průměrná rentabilita	2				X				3	6
Bariéry vstupu	1						X		5	5
Možnosti substituce	1				X				3	3
Citlivost na konjunkturu	1				X				3	3
Síla odběratelů	2				X				3	6
Síla dodavatelů	2				X				3	6
Celkem	17									56

Zdroj: Vlastní zpracování dle Mařík a kol. (2018a)

4.2.1.4. Pandemie COVID-19

Na konci roku 2019 se začaly v médiích objevovat první zprávy o novém viru SARS-CoV-2. K datu 31. 12. 2019 nebyly v Evropě oficiálně známé aktivní případy nákazy. V prvním kvartálu 2020 se virus postupně rozšiřoval významně po Evropě a také po celém světě, což

mělo za následek vznik globální pandemie s názvem COVID-19. V průběhu roku 2020 došlo k ekonomickému lockdownu ve více zemích, což mělo za následek globální ekonomické zpomalení, které se také dotklo i České republiky.

4.2.1.5. Prognóza vývoje trhu

Analýza vnějšího potenciálu je po analýze atraktivitu trhu doplněná o prognózu vývoje trhu. Při postupu prognózy vývoje bude použita regresní analýza, kde závislou (vysvětlovanou) proměnnou je y , která je předmětem prognózy bude velikost trhu. Faktory, které byly určeny jako nezávislé (vysvětlující) proměnné jsou následující:

- HDP v běžných cenách,
- Průměrná hrubá mzda,
- Počet obyvatel.

Data za období 2007–2019 byla poskytnuta z webových stránek Českého statistického úřadu. Predikce HDP a průměrné hrubé mzdy byly nalezeny na stránkách Ministerstva financí České republiky. Sumarizace dat je uvedena v tabulce 4.2-5. Jednotlivé kroky pro odhad prognózy trhu byly provedeny pomocí software Excel od Microsoftu.

Tabulka 4.2-5: Data pro regresní analýzu

Rok	Velikost trhu (mil. Kč)	Tempo růstu	Průměrná mzda (v Kč)	Tempo růstu	HDP (v mil. Kč)	Tempo růstu	Počet obyvatel
2007	13.110		20.927		3.859.533		10.322.689
2008	12.984	-1,0%	22.653	8,2%	4.042.860	4,7%	10.429.692
2009	12.169	-6,3%	23.425	3,4%	3.954.320	-2,2%	10.491.492
2010	11.639	-4,4%	23.903	2,0%	3.992.870	1,0%	10.517.247
2011	11.466	-1,5%	24.466	2,4%	4.062.323	1,7%	10.496.672
2012	11.597	1,1%	25.100	2,6%	4.088.912	0,7%	10.509.286
2013	11.375	-1,9%	25.051	-0,2%	4.142.811	1,3%	10.510.719
2014	11.109	-2,3%	25.753	2,8%	4.345.766	4,9%	10.524.783
2015	12.124	9,1%	26.629	3,4%	4.625.378	6,4%	10.542.942
2016	11.898	-1,9%	27.790	4,4%	4.796.873	3,7%	10.565.284
2017	13.174	10,7%	29.635	6,6%	5.110.743	6,5%	10.589.526
2018	14.537	10,3%	32.097	8,3%	5.408.766	5,8%	10.626.430
2019	15.007	3,2%	34.111	6,3%	5.748.668	6,3%	10.669.324
Průměrné tempo růstu		1,3%		4,2%		3,4%	0,3%

Zdroj: Český statistický úřad, Ministerstvo financí České republiky

Prvním krokem v postupu odhadu prognózy vývoje trhu je srovnání Pearsonových korelačních koeficientů. Účelem je posoudit vzájemnou závislost jednotlivých faktorů. Musí platit základní pravidla regresní analýzy:

- Mezi závislou a nezávislou proměnnou by měla být relativně silná závislost.
- Mezi nezávislými proměnnými by vzájemná závislost měla být nevýznamná.

Hodnoty korelačních koeficientů jsou uvedeny v tabulce 4.2-6.

Tabulka 4.2-6: Korelační koeficienty

Rok	Velikost trhu (mil. Kč)	Průměrná mzda (v Kč)	HDP (v mil. Kč)	Počet obyvatel
2007	13.110	20.927	3.859.533	10.322.689
2008	12.984	22.653	4.042.860	10.429.692
2009	12.169	23.425	3.954.320	10.491.492
2010	11.639	23.903	3.992.870	10.517.247
2011	11.466	24.466	4.062.323	10.496.672
2012	11.597	25.100	4.088.912	10.509.286
2013	11.375	25.051	4.142.811	10.510.719
2014	11.109	25.753	4.345.766	10.524.783
2015	12.124	26.629	4.625.378	10.542.942
2016	11.898	27.790	4.796.873	10.565.284
2017	13.174	29.635	5.110.743	10.589.526
2018	14.537	32.097	5.408.766	10.626.430
2019	15.007	34.111	5.748.668	10.669.324
Korelační koeficient		0,65	0,73	0,38

Zdroj: Český statistický úřad, Ministerstvo financí České republiky

Hodnota korelačního koeficientu mezi počtem obyvatelů jako nezávislou proměnnou a sledovaným trhem vyšla 0,38. Daná hodnota je relativně nízká a nenaznačuje silnou závislost mezi dvěma proměnnými. Z dalšího testování byla tato proměnná vyloučena.

Silná závislost (ačkoliv vyšší) se neprokázala ani mezi sledovaným trhem a zbylými dvěma proměnnými. Hodnota korelačního koeficientu s HDP byla 0,73 a s průměrnou hrubou mzdou 0,65. Vybrané ukazatele se sledovanou časovou řadou nejsou vhodné pro prognózu.

Důvodem nízkých korelačních koeficientů závislé proměnné může být poměrně dynamický pokles trhu v letech 2007–2010, který nekopíroval průměrný růst HDP a průměrné mzdy v daném období. V letech 2010–2019 se průměrné tempo růstu zvyšuje a navzdory menším meziročním poklesům lépe reflektuje vývoj HDP a průměrné mzdy. Vývoj korelačních koeficientů za jednotlivá období znázorňuje tabulka 4.2-7.

Tabulka 4.2-7: Vývoj korelačních koeficientů

Rok	Velikost trhu (v mil. Kč)	Průměrná mzda (v Kč)	HDP (v mil. Kč)
2008	12.984	22.653	4.042.860
2009	12.169	23.425	3.954.320
2010	11.639	23.903	3.992.870
2011	11.466	24.466	4.062.323
2012	11.597	25.100	4.088.912
2013	11.375	25.051	4.142.811
2014	11.109	25.753	4.345.766
2015	12.124	26.629	4.625.378
2016	11.898	27.790	4.796.873
2017	13.174	29.635	5.110.743
2018	14.537	32.097	5.408.766
2019	15.007	34.111	5.748.668
Korelační koeficient 2008-2019		0,79	0,83
Korelační koeficient 2009-2019		0,92	0,9
Korelační koeficient 2010-2019		0,96	0,93

Zdroj: Český statistický úřad, Ministerstvo financí České republiky

Silná závislost byla prokázána mezi závislou proměnnou a nezávislými proměnnými v letech 2009–2019 a také v letech 2010–2019. Časová řada 11 let (resp. 10 let) není příliš obsáhlá a z toho důvodu by prognóza na více jak pět let nepůsobila dostatečně věrohodně. Pro prognózu trhu se jako nejlepší jeví být proměnná HDP s korelačním koeficientem 0,93 za období 2010–2019.

Pro odhad prognózy sledovaného trhu byla zvolena lineární regresní analýza, jejíž výstup je sumarizován v tabulce 4.2-8:

Tabulka 4.2-8: Sumarizace regresní analýzy

Sumár regresní analýzy	
Časová řada	2010-2019
Proměnná y	Velikost trhu
Proměnná x	HDP
Korelační koeficient	0,9347
Koeficient determinace	0,8737
Chyba střední hodnoty	519,5612
Pozorování	10
Významnost F	OK
Hodnota P (HDP)	OK
Parametry	
Incercept	2760,667
HDP	0,0021

Zdroj: vlastní zpracování

Finální model vysvětluje variabilitu závislé proměnné na úrovni 87 %, což je považováno za akceptovatelnou hodnotu. Významnost F a hladina P jsou nižší než hladina významnosti nastavená na 5 %. Statistická významnost modelu se jeví být v pořádku. Konečný model má následující podobu:

$$\text{velikost trhu} = 2760,667 + 0,0021 * \text{HDP}$$

Prognóza vývoje trhu pro období 2020–2024 je znázorněna v tabulce 4.2-9. Průměrné tempo růstu v období 2010–2019 činilo 1,3 %. Prognóza průměrného tempa růstu trhu na základě výsledku z regresní analýzy činí 0,4 % s očekávaným zpomalením po roce 2019.

Tabulka 4.2-9: Prognóza vývoje trhu

Rok	Velikost trhu (v mil. Kč)	Tempo růstu	HDP (v mil. Kč)	Tempo růstu
2020	14.036	-6,5%	5.369.256	-6,6%
2021	14.476	3,1%	5.578.657	3,9%
2022	14.734	1,8%	5.701.387	2,2%
2023	14.985	1,7%	5.821.116	2,1%
2024	15.242	1,7%	5.943.360	2,1%

Zdroj: Vlastní zpracování, predikce Ministerstva financí ČR

4.2.2. Analýza vnitřního potenciálu

Cílem analýzy vnitřního potenciálu je odhad vývoje tržního podílu společnosti a analýza konkurenčního prostředí.

4.2.2.1. Vývoj tržního podílu a identifikace konkurence

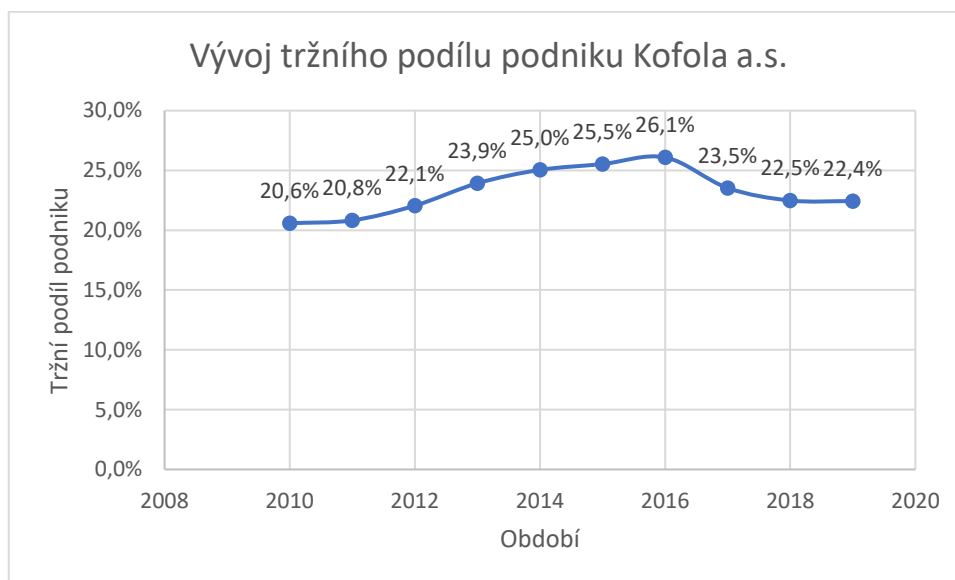
Tabulka 4.2-10 uvádí vývoj tržního podílu oceňované společnosti Kofola a.s. v období 2010–2019. Tržní podíl společnosti představuje výšku celkových tržeb vůči relevantnímu trhu. Z níže uvedené tabulky je patrné, že ve sledovaném období došlo k růstu tržního podílu v letech 2010–2016. V roce 2017 došlo k poklesu tržního podílu, který byl především důsledkem dynamického růstu tržeb společnosti Coca-Cola HBC Česko a Slovensko, která dosáhla výšky podobné tržbám v roce 2007 (celkem 6,8 mld. Kč). Navzdory rostoucímu trendu tržeb společnosti Kofola a.s. v letech 2017–2019 je pokles tržního podílu způsoben už zmíněným dynamickým růstem tržeb společnosti Coca-Cola HBC a v roce 2019 také rychlejším tempem růstu tržeb skupiny Mattoni 1873.

Tabulka 4.2-10: Vývoj tržeb a tržního podílu společnosti Kofola a.s.

v mil. Kč.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Kofola tržby	2.396	2.388	2.558	2.722	2.782	3.096	3.105	3.100	3.269	3.367
Relevantní trh	11.639	11.466	11.597	11.375	11.109	12.124	11.898	13.174	14.537	15.007
Tržní podíl	20,6%	20,8%	22,1%	23,9%	25,0%	25,5%	26,1%	23,5%	22,5%	22,4%

Zdroj: Výroční zprávy Coca-Cola HBC Česko a Slovensko s.r.o., Mattoni 1873 a.s., Kofola a.s.

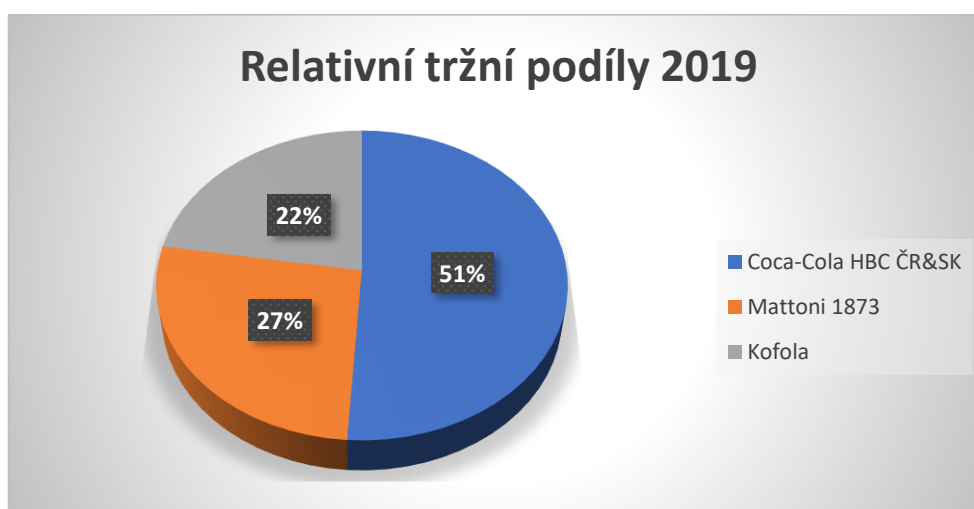
Graf 4.2-1: Vývoj tržního podílu podniku Kofola a.s.



Zdroj: Vlastní zpracování, výroční zprávy Coca-Cola HBC Česko a Slovensko s.r.o., Mattoni 1873 a.s., Kofola a.s.

Graf 2.2-2 znázorňuje relativní tržní podíly těchto třech konkurentů, kde Coca-Cola HBC Česko a Slovensko je lídrem na trhu v ČR s podílem 51 %, dále skupina Mattoni 1873, která dosáhla podílu 27 % a nakonec společnost Kofola a.s., která drží podíl 22 %.

Graf 4.2-2: Relativní tržní podíly v roce 2019



Zdroj: Vlastní zpracování, výroční zprávy Coca-Cola HBC Česko a Slovensko s.r.o., Mattoni 1873 a.s., Kofola a.s.

Do roku 2018 byla významným konkurentem na trhu i společnost PEPSICO CZ. V první polovině roku 2018 se výhradním distributorem této značky pro ČR, Slovensko a Maďarsko stala skupina Mattoni 1873. To mělo významný vliv na intenzitu růstu tržeb v roce 2019, který znamenal snižování tržního podílu oceňované společnosti Kofola a.s. v ČR.

Jak již bylo zmíněno, hlavní konkurencí oceňovaného podniku z hlediska tržního podílu, tržeb a územního vymezení jsou společnosti Mattoni 1873 a Coca-Cola HBC Česko a Slovensko, s.r.o. Představení hlavních konkurentů je uvedeno níže.

Mattoni 1873 a.s.

Společnost Mattoni 1873 a.s. byla založena v roce 1991, původně pod jménem Karlovarská minerální voda a.s. K přejmenování na Mattoni 1873 došlo v roce 2020, ale společnost je nadále známa spíše pod jménem Karlovarské minerální vody (KMV). Hlavním předmětem podnikání je stáčení minerální a pitné vody do lahví a výroba nápojů s přísadou ovocných sirupů a šťáv. Jediným akcionářem společnosti je nizozemský holding Trentop Investments B.V. Majoritním vlastníkem je pan Alessandro Pasquale.

Oproti ostatním dvěma konkurentům má společnost Mattoni 1873 vyšší podíl minerálních vod ve svém produktovém portfoliu. Mezi nejznámější patří vody Mattoni a Magnesia, dále Hanácká Kyselka anebo Aquila. Z řady nealkoholických sycených nápojů lze zmínit DR Pepper, 7up anebo Pepsi. V rámci tržního vymezení se jedná o dvojku na trhu s celkovými tržbami v roce 2019 ve výši 3,98 miliardy Kč.

Coca-Cola HBC Česko a Slovensko, s.r.o.

Společnost byla založena v roce 1991, původně pod jménem CCA Praha, spol. s.r.o. V roce 2017 došlo k přeshraniční fúzi formou sloučení se slovenskou společností Coca-Cola HBC Slovenská republika, s.r.o. a nástupnickou společností se stala Coca-Cola HBC Česko a Slovensko, s.r.o. Na Slovensku dále působí přes organizační složku Coca-Cola HBC Česko a Slovensko, s.r.o. – organizační složka. Coca-Cola HBC Česko a Slovensko je součástí skupiny Coca-Cola Hellenic Bottling Company (Coca-Cola HBC AG) se sídlem ve švýcarském Zugu. Jedná se o předního výrobce nealkoholických nápojů v Evropě a skupina je od roku 2013 zalistována na Londýnské burze cenných papírů.

Nosnou značkou podniku je nápoj Coca-Cola, která patří mezi přední značky nápojů na světě. Dále má podnik ve svém portfoliu nápoje Fanta a Sprite. V kategorii džusů

společnost nabízí značku Cappy a z minerálních nápojů jsou nejznámější Bonaqua či Natura, kterou společnost získala od zaniklé společnosti PEPSICO CZ. Výrobní závod společnosti se nachází v Kyjích na Praze 9, kde společnost sídlí od roku 1992.

Tabulka 4.2-11 znázorňuje hodnoty vybraných poměrových ukazatelů oceňované společnosti a konkurence. Oceňovaná společnost Kofola a.s. vykazovala v posledních letech (zejména 2018–2019) lepší hodnoty u ukazatelů rentability, především ukazatel ROA byl jasně vyšší než u konkurence. Mattoni 1873 ve sledovaném období vykazovala stabilní růst (ROS), ale Coca-Cola se v letech 2016–2018 potýkala s výrazným poklesem rentability (ROS, ROA). Doba obratu zásob byla v případě podniku Kofola a.s. srovnatelná s dobou obratu podniku Coca-Cola, kdy se pohybovala na úrovni 16–24 dní. Doba obratu zásob společnosti Mattoni 1873 byla v daném období na úrovni 39–52 dní, tedy poměrně vyšší ale nadále ji lze hodnotit jako akceptovatelnou. V rámci obrátkovosti pohledávek a závazků vykazovala Kofola a.s. spíše horší ukazatele oproti konkurenci. Zejména v případě obchodních závazků vykazovala konkurence výrazně lepší hodnoty na úrovni 19–42 dní a Kofola a.s. dosáhla nejlepší hodnoty 59 dní v roce 2019. Celkový trend lze hodnotit pozitivně u podniku Kofola a.s., kde se průměrně snižuje doba obratu závazků, naopak trend u konkurence je spíše rostoucí. Hodnoty úrokového krytí podniku Kofola a.s. dosahují vysokých hodnot oproti konkurenci. Hodnoty úrokového krytí u společnosti Coca-Cola jsou značně ovlivněny financováním formou cashpoolingu v rámci skupiny. I s ohledem na pokles provozního zisku dosahují nejnižších hodnot mezi konkurenty. Koeficient financování, neboli tzv. Equity ratio, měla Kofola a.s. ze všech konkurentů nejnižší ve sledovaném období. Společnost Mattoni 1873 dosahovala ve sledovaném období Equity ratio mezi 56,8 %–61,3 %. Pokles v roce 2019 je ovlivněn především akvizicí společnosti PEPSICO CZ, která byla financována z cizích zdrojů (úvěrové instituce + úvěry ze skupiny). Coca-Cola si drží relativně stabilní úroveň 35–39 % od roku 2016, kdy došlo k poklesu Equity ratio z 65 % v důsledku už zmíněného cashpool financování.

Mattoni 1873 dosahovala ve sledovaném období jako jediná hodnoty běžné likvidity nad hranicí 1,0. Společnost Coca-Cola se ve sledovaném období potýkala s nižšími hodnotami běžné likvidity, nicméně lze přepokládat, že společnost všeobecně nemá problémy s likviditou v důsledku možnosti skupinového financování.

Tabulka 4.2-11: Srovnání vybraných ukazatelů oceňované společnosti s konkurencí

Ukazatel	Vzorec	Společnost	2015	2016	2017	2018	2019
ROS	EBIT/Tržby	Kofola	4,8%	5,6%	5,4%	9,9%	11,4%
		Coca-Cola	11,3%	7,7%	4,5%	2,2%	6,9%
		Mattoni	7,4%	7,6%	8,0%	9,8%	11,4%
ROA	EBIT/Aktiva	Kofola	6,9%	8,8%	9,0%	16,6%	19,0%
		Coca-Cola	19,3%	7,6%	4,4%	3,0%	8,4%
		Mattoni	5,0%	4,9%	4,6%	5,5%	4,4%
Doba obratu zásob	Zásoby/(tržby/360)	Kofola	22	19	21	17	18
		Coca-Cola	16	18	26	21	24
		Mattoni	52	47	45	39	46
Doba obratu obchodních pohledávek	Obchodní pohledávky/(tržby/360)	Kofola	49	50	57	54	41
		Coca-Cola	33	36	45	33	25
		Mattoni	60	48	41	46	34
Doba obratu obchodních závazků	Obchodní závazky/(tržby/360)	Kofola	66	60	73	68	59
		Coca-Cola	21	24	34	30	42
		Mattoni	19	21	20	23	28
Ukazatel úrokového krytí	EBITDA/ nákladové úroky	Kofola	36,2	41,9	47,5	98,0	36,4
		Coca-Cola	-	5,5	6,5	5,4	8,6
		Mattoni	31,4	18,8	19,9	16,2	7,3
Koeficient samofinancování	Vlastní kapitál/ Aktiva	Kofola	33,1%	31,1%	21,9%	26,3%	29,8%
		Coca-Cola	65,0%	39,5%	36,8%	35,3%	36,0%
		Mattoni	58,7%	61,3%	56,8%	58,2%	38,0%
Bežní likvidita	Oběžná aktiva / Krátkodobé závazky	Kofola	0,70	0,77	0,95	1,12	0,93
		Coca-Cola	1,65	0,91	1,19	0,97	0,85
		Mattoni	1,91	1,28	1,19	1,28	1,86

Zdroj: Vlastní zpracování, výroční zprávy Coca-Cola HBC Česko a Slovensko s.r.o., Mattoni 1873 a.s., Kofola a.s.

4.2.2.2. Analýza konkurenční síly oceňovaného podniku

Tato kapitola je zaměřená na posouzení konkurenceschopnosti oceňovaného podniku, zejména bližší vnitřní analýza udává schopnost čelit možným hrozbám a celkové konkurenční síly podniku. Výsledek této analýzy dále poslouží při posouzení perspektivnosti podniku a předpokladu tržního vývoje. Následující faktory je relativně obtížné hodnotit objektivně, nicméně všechny budou kvalitativně popsány a souhrnně vyhodnoceny v závěrečné části kapitoly.

4.2.2.2.1. Nepřímé faktory

Jedná se o podpůrné faktory, které tvoří zázemí společnosti. Hlavním nepřímým faktorem je kvalita managementu, dále pak výkonný personál, investiční politika, inovace a finanční zázemí.

Kvalita managementu

Z dlouhodobého hlediska se jedná o nejvýznamnější nepřímý faktor. Faktor kvality managementu má klíčovou roli pro vznik a vývoj krizí ve společnosti (Mařík, 2018, str. 101). Hodnocení kvality managementu je komplexní úkol, který nese prvky subjektivity. Nicméně při hodnocení kvality managementu je nutné zhodnotit vizi vedení podniku, schopnost odhadovat budoucnost a identifikace šancí a rizik podniku, vlastnosti a předpoklady vrcholového managementu podniku. Společnost Kofola a.s. patří dlouhodobě mezi přední hráče na trhu s nealkoholickými nápoji, kde jako tuzemská značka dokáže konkurovat globálním hráčům jako Coca-Cola nebo PepsiCo. V posledních třech letech docházelo k různým akvizicím na trhu, zejména v roce 2018, když se skupina Mattoni 1873 stala výhradním distributorem značky PepsiCo nebo Coca-Cola HBC Česko a Slovensko se stala distributorem balených vod Toma společnosti.² Management podniku Kofola a.s. dokázal reagovat na tyto změny snahou o akvizici výrobců minerálních vod Karlovarská Korunní a Ondrášovka³. K datu ocenění byla podepsána rámcová smlouva o koupi 100% podílu zmíněných společností. Samotná transakce podléhá ještě schválení Úřadu pro ochranu hospodářské soutěže. Definitivní rozhodnutí se očekává v roce 2020. Kvalita managementu vzhledem k uvedenému je hodnocena jako lehce nadprůměrná.

Výkonný personál

Faktor výkonného personálu hodnotí vývoj osobních nákladů a počtu zaměstnanců. Vyšší nárůst osobních nákladů je z hlediska strategické analýzy kladným faktorem, poněvadž je vnímán jako způsob lepšího klima podniku a snižuje riziko fluktuace. Dále samotné klima podniku je dalším subfaktorem hodnocení výkonného personálu, který má vliv na produktivitu a všeobecné chování personálu. Průměrný počet zaměstnanců se k datu ocenění 31. 12. 2019 meziročně snížil na 501 (2018: 506), ale došlo k meziročnímu růstu celkových osobních nákladů o 6 % a růst mzdových nákladů byl meziročně 5,3 %. Průměrná měsíční mzda vychází na 38 tisíc Kč, což je podprůměr ve srovnání s konkurenčními společnostmi Mattoni 1873 a Coca-Cola HBC ČR a SR. Kladně se zde hodnotí cena Randstad Award udělenou oceňované společnosti na základě průzkumu, který zkoumá atraktivitu největších zaměstnavatelů v ČR. Společnost Kofola a.s. se umístila v TOP10

² <https://www.novinky.cz/ekonomika/clanek/vyrobce-vod-toma-kupuje-coca-cola-40294364>

³ <https://www.kofola.cz/aktuality/skupina-kofola-kupuje-100-podil-v-karlovarske-korunni-a-ondrasovce>

a stala se celkovým vítězem v kategorii FMCG (Rychloobrátkové zboží). Faktor výkonného personálu je hodnocen jako průměrný.⁴

Tabulka 4.2-12 znázorňuje produktivitu práce pomocí výkonových ukazatelů tržeb na zaměstnance a přidané hodnoty na zaměstnance. Výroba v podniku Kofola a.s. se postupně automatizuje a tento efekt je vidět i v rostoucím trendu podílu tržeb a přidané hodnoty na jednoho zaměstnance. Ve sledovaném období 2015–2019 rostly tržby na zaměstnance tempem 2,2 % ročně a přidaná hodnota průměrným tempem 12,3 % ročně.

Tabulka 4.2-12: Vybrané výkonové ukazatele oceňované společnosti Kofola a.s.

Výkonové ukazatele (v tis. Kč)	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby na zaměstnance	6.179	5.913	5.997	6.460	6.720
Přidaná hodnota na zaměstnance	1.119	1.097	1.135	1.523	1.729

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv oceňované společnosti

Společnost dále podporuje kariérní povyšování zaměstnanců pomocí programu expatriace – výměna manažerských pozic či nové projekty a akvizice. Prostřednictvím různých programů a aktivit společnost individuálně rozvíjí zaměstnance na skupinové úrovni, například implementaci Learning Management System (LMS) v roce 2018. Také na skupinové úrovni společnost nabízí programy zaměřené na individualitu zaměstnance, jako například Kofola Leadership, Field Sales support programme anebo Internal Coach Education.

Investice a dlouhodobý majetek

Trend vývoje dlouhodobého majetku má negativní charakter. Od r. 2014, kdy hodnota dlouhodobého majetku byla téměř 1,1 mld. Kč, v roce 2019 klesla hodnota na 928 mil. Kč. Vývoj dlouhodobého majetku je znázorněn v tabulce 4.2-13. Hlavní klesající položkou jsou především hmotné movité věci a jejich soubory (stroje a zařízení). V porovnání s hlavními konkurenty je tento faktor hodnocen jako mírně negativní.

Tabulka 4.2-13: Vývoj dlouhodobého majetku a odpisů

v tis. Kč.	2015	2016	2017	2018	2019
Odpisy	163.792	163.364	164.634	165.273	153.342
Dlouhodobý majetek	1.074.536	1.032.519	994.883	949.549	927.924
Investice brutto	139.558	121.347	126.998	119.939	131.717

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv oceňované společnosti

⁴<https://www.randstad.cz/employer-brand-research/randstad-award-2019/>

Inovace, výzkum a vývoj

Podnik investuje do inovativních technologií a inovativních řešení, které podporují ekonomický růst a jsou nezbytné pro dlouhodobé fungování, udržení si tržního podílu a další růst. V roce 2017 získala společnost v rámci programu OPPIK dotaci ve výši 56,2 mil. Kč pro výrobní linku inovativního produktu UGO.⁵ V roce 2019 společnost dále inovovala branding energetického nápoje Semtex. Společnost si je vědoma aktuálních trendů na trhu, které se týkají inovací v oblasti zdraví. Na tyto změny společnost reaguje vývojem produktů bez konzervačních látek, nižším obsahem cukrů v nápojích a také distribucí licencovaných značek minerálních vod Evian a BADOIT. Kromě produktů a výroby společnost inovuje také řízení firmy. V roce 2019 začala společnost aplikovat politiku „ZERO WASTE“ s cílem třídít a minimalizovat směsný odpad. Inovace a výzkum jsou hodnoceny jako mírně nadprůměrné.

Finanční situace

Finanční situace společnosti bude detailně analyzována v kapitole 4.3. Finanční analýza. V rámci hodnocení tohoto faktoru v strategické analýze je finanční situace považována za lehce nadprůměrnou.

4.2.2.2. Přímé faktory

Kvalita výrobků

Trh s nealkoholickými nápoji podléhá všeobecně více právním předpisům, mezinárodním či lokálním standardům. Následující zákony a vyhlášky mají dopad na podnikání společnosti Kofola a.s.:

- Zákon č. 180/2016 Sb., o potravinách a tabákových výrobcích
- Zákon č. 138/2014 Sb., o Státní zemědělské a potravinářské inspekci
- Vyhláška č. 248/2018 Sb., o požadavcích na nápoje, kvasný ocet a droždí

Kromě výše uvedených zákonů a vyhlášek je kvalita výrobků ovlivněná i dodržováním mezinárodních ISO norem nebo normami lokálními ČSN. Vzhledem k relativně širokému množství předpisů a norem aplikovatelných na trhu s nealkoholickými nápoji by neměla být

⁵ <https://www.dotaceeu.cz/cs/statistiky-a-analyzy/mapa-projektu/projekty/01-operacni-program-podnikani-a-inovace-pro-konkur/01-1-rozvoj-vyzkumu-a-vyvoje-pro-inovace/inovacni-projekt-ugo?feed=01-Operacni-program-Podnikani-a-inovace-pro-konkur>

kvalita výrobků významně odlišná mezi konkurenty. Jednotlivé značky se však odlišují recepturami při přípravě nápojů. To platí například i pro hlavní produkt společnosti Kofola a.s, nápoj Kofola, která má charakteristickou chuť⁶ a v ČR patří tato značka mezi oblíbené od 60. let minulého století. Potvrzuje to i ocenění z roku 2019, kdy byla Kofola vyhlášena jako Nejdůvěryhodnější značka v segmentu sycených nealkoholických nápojů.⁷ Z hlediska kvality lze hodnotit vstupní suroviny, které si společnost Kofola a.s. pěstuje sama ve spolupráci s lokálními dodavateli nebo podpora zdravého životního stylu v podobě čerstvých šťáv UGO. Kvalitu výrobku lze hodnotit jako lehce nadprůměrnou.

Cenová úroveň

Jednotlivé společnosti nabízejí vícero druhů nealkoholických nápojů. Celkově je portfolio produktů na trhu relativně široké a pohybují se v různých cenových hladinách. Jeden z nejznámějších produktů společnosti, nápoj Kofola, se jeví být levnější vůči cenám konkurence (Pepsi, Coca-Cola) na základě porovnání maloobchodních cen. Obdobně se jeví být cenově nižší i minerální vody Rajec vůči konkurenci jako například Magnesia, Mattoni (Mattoni 1873) anebo Bonaqua a Natura (Coca-Cola). Cena je v tomto případě hodnocena jako mírně nadprůměrná.

Intenzita reklamy

Z rozhovoru s marketingovým ředitelem společnosti, Karlem Hrbkem, vyplývá, že je velmi důležitá při tvorbě reklamy kreativita, na které je postavena reklamní kampaň. Ta nebývá celoroční, ale sezónní s tím, že se společnost snaží udržet si povědomí přes vzbuzení emocí.⁸ Nicméně, základním znakem je Lovebrand, která tvoří „DNA“ společnosti Kofola a.s. Asociace s láskou je očividná nejen v televizních spotech, ale také na webových stránkách Kofoly a na sociálních sítích. Celkem známým sloganem je „Když ji miluješ, není co řešit“. Po zhlédnutí reklamních spotů na webových stránkách Kofoly by se jako další znak dala charakterizovat spojitost s přírodním prostředím. Intenzitu reklamy lze hodnotit jako pozitivní.

⁶ <https://nasregion.cz/retro-milionove-tajemstvi-legendarni-kofoly-pijeme-ji-uz-neuveritelnych-59-let-96063/>

⁷ <https://www.duveryhodneznacky.cz/historie/nejduveryhodnejsi-znacky-2019/>

⁸ <https://www.mediaguru.cz/clanky/2018/09/kofola-nase-kampane-jsou-vzdy-otazkou-penez-a-napadu/>

Výhody místa

Skupina Kofola disponuje v České republice čtyřmi závody – Krnov (sídlo společnosti), Mnichovo Hradiště, Strážnice, Jazlovce, které jsou zároveň využívané i jako hlavní logistická centra. V rámci oceňované společnosti Kofola a.s. jsou důležité závody v Krnově a Mnichově Hradišti. Právě závod v Mnichově Hradišti poskytuje logistickou výhodu, protože se nachází na dálnici D10, jenom 76 km od Prahy. Přímé spojení s hlavním městem nabízí široké možnosti pro distribuci do celé ČR. Závod v Krnově, kde společnost vyrábí, už postrádá logistické výhody oproti závodu v Mnichově Hradišti. Nejbližší dálniční přípoj se nachází ve vzdálenosti 55 km v Ostravě. Regionální rozdíly mají vliv na výši personálních nákladů společnosti. V Moravskoslezském kraji, kde se nachází Krnov, byla v roce 2019 průměrná mzda nižší o 11 % než ve Středočeském kraji (Mnichovo Hradiště). Poslední data porovnávající průměrné měsíční mzdy ve zpracovatelském průmyslu za období 2018 rovněž potvrzují, že mzdy byly v Moravskoslezském kraji dokonce nižší o 19 % oproti Středočeskému kraji.⁹ Faktor výhody místa je průměrný.

Výhody distribuce

Veřejné zdroje pro zhodnocení distribuce jsou relativně limitované. V roce 2019 však pokračovalo zlepšování postavení společnosti Kofola v kanálu HoReCa s podílem 27,8 % v ČR¹⁰, kde byla zavedena přímá distribuce částečně v kooperaci s logistickými partnery. Ve srovnání s přímou konkurencí to nepředstavuje jasnou výhodu, podobně distribuuje i společnost Coca-Cola HBC Česko a Slovensko¹¹. Pozitivně hodnotím využívání logistických služeb v rámci skupiny Kofola přes společnost SANTA-TRANS s.r.o. Kofola disponuje širokou škálou typů balení a sudů, které podporují efektivitu prodeje v kanálu HoReCa. Nespornou výhodou oproti zejména ekonomicky menším konkurentům jsou vlastní skladovací prostory, které společnost vede ve svém majetku. To má pozitivní dopad do efektivity a flexibility distribuce. Všeobecně lze hodnotit faktor distribuce jako lehce nadprůměrný.

⁹ Český statistický úřad, Mzdy a náklady práce

¹⁰ Výroční správa za rok 2019 společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s.

¹¹ <https://www.systemylogistiky.cz/2020/12/22/distribuce-zbozi-ruznorode-potreby-stejny-cil/>

Image firmy

Image firmy je do značné míry ovlivněna intenzitou reklamy. Společnost Kofola si dlouhodobě buduje image u veřejnosti skrze asociaci s hodnotou lásky. Hlavní message (poselství), které Kofola vyjadřuje v televizních spotech nebo na sociálních sítích je už zmíněná věta „Když ji miluješ, není co řešit“. Dalším faktorem, kterým se společnost snaží diferencovat od konkurence je ten, že jsou lokální, ryze českou značkou. I tuto charakteristiku se společnost snaží v reklamě podporovat výběrem přírodního prostředí. Image firmy je pozitivní.

4.2.2.2.3. Souhrnné hodnocení vnitřního potenciálu a prognóza tržního podílu

Kvalitativní hodnocení přímých a nepřímých faktorů je souhrnně vyhodnoceno v tabulce 4.2-14.

Tabulka 4.2-14: Hodnocení konkurenční síly podniku Kofola a.s.

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity								Body	Váha x Body
		Negativní		Průměr			Pozitivní				
		0	1	2	3	4	5	6			
Nepřímé faktory	Kvalita managementu	3					X			4	12
	Výkonný personál	2				X				3	6
	Investice a majetek	2		X						1	2
	Inovace, výzkum a vývoj	2					X			4	8
	Finanční situace	2				X				4	6
Přímé faktory	Kvalita výrobků	3					X			4	12
	Cenová úroveň	3					X			4	12
	Intenzita reklamy	2						X		5	10
	Výhody místa	2				X				3	6
	Výhody distribuce	2					X			4	8
	Image firmy	2						X		5	10
Celkem	25									92	

Zdroj: Vlastní zpracování dle Mařík a kol. (2018a)

Oceňování podniku si všeobecně vede relativně dobře, jednotlivé faktory jsou hodnoceny většinou průměrně až lehce nadprůměrně. Z celkových možných 150 bodů získala Kofola a.s. 92, tj. 61 %. Výsledné hodnocení znamená, že společnost si minimálně udrží svůj podíl na trhu a bude ho mírně navyšovat.

4.2.2.3. Perspektivnost podniku a prognóza tržeb

Perspektivnost podniku je hodnocena na základě celkového posouzení atraktivitu trhu (kapitola 4.2.1.3.) a konkurenční síly (kapitola 4.2.2.2.). Souhrnné hodnocení znázorňuje tabulka 4.2-15, která reprezentuje matici dle Mařika a kol. (2018a, str. 50). Její základ přitom vychází z tzv. „bostonské“ matice. S ohledem na výsledné hodnocení atraktivitu trhu na úrovni 52 % a analýzy konkurenční síly na úrovni 61 % se perspektivnost oceňovaného podniku Kofola a.s. nachází v sektoru 5 a je hodnocena jako přijatelná až dobrá.

Tabulka 4.2-15: Perspektivnost podniku

Konkurenční síla	Velká	Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	Podniky s dobrou perspektivou	Podniky s jednoznačnou perspektivou
	Střední	Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	Kofola a.s. Podniky s přijatelnou perspektivou	Podniky s dobrou perspektivou
	Malá	Podniky téměř bez perspektivy	Podniky s malou perspektivou	Podniky s omezenou perspektivou
		Nízká	Střední	Vysoká
		Atraktivita trhu		

Zdroj: Vlastní zpracování dle Miloš Mařík a kol. (2018a)

Po posouzení perspektivnosti podniku následuje prognóza růstu tržeb oceňovaného podniku. Pro výpočet prognózy tržeb je nutné zohlednit očekávaný vývoj celkového trhu a tržního podílu oceňované společnosti.

V rámci analýzy vnějšího potenciálu v kapitole 4.2.1.5., kde pomocí regresní analýzy pro odhad vývoje trhu se po poklesu v roce 2020 o 6,5 % v důsledku globální pandemie COVID-19 očekává postupný růst tempem 3,1 % v roce 2021 a s klesající intenzitou v dalším období 2022–2024 na úrovni 1,7 % až 1,8 %.

Po stabilním růstu tržního podílu oceňované společnosti Kofola a.s. v letech 2012–2016, kdy průměrné tempo růstu dosáhlo 4,1 % došlo ke značnému poklesu v roce 2017 v důsledku dynamicky zvýšených tržeb společnosti Coca-Cola HBC Česko a Slovensko, který pokračoval i v roce 2018. Konsolidace na českém trhu ve formě akvizic PEPSICO CZ společnosti Mattoni 1873 a.s. a dále značky TOMA společnosti Coca-Cola HBC snižovala tržní podíl společnosti Kofola a.s. V roce 2020 se očekává finalizace akvizice firem Karlovarská Korunní a Ondrášovka společnosti Kofola a.s., která může znamenat zvýšení tržního podílu oceňované společnosti. Analýza vnitřního potenciálu ukázala, že mezi

konkurenční výhody podniku Kofola a.s. patří její image, která se ve spojitosti s reklamní strategií významně diferencuje od konkurence. Image firmy je také podpořena inovacemi a výzkumem v oblasti zdravého životního stylu, na který se podnik v posledních letech více zaměřuje a také tomu přizpůsobuje své produktové portfolio.

Hlavní nevýhody, které byly ve vnitřní analýze detekovány jsou investice do dlouhodobého majetku. V tomto hodnoceném faktoru podnik zaostává za hlavními konkurenty, zejména v oblasti investic do strojů a zařízení.

Z výše uvedených důvodů se předpokládá, že podnik si udrží tržní podíl a mírně poroste na úroveň 23,5 % v roce 2023, který si v dalším období udrží.

Tempo růstu tržeb bylo ve sledovaném období 2011–2019 na úrovni 3,9 % a s výjimkou v letech 2011 a 2017, kdy tržby mírně poklesly o 0,3 %, respektive 0,1 %. V ostatních letech ve sledovaném období tržby meziročně rostly. V roce 2020 se v důsledku pandemie COVID-19 očekává pokles tržeb, avšak v období 2021–2024 by tržby měly růst tempem 3,1 % a od roku 2021 dosahovat stabilní výše tržeb minimálně 3,1 miliard Kč, které podnik historicky evidoval v roce 2019. Po roce 2024 se odhaduje, že společnost si bude udržovat tržní podíl na úrovni 23,5 % a tempo růstu tržeb a trhu by mělo být totožné. Z toho důvodu je tempo růstu g stanoveno na 1,7 %. Vývoj tržního podílu a tržeb podniku Kofola a.s. i vývoj trhu znázorňuje tabulka 4.2-16.

Tabulka 4.2-16: Prognóza vývoje tržního podílu a tržeb podniku Kofola a.s.

v mil. Kč.	Relevantní trh	Růst trhu	Tržní podíl	Kofola tržby
2010	11.639		20,6%	2.396
2011	11.466	-1,5%	20,8%	2.388
2012	11.597	1,1%	22,1%	2.558
2013	11.375	-1,9%	23,9%	2.722
2014	11.109	-2,3%	25,0%	2.782
2015	12.124	9,1%	25,5%	3.096
2016	11.898	-1,9%	26,1%	3.105
2017	13.174	10,7%	23,5%	3.100
2018	14.537	10,3%	22,5%	3.269
2019	15.007	3,2%	22,4%	3.367
2020	14.036	-6,5%	22,6%	3.172
2021	14.476	3,1%	22,9%	3.315
2022	14.734	1,8%	23,2%	3.418
2023	14.985	1,7%	23,5%	3.521
2024	15.242	1,7%	23,5%	3.582

Zdroj: Vlastní zpracování, výroční zprávy Coca-Cola HBC Česko a Slovensko s.r.o., Mattoni 1873 a.s., Kofola a.s.

Na základě strategické analýzy lze podnik hodnotit jako zdravý podnik, který splňuje předpoklad going concern. Další část práce bude věnována finanční analýze podniku.

4.3. Finanční analýza

Finanční analýza společnosti je v praktické části složená z analýzy absolutních, poměrových a rozdílových ukazatelů. Jako základní podklad pro finanční analýzu společnosti Kofola a.s. byly použity auditované výroční zprávy společnosti za roky 2015–2019 obsahující výkazy rozvahy, výkazy zisku a ztrát, přehled o peněžních tocích, které jsou volně dostupné na stránce www.or.justice.cz. Analýza společnosti je zpracována za období let 2015–2019.

4.3.1. Analýza absolutních ukazatelů

Tato část práce obsahuje analýzu absolutních ukazatelů, která je složená z vertikální a horizontální analýzy. Nejdříve byla provedena vertikální analýza, která měla za cíl nalézt nejvýznamnější položky výkazů. Následně byla zpracována horizontální analýza nejvýznamnějších položek, která slouží k analýze meziročních změn jednotlivých položek v čase.

Vertikální a horizontální analýza aktiv

Tabulka 4.3-1: Vertikální analýza aktiv společnosti Kofola a.s. (období 2015–2019)

	2015	2016	2017	2018	2019
Dlouhodobý nehmotný majetek	0%	0%	0%	0%	0%
Dlouhodobý hmotný majetek	50%	52%	54%	48%	46%
Dlouhodobý finanční majetek	6%	0%	0%	0%	0%
Stálá aktiva	56%	52%	54%	48%	46%
Zásoby	9%	8%	10%	8%	8%
Pohledávky z obchodních vztahů	20%	22%	26%	25%	19%
Penežní prostředky	9%	12%	4%	13%	18%
Ostatní krátkodobá aktiva	5%	4%	5%	5%	8%
Oběžná aktiva	42%	46%	45%	51%	53%
AKTIVA CELKEM	100%	100%	100%	100%	100%

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv oceňované společnosti

Z výše uvedené tabulky lze vypožorovat, že aktiva společnosti jsou tvořena přibližně z poloviny dlouhodobými aktivy (46 % z BS k 31. 12. 2019) a z druhé poloviny oběžnými aktivy (53 % z BS k 31. 12. 2019). Dlouhodobý hmotný majetek je tvořen dominantně z dlouhodobých hmotných aktiv, a to zejména položkou pozemky a stavby (26 % z BS k 31. 12. 2019) a hmotné movité věci a jejich soubory (19 % z BS k 31. 12. 2019). Oběžná aktiva jsou zejména tvořena položkami krátkodobými pohledávky z obchodních vztahů (19 % z BS

k 31. 12. 2019), peněžní prostředky (18 % z BS k 31. 12. 2019) a zásoby (8 % z BS k 31. 12. 2019). Součet všech 5 výše zmíněných nejvýznamnějších položek vyjadřuje přibližně 90 % BS k 31. 12. 2019. Časové rozlišení aktiv představuje poměrně nevýznamnou položku v rámci BS (pouze 1 % z BS k 31. 12. 2019).

Zatímco v prvním sledovaném roce (r. 2015) byl podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech 56 %, v posledním sledovaném roce (r. 2019) klesl podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech na úroveň 46 % a to na úkor oběžných aktiv, které vzrostly z 42 % v r. 2015 na 53 % v r. 2019.

Tabulka 4.3-2: Horizontální analýza aktiv společnosti Kofola a.s. (období 2015–2019)

	2016/2015	2017/2016	2018/2017	2019/2018
Dlouhodobý nehmotný majetek	-82,4%	-39,4%	1041,9%	165,2%
Dlouhodobý hmotný majetek	-3,9%	-3,6%	-4,6%	-2,4%
Dlouhodobý finanční majetek	-100,0%	-	-	-
Stálá aktiva	-13,8%	-3,6%	-4,6%	-2,3%
Zásoby	-13,8%	15,8%	-18,6%	12,1%
Pohledávky z obchodních vztahů	3,2%	12,6%	0,5%	-22,3%
Penežní prostředky	25,2%	-68,9%	231,6%	44,1%
Ostatní krátkodobá aktiva	-21,7%	7,1%	13,0%	63,8%
Oběžná aktiva	1,6%	-9,0%	18,7%	8,5%
AKTIVA CELKEM	-7,4%	-6,6%	5,8%	3,3%

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv oceňované společnosti

Výše uvedené meziroční změny v bilanční struktuře aktiv byly způsobené zejména:

- i. Změnou dlouhodobého finančního majetku v r. 2016 (-100 % meziročně v r. 2016/2015), což bylo způsobené prodejem 100% obchodního podílu ve společnosti Pinelli s.r.o. dne 4. dubna 2016, který představoval přibližně 6 % z celkových aktiv k 31. 12. 2015. Společnost koupila tento 100% podíl v dubnu 2011. Hlavním předmětem podnikání společnosti Pinelli s.r.o. je výroba nealkoholických nápojů a je také vlastníkem ochranných známek na energetické nápoje značky Semtex, Erektus a Green tea. Účetní hodnota společnosti Pinelli byla v rozvaze k 31. 12. 2015 vyjádřena pořizovací cenou sníženou o opravnou položku ve výši 123 008 tis. Kč, společnost prodala tento podíl za 125 000 tis. Kč.
- ii. Mírným poklesem dlouhodobého hmotného majetku (-2.4 % až -4.6 % meziročně v období od 2015–2019) způsobným zejména nižšími investicemi do hmotného majetku (medián položky úpravy hodnot dl. nehmotného a hmotného majetku –

trvalé pro období 2015–2019 ve výši 133 053 tis. Kč), které byly pod úrovní odpisů (medián položky výdaje spojené s nabytím stálých aktiv ve výkazu Přehled o peněžních tocích pro období 2015–2019 ve výši 164 634 tis. Kč).

- iii. Významnými změnami v položce peněžní prostředky (-69 % až +232 % v období 2015–2019), způsobeno zejména významnou výplatou podílů na zisku zejména v r. 2017 ve výši 346 671 tis. Kč, což představuje 303 % z výsledku hospodaření po zdanění r. 2016.

Vertikální a horizontální analýza pasiv

Tabulka 4.3-3: Vertikální analýza pasiv společnosti Kofola a.s. (období 2015–2019)

	2015	2016	2017	2018	2019
Vlastní kapitál	33%	31%	22%	26%	30%
Cizí zdroje	67%	69%	78%	73%	70%
Rezervy	1%	1%	0%	1%	3%
Dlouhodobé závazky	6%	8%	30%	27%	9%
Závazky k úvěrovým institucím	5%	6%	0%	0%	0%
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	0%	0%	26%	25%	7%
Závazky ostatní	1%	2%	3%	2%	2%
Krátkodobé závazky	60%	60%	48%	45%	58%
Závazky k úvěrovým institucím	19%	21%	0%	0%	0%
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	0%	0%	0%	0%	18%
Závazky z obchodních vztahů	27%	26%	34%	32%	27%
Závazky ostatní	14%	13%	14%	14%	13%
PASIVA CELKEM	100%	100%	100%	100%	100%

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv oceňované společnosti

Při pohledu na výše uvedenu tabulku 4.3-3, zjistíme, že pasiva společnosti jsou tvořena zejména cizími zdroji po celé sledované období a na úrovni přibližně 70 %, zatímco vlastní kapitál osciluje ve sledovaném období kolem 30 %.

Vlastní kapitál společnosti (30 % z BS k 31. 12. 2019) je tvořen zejména Základním kapitálem, který se ve sledovaném období, co se týče absolutní hodnoty nemění, dosahuje 268 653 tis. Kč (13 % z BS k 31. 12. 2019) a Výsledkem hospodaření minulých let, resp. výsledkem hospodaření běžného účetního období (17 % z BS k 31. 12. 2019), u kterého dochází k poměrně významným změnám v průběhu sledovaného období v závislosti na dividendové politice společnosti. Cizí zdroje společnosti (70 % z BS k 31. 12. 2019) jsou tvořeny zejména krátkodobými závazky z obchodního vztahů (27 % z BS k 31. 12. 2019), Závazky vůči ovládané nebo ovládající osobě (dlouhodobé a krátkodobé) (24 % z BS k 31. 12. 2019), jsou poskytnuté od mateřské společnosti ČeskoSlovensko a.s. (komentář viz níže). Především zmíněné položky tvoří 81 % BS k 31. 12. 2019. Časové rozlišení pasiv,

obdobně jako u aktiv, představuje poměrně nevýznamnou položku v rámci BS (pouze 0.1 % z BS k 31. 12. 2019).

Tabulka 4.3-4: Horizontální analýza pasiv společnosti Kofola a.s. (období 2015–2019)

	2016/2015	2017/2016	2018/2017	2019/2018
Vlastní kapitál	-12,9%	-34,3%	27,3%	17,3%
Cizí zdroje	-4,6%	5,4%	0,1%	-1,5%
Rezervy	-16,9%	-49,5%	146,7%	294,6%
Dlouhodobé závazky	24,5%	253,4%	-2,6%	-65,3%
Závazky k úvěrovým institucím	3,7%	-99,8%	-100,0%	-
Závazky - ovládaná nebo ovladající osoba	-	-	0,0%	-72,5%
Závazky ostatní	156,5%	33,2%	-23,8%	14,4%
Krátkodobé závazky	-7,3%	-26,1%	0,6%	31,0%
Závazky k úvěrovým institucím	2,9%	-100,0%	2,7%	-100,0%
Závazky - ovládaná nebo ovladající osoba	-	-	-	-
Závazky z obchodních vztahů	-9,0%	20,4%	-0,8%	-10,9%
Závazky ostatní	-17,6%	1,7%	4,0%	-4,4%
PASIVA CELKEM	-7,4%	-6,6%	5,8%	3,3%

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv oceňované společnosti

Výše uvedené meziroční změny v bilanční struktuře pasiv byly způsobené zejména:

- i. Ve vlastním kapitálu významnou výplatou podílu na zisku zejména v r. 2016 a 2017, kde došlo postupně k úplnému vyplácení nerozděleného zisku minulých let.
- ii. Změnou strategie v externím financování společnosti od r. 2017, v r. 2015, resp. 2016 Závazky k úvěrovým institucím (krátkodobé + dlouhodobé) představovaly v absolutní hodnotě 518 207 tis. Kč, resp. 534 128 tis. Kč (24 %, resp. 27 % z BS) a byly poskytnuté od 2 tuzemských bank – Česká spořitelna, a.s. a ČSOB, a.s. V r. 2017 mateřská společnost Kofola ČeskoSlovensko refinancovala výše uvedený bankovní úvěr a poskytla společnosti zápůjčku (489 981 tis. Kč/ 24 % z BS k 31. 12. 2019).

Vertikální a horizontální analýza výkazu zisku a ztrát

Tabulka 4.3-5: Vertikální analýza výkazů zisku a ztrát společnosti Kofola a.s. (období 2015–2019)

	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby z prodeje výrobků a služeb	78%	73%	72%	72%	71%
Tržby za prodej zboží	21%	25%	26%	27%	28%
Jiné provozní výnosy	1%	2%	1%	1%	2%
Celkové provozní výnosy	100%	100%	100%	100%	100%
Náklady vynaložené na prodané zboží	14%	17%	18%	18%	19%
Spotřeba materiálu a energie	35%	34%	35%	28%	26%
Služby	31%	28%	27%	28%	29%
Osobní náklady	8%	9%	9%	9%	9%
Celkové provozní náklady (bez odpisů)	90%	89%	89%	85%	84%
EBITDA	10%	11%	11%	15%	16%
Úpravy hodnot dl. nehm. a hm. majetku - trvalé	6%	5%	5%	5%	4%
EBIT	5%	6%	5%	10%	11%

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv oceňované společnosti

V tabulce 4.3-5 jsou uvedeny pouze nejvýznamnější položky výkazu zisku a ztrát společnosti, tzn. účetní položky s nejvyšším podílem na celkových provozních výnosech společnosti za sledované období. Nejvýznamnější podíl na celkových provozních výnosech společnosti byl tvořen zejména tržbami z prodeje výrobků a služeb (71 %–78 % v rámci sledovaného období), což odpovídá charakteristice výrobní společnosti. Druhou nejvýznamnější účetní položku představovala položka prodej tržeb (21 %–28 % v rámci sledovaného období). Zatímco podíl na celkových provozních výnosech u tržeb z prodeje výrobků a služeb ve sledovaném období postupně poklesl ze 78 % v r. 2015 na hodnotu 71 % v r. 2019, podíl tržeb za prodej zboží se postupně navyšoval, a to z hodnoty 21 % v r. 2015 na hodnotu 28 % v r. 2019. Podíl jiných provozních výnosů v poměru k celkovým provozním výnosům je v podstatě zanedbatelný.

Podíl celkových provozních nákladů (bez odpisů) v průběhu sledovaného období postupně poklesl z 90 % v r. 2015 až na úroveň 84 % v r. 2019, resp. ostře sledovaný ukazatel EBITDA marže (EBITDA = rozdíl celkových provozních výnosů a celkových provozních nákladů bez odpisů) investičními analytiky se postupně zvýšil z 10 % v r. 2015 na 16 % v r. 2019 (tzn. nárůst o 6 procentních bodů). Nejzásadnější dopad za pozitivním nárůstem má jednoznačně pokles účetní položky spotřeby materiálu a energie, která poklesla v poměru k celkovým provozním výnosům z hodnoty 35 % v r. 2015 až na hodnotu 26 % v r. 2019 (tzn. pokles o 9 procentních bodů). Podíl služeb v poměru k celkovým provozním výnosům osciloval kolem hodnoty 29 % a podíl osobních nákladů kolem 9 %, tzn. u obou položek nebyl vyzorován pozitivní či negativní významnější trend.

Tabulka 4.3-6: Vývoj obchodní marže společnosti Kofola a.s. (období 2015–2019)

	2015	2016	2017	2018	2019
Obchodní marže	31%	32%	30%	32%	33%

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv oceňované společnosti

Podíl nákladů vynaložených na prodané zboží na celkových provozních výnosech se zvýšil z hodnoty 14 % v r. 2015 na hodnotu 19 % v r. 2019 (tzn. nárůst o 5 procentních bodů). Vzhledem k tomu, že růst nákladů vynaložených na prodané zboží byl pomalejší, v porovnání s růstem výnosů tržeb za prodej zboží (nárůst ve sledovaném období o 7 procentních bodů), došlo také ke zlepšení obchodní marže z hodnoty 31 % v r. 2015 na hodnotu 33 % v r. 2019.

Podíl odpisů na celkových provozních výnosech se pohyboval kolem 5 % ve sledovaném období s pouze mírně klesajícím trendem za sledované období (pokles z hodnoty 6 % v r. 2015 na 4 % v r. 2019).

Tabulka 4.3-7: Horizontální analýza výkazů zisku a ztrát společnosti Kofola a.s. (období 2015–2019)

	2016/2015	2017/2016	2018/2017	2019/2018
Tržby z prodeje výrobků a služeb	-4,9%	-2,4%	4,8%	1,8%
Tržby za prodej zboží	19,8%	6,5%	7,3%	6,1%
Jiné provozní výnosy	103,0%	-34,4%	-11,6%	85,4%
Celkové provozní výnosy	1,3%	-0,8%	5,3%	3,7%
Náklady vynaložené na prodané zboží	18,4%	8,6%	4,3%	5,8%
Spotřeba materiálu a energie	-0,1%	0,5%	-14,6%	-5,0%
Služby	-8,7%	-3,9%	8,4%	4,7%
Osobní náklady	11,7%	-0,1%	6,8%	6,1%
Celkové provozní náklady (bez odpisů)	1,1%	-0,7%	0,2%	2,6%
EBITDA	2,8%	-1,4%	48,0%	9,6%
Úpravy hodnot dl. nehm. a hm. majetku - trvalé	-9,7%	2,1%	0,4%	-7,7%
EBIT	17,8%	-4,6%	95,0%	18,4%

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv oceňované společnosti

Vzhledem k tomu, že výroční zprávy společnosti obsahují pouze standardní stručný komentář bez bližších detailů k jednotlivým položkám, zachycené meziroční změny v tabulce 4.3-7 není možné detailněji okomentovat.

Za zmínku rozhodně stojí komentář k výraznému zlepšení ukazatele EBIT v roce 2018 (+95 % meziročně), resp. EBITDA (+45 % meziročně v roce 2018), kde došlo jak k poměrně velice solidnímu růstu tržeb z prodeje výrobků a služeb (+5 % meziročně), tak i k růstu tržeb za prodej zboží (+7 % meziročně). Tento růst celkových provozních výnosů (+5 % meziročně) byl navíc doprovázen významným poklesem spotřeby materiálu a energie (-15 %

meziročně), i když byl částečně kompenzován nárůstem služeb (+8 % meziročně), resp. nárůstem osobních nákladů (+7 % meziročně).

Co se týče osobních nákladů, dochází každoročně ke každoročnímu meziročnímu růstu (vyjma r. 2017) a to i navzdory tomu, že počet zaměstnanců od r. 2017 postupně poklesl na 501 zaměstnanců k 31. 12. 2019. To je pravděpodobně způsobeno i situací na trhu práce v ČR, která byla do konce sledovaného období (tzn. 31. 12. 2019) charakteristická nízkou nezaměstnaností, která vyvolávala tlak na růst mezd zaměstnanců společnosti.

Tabulka 4.3-8: Vývoj počtu zaměstnanců společnosti Kofola a.s. (období 2015–2019)

	2015	2016	2017	2018	2019
Počet zaměstnanců	501	525	517	506	501

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv oceňované společnosti

4.3.2. Analýza poměrových ukazatelů

Pro zpracování této kapitoly byly zvoleny standardní ukazatele rentability, aktivity, likvidity a zadluženosti. Vybrané ukazatele byly souhrnně popsány v teoretické části.

4.3.2.1. Rentabilita

V tabulce 4.3-9 je zobrazen vývoj nejčastěji používaných ukazatelů rentability, které byly již zmíněny v teoretické části a to konkrétně: rentability investovaného kapitálu (ROCE), rentability aktiv (ROA) a rentability tržeb (ROS). Ukazatele byly vypočteny na základě vzorců dle tabulky 3.3-3 v kapitole 3.3.3.2.

Tabulka 4.3-9: Vývoj vybraných ukazatelů rentability společnosti Kofola a.s. (období 2015–2019)

Ukazatel	Vzorec	2015	2016	2017	2018	2019
ROCE	EBIT / (VK + rezervy + Závazky k úvěrovým institucím + Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba)	11,9%	15,0%	18,5%	31,7%	33,0%
ROE	Čistý zisk / VK	15,2%	18,5%	33,7%	47,5%	55,2%
ROA	EBIT / Aktiva	6,9%	8,8%	9,0%	16,6%	19,0%
ROS	EBIT / Tržby	4,8%	5,6%	5,4%	9,9%	11,4%

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv oceňované společnosti

Rentabilita investovaného kapitálu (ROCE)

Z tabulky 4.3-9 je patrné, že ukazatel ROCE, který vyjadřuje, jakou hodnotu EBIT vygenerovala společnost z jedné koruny (kterou investoval jak akcionář, tak věřitel), v rámci sledovaného období se významně zvýšil z hodnoty 12 % v r. 2015 až na hodnotu 33 % v r. 2019. Zatímco v r. 2016 a 2017 bylo zvýšení hodnoty ROCE způsobené jak pozvolným nárůstem ukazatele EBIT, tak poklesem investovaného kapitálu, který byl v roce 2016

a 2017 prostřednictvím poklesu VK a vyplacených dividend, od r. 2018 byl růst způsobený zejména významným nárůstem ukazatele EBIT od r. 2018 (viz komentář výše).

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)

Naproti hodnotě ROCE, indikátor ROE zkoumá ziskovost z pohledu akcionáře a dává do poměru čistý zisk a vlastní kapitál. Hodnota ROE zaznamenala výrazný nárůst v roce 2018, kdy došlo k meziroční změně z 18,5 % na 33,7 % a rostla až do roku 2019 na celkových 55,2 %. Tento dynamický nárůst je následkem dividendové politiky podniku, kdy docházelo k významné výplatě podílu na zisku a poklesu absolutní hodnoty vlastního kapitálu v roce 2017. Vývoj v roce 2018–2019 lze spíše připsat rostoucímu trendu čistého zisku společnosti z celkových 107 540 tis. Kč v roce 2015 na 333 935 tis. Kč v roce 2019. Průměrný nárůst čistého zisku ve sledovaném období činil 35,38 %.

Rentabilita aktiv (ROA)

Obdobně jako ukazatel ROCE, ve sledovaném období docházelo u společnosti také k růstu ROA. Ukazatel ROA dává do poměru zisk před zdaněním a celková aktiva financována z vlastního kapitálu nebo cizích zdrojů a je indikátorem ziskovosti pro vlastníky i věřitele. Zatímco na počátku období v r. 2015 dosahoval ukazatel ROA hodnoty 7 %, s pozvolným nárůstem do r. 2017 o 2 procentních bodů (tzn. 9 % v r. 2017), od r. 2018 hodnota ROA se zvýšila významně, a to až na 17 %, resp. 19 % v r. 2019. To bylo způsobeno obdobně jako u ROCE zejména změnou v ukazateli EBIT.

Rentabilita tržeb (ROS)

Ukazatel ROS je indikátorem efektivnosti podniku a dává do poměru zisk před zdaněním a úroky s celkovými tržbami podniku. Zatímco hodnota ROS dosahovala v r. 2015–2017 úrovně přibližně 5 %–5,5 %, díky výše uvedené významné změně v ukazateli EBIT došlo i ke změně ukazatele ROS, a to až na 10 % v r. 2018, resp. 11 % v roce 2019. Nárůst v roce 2018 byl ve sledovaném období nejvýznamnější a lze to připisovat dynamickému růstu veličiny EBIT, který byl způsoben především poklesem spotřeby materiálu a energie nejen v relativních, ale také v absolutních hodnotách.

4.3.2.2. Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity byly vypočteny na základě vzorců dle tabulky 3.3-2 v kapitole 3.3.3.2.

Tabulka 4.3-10: Vývoj vybraných ukazatelů aktivity společnosti Kofola a.s. (období 2015–2019)

Ukazatel	Vzorec	2015	2016	2017	2018	2019
Obrat aktiv	Tržby / Aktiva	1,45	1,57	1,67	1,67	1,66
Obrat zásob	Tržby / Zásoby	16,71	19,44	16,76	21,70	19,94
Doba obratu zásob	Zásoby / (tržby/360)	22	19	21	17	18
Doba splatnosti pohledávek	Pohledávky z obchodních vztahů / (tržby/360)	49	50	57	54	41
Doba splatnosti závazků	Závazky z obchodních vztahů / (tržby/360)	66	60	73	68	59

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv oceňované společnosti

Obrat aktiv/ zásob

Obrat aktiv je indikátorem efektivity využívání celkových aktiv a obrat zásob měří průběh prodeje a opětovného naskladnění položky zásob v běžném období. Hodnota ukazatele obratu aktiv dosahovala po celé sledované období minimální doporučené hodnoty 1,0. Zatímco v r. 2015 byla hodnota ukazatele nejnižší (1,45), postupně došlo k jejímu zvýšení, a to až na úroveň kolem 1,67 v r. 2017–2019. Nejvýznamnější změna ukazatele byla v r. 2017/2016 a byla způsobena zejména poklesem hodnoty celkových aktiv, což bylo způsobeno zejména výplatou peněžních prostředků, resp. výplatou dividend akcionářům.

Zásoby se ve sledovaném období obrátily za 1 rok průměrně 19krát, přičemž minimální hodnota obratu zásob byla na úrovni 17 v roce 2015 a 2017 a nejvyšší 22 v roce 2018.

Doba obratu zásob

Doba obratu zásob vyjadřuje počet dnů, po které jsou jednotlivé položky zásob vázány v podniku do doby jejich prodeje či spotřeby. Doba obratu zásob klesla z nejvyšší hodnoty 22 dnů v r. 2015 na úroveň 17–18 dnů v r. 2018/2019. To by mohlo být způsobeno například efektivnějším řízením pracovního kapitálu ve společnosti nebo nahodilým efektem, jelikož máme informaci o stavu zásob pouze k 31. 12. (pro bližší detail bychom museli mít výkazy od společnosti zpracované například na kvartální bázi).

Doba splatnosti pohledávek

Jelikož celková výše pohledávek obsahuje častokrát kromě pohledávek z obchodních vztahů i jiné pohledávky, u kterých je splatnost mnohokrát nepravdělná a nepředvídatelná (např. stát–daňové pohledávky, pohledávky – ovládaná nebo ovládající osoba, krátkodobé poskytnuté pohledávky, dohadné účty aktivní) pro účely analýzy doby obratu pohledávek

budu použity pouze krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů, u kterých je splatnost s odběrateli obvykle smluvně fixně sjednána. Položka krátkodobých obchodních pohledávek

Ukazatel doby splatnosti pohledávek v rámci sledovaného období se pohyboval v rozmezí od 41 (v r. 2019) do 57 dnů (v r. 2017), což bylo zejména způsobeno stavem krátkodobých pohledávek z obchodního vztahu ke konci roku (tzn. k 31. 12.; konkrétně 380 400 tis. Kč k 31. 12. 2019, resp. 487 201 tis. Kč k 31. 12. 2017). Průměrná hodnota tohoto ukazatele dosahovala 50 dnů. Z toho se usuzuje, že obvyklá splatnost je dohodnutá s odběrateli v rámci 30–60 dnů. Pokles hodnot v posledních 3 letech sledovaného období (57 dnů v r. 2017, 54 dnů v r. 2018, 41 dnů v r. 2019) může být způsoben například efektivnějším řízením pracovního kapitálu, například požadovanou nižší splatností pohledávek u svých odběratelů.

Doba splatnosti závazků

Pro výpočet ukazatele doba splatnosti závazků byly do čitatele dosazeny místo celkových závazků, závazky z obchodních vztahů, a to kvůli obdobné logice jako u výše zmíněných pohledávek a do jmenovatele podíl celkových tržeb s počtem uvažovaných dní v roce (360 dní).

Ukazatel v rámci sledovaného období oscilloval kolem průměrné hodnoty 83 dnů. Minimální hodnota byla dosažena v r. 2016 (74 dnů), přičemž maximální hodnota byla dosažena v r. 2018 (90 dnů). Z toho lze vyvodit, že odhadovaná splatnost závazků společnosti je přibližně na úrovni 60–90 dnů.

4.3.2.3. Ukazatele likvidity

Ukazatele aktivity byly vypočteny na základě vzorců dle tabulky 3.3-1 v kapitole 3.3.3.2.

Tabulka 4.3-11: Vývoj vybraných ukazatelů likvidity společnosti Kofola a.s. (období 2015–2019)

Ukazatel	Vzorec	2015	2016	2017	2018	2019
Běžná likvidita	Oběžná aktiva / Krátkodobé závazky	0,70	0,77	0,95	1,12	0,93
Pohotová likvidita	(Oběžná aktiva - zásoby) / Krátkodobé závazky	0,56	0,64	0,74	0,95	0,78
Okamžitá likvidita	Peněžní prostředky / Krátkodobé závazky	0,15	0,20	0,09	0,28	0,31

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv oceňované společnosti

Běžná likvidita

Indikátor běžné likvidity vyjadřuje schopnost podniku hradit krátkodobé závazky splatné v průběhu jednoho roku a počítá se jako poměr oběžných aktiv a krátkodobých závazků. Z tabulky 4.3-11 lze vyzorovat, že ukazatel běžné likvidity se pohyboval pod úrovní 1,0 téměř po celé sledované období vyjma r. 2018, kdy byla hodnota na úrovni 1,12. I když se

doporučená hodnota běžné likvidity obecně doporučuje aspoň na úrovni 1,5, hodnota běžné likvidity na úrovni 0,93 k 31. 12. 2019 je považovaná jako akceptovatelná i vzhledem k tomu, že společnost má pravděpodobně schválené v domácích bankách kontokorentní provozní limity, které by mohla v případě likviditních potíží použít a mírně omezit relativně vysokou každoroční výplatu dividend, popř. by mohla využít krátkodobou půjčku od své mateřské společnosti, za předpokladu, že by běžná likvidita mateřské společnosti byla na tom o něco lépe než likvidita analyzované společnosti.

Pohotová likvidita

Indikátor pohotové likvidity vyjadřuje schopnost podniku hradit krátkodobé závazky splatné v průběhu jednoho roku, ale nezahrnuje méně likvidní zásoby. Udává se jako poměr rozdílu oběžných aktiv očištěn o zásoby a krátkodobých závazků. Ukazatele pohotové likvidity se ve sledovaném období pohybovaly v rozmezí od 0,56 (v r. 2015) až do 0,95 (v r. 2018), což je pod obecně doporučenou hodnotou 1,0. Růst mezi lety 2015–2018 byl způsoben především vyšším tempem růstu rozdílu mezi celkovými oběžnými aktivy a zásobami než růstu krátkodobých závazků. Jak lze vidět i z analýzy aktivity, vývoj doby obratu zásob se jevil ve sledovaném období stabilní a růst oběžných aktiv lze připisovat růstu obchodních pohledávek. Tento růst potvrzovala i doba obratu pohledávek. V roce 2019 došlo k poklesu pohotové likvidity na 0,78. Významně v tomto roce poklesla i doba obratu obchodních pohledávek.

Okamžitá likvidita

Okamžitá likvidita neboli hotovostní, je ukazatelem schopnosti hradit aktuální závazky podniku. Do výpočtu se zahrnují jenom nejlikvidnější aktiva, která se dávají do poměru s krátkodobými závazky. I když měla společnost ukazatele okamžité likvidity ve sledovaném období pod obecně doporučenou hodnotou 0,2 v r. 2015 (0,15) a v r. 2017 (0,09), od r. 2018 došlo ke zlepšení tohoto ukazatele, kdy daný ukazatel dosahoval výše přibližně na úrovni 0,3 což bylo způsobeno zejména významným zlepšením ziskovosti společnosti (vyjádřena například prostřednictvím ukazatele EBITDA).

4.3.2.4. Ukazatele zadluženosti

Ukazatele aktivity byly vypočteny na základě vzorců dle tabulky 3.3-4 v kapitole 3.3.3.2.

Tabulka 4.3-12: Vývoj vybraných ukazatelů zadluženosti společnosti Kofola a.s. (2015–2019)

Ukazatel	Vzorec	2015	2016	2017	2018	2019
Koeficient samofinancování	Vlastní kapitál/ Aktiva	33,1%	31,1%	21,9%	26,3%	29,8%
Debt ratio	Celkové cizí zdroje / Aktiva	66,9%	68,9%	77,7%	73,5%	70,1%
Koeficient zadluženosti	Celkové cizí zdroje / Vlastní kapitál	202%	221%	355%	279%	235%
Ukazatel úrokového krytí	EBITDA/ Nákladové úroky a podobné náklady	36,2	41,9	47,5	98,0	36,4

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv oceňované společnosti

Koeficient samofinancování

Ukazatel koeficient samofinancování, v anglické literatuře zvaný také jako „Equity ratio“, vyjadřuje, do jaké míry se podílí společnost na financování aktiv. I když se hodnota tohoto ukazatele pohybuje pod obecně doporučenou úrovní pro výrobní společnosti (přibližně 40 %), a to v rozmezí od 22 % (v r. 2017) do 33 % v r. 2015, lze považovat tuto hodnotu pořád za přijatelnou, která by se navíc v případě potřeb a tlaku od financujících bank v době nejistot významně zlepšila například zadržením výplaty podílu na zisku akcionářům.

Debt ratio

Debt ratio vyjadřuje obrácenou hodnotu samofinancování a za sledované období se pohybuje v rozmezí od 67 % (v r. 2015) do 78 % (v r. 2017), z čehož lze potvrdit, že společnost využívá k financování aktiv významnou výši cizích zdrojů a to především od mateřské společnosti, resp. nepřímo od České spořitelny, a.s. a Československé obchodní banky, a.s., jelikož dlouhodobý majetek a pohledávky společnosti jsou využívány jako záruka ve prospěch zmíněných bank. Významný nárůst ukazatele Debt ratio v r. 2017 byl způsoben právě výše zmíněnou významnou výplatou podílu na zisku společnosti.

Koeficient zadluženosti

Ukazatel koeficient zadluženosti, v anglické literatuře označován jako „Gearing“, kombinuje výše zmíněné ukazatele, jelikož dává do poměru cizí zdroje společnosti a vlastní kapitál společnosti. V průběhu sledovaného období byla rovněž významně doporučena minimální hodnota tohoto ukazatele, a to významně, která je obecně stanovená na úrovni 100 %. Nejnižší hodnota byla dosažena v r. 2015 (202 %) a naopak nejvyšší hodnota v r. 2017 (355 %). Jak již bylo výše zmíněno, toto bylo způsobeno zejména agresivní dividendovou politikou podniku a vysokými přijatými úvěry od mateřské společnosti.

Ukazatel úrokového krytí

V průběhu celého sledovaného období dosahovala hodnota úrokového krytí, vyjádřená prostřednictvím ukazatele EBITDA, bezpečných hodnot, a to v rozmezí od 36 v r. 2015 až do 98 v r. 2018. Vzhledem k vysoké hodnotě tohoto ukazatele nelze očekávat výrazné finanční problémy u splácení nákladových úroků.

4.3.3. Čistý pracovní kapitál

Tabulka 4.3-13 znázorňuje vývoj čistého pracovního kapitálu ve sledovaném období. Pracovní kapitál neupravený I zahrnuje i výše peněžních prostředků. Za zmínku stojí vývoj v roce 2017, kdy došlo k významně vysoké výplatě dividend 303 % z Výsledku hospodaření po zdanění r. 2016, jak již bylo zmíněno v analýze aktiv. Pracovní kapitál II, který je očištěn o peněžní prostředky dosahoval záporných hodnot v letech 2015 a 2018–2019. Analýza likvidity již poodhalila, že její indikátory se nacházejí pod doporučenými hodnotami. Záporný čistý pracovní kapitál značí, že krátkodobé cizí zdroje jsou vyšší než oběžná aktiva, což z dlouhodobého hlediska nepůsobí pozitivně. Případná rizika spojená s úhradami dodavatelům jsou mitigovány financováním ze strany skupiny a s ohledem na postavení na trhu a finanční stabilitu společnosti lze tato rizika vnímat jako nízká.

Tabulka 4.3-13: Čistý pracovní kapitál společnosti Kofola a.s. za období 2015–2019 (v tis. Kč)

Pracovní kapitál	2015	2016	2017	2018	2019
Zásoby	185.264	159.708	184.991	150.667	168.851
Pohledávky z obchodních vztahů	419.280	432.754	487.201	489.837	380.400
Krátkodobé poskytnuté zálohy	44.876	59.573	61.967	30.686	76.560
Stát - daňové pohledávky	17.142	8.280	15.919	13.079	33.462
Peněžní prostředky	195.496	244.855	76.224	252.753	364.220
Závazky z obchodních vztahů	570.961	519.356	625.422	620.108	552.580
Krátkodobé přijaté zálohy	122.950	123.945	121.124	129.547	122.891
Pracovní kapitál neupravený I	168.147	261.869	79.756	187.367	348.022
Pracovní kapitál bez peněžních prostředků II.	- 27.349	17.014	3.532	- 65.386	- 16.198
Pracovní kapitál I. / Tržby	5%	8%	3%	6%	10%
Pracovní kapitál II. / Tržby	-1%	1%	0%	-2%	0%

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv oceňované společnosti

4.4. Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Část aktiv účtovaných v rozvaze nemusí být součástí hlavního podnikatelského zaměření nebo nemusí být vůbec využívána a negeneruje žádné příjmy. Důvodem rozdělení majetku na provozně nutný a nenutný je mitigace možnosti chybného ocenění. V případě

nerozděleného majetku by mohlo dojít k podhodnocení nebo nadhodnocení celkové hodnoty.

V případě společnosti Kofola a.s. tvoří nehmotný majetek zanedbatelnou část majetku (0,6 % k 31. 12. 2019) a jedná se zejména o software potřebný pro plynulý provoz společnosti. Dlouhodobá aktiva tvoří v převážné míře výrobní linky, jiné stroje a zařízení pro podporu prodeje a také stavby a pozemky (společnost vlastní sídlo v Krnově a Mnichově Hradišti). Veškerý dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek je provozně nutný.

Kofola a.s. neevidovala od 31. 12. 2016 žádný dlouhodobý a krátkodobý finanční majetek. K datu 31. 12. 2015 byl evidován dlouhodobý finanční majetek ve výši 123 008 tis. Kč. Jednalo se o stoprocentní podíl ve společnosti Pinelli s.r.o., jejímž hlavním předmětem podnikání byla výroba nealkoholických nápojů, tedy dochází k propojení s hlavní činností analyzované společnosti, a tento finanční majetek se ponechává v majetku provozně nutném.

V případě peněžních prostředků došlo k 31. 12. 2019 meziročně k nárůstu o 44 % na 364 220 tis. Kč. Vzhledem na již zmíněné hodnoty likvidity v rámci finanční analýzy v kapitole 4.3. je výše peněžních prostředků provozně nutná. Dále společnost evidovala k 31. 12. 2019 krátkodobé a dlouhodobé poskytnuté zálohy, které představovaly krátkodobou část záloh na zpětné bonusy a ostatní provozní náklady, respektive zálohy na bonusy splatné více než 12 měsíců. O těchto zálohách se uvažuje jako o aktivech provozně potřebných.

4.4.1. Provozně nutný investovaný kapitál

Na základě výše uvedeného lze veškerý majetek společnosti považovat za provozně nutný. Tabulka 4.4-1 znázorňuje vývoj provozně nutného investovaného kapitálu v letech 2015–2019. Pracovní kapitál je zde upraven o krátkodobé závazky neúročené (závazky z obchodních vztahů).

Tabulka 4.4-1: Provozně nutná aktiva v tis Kč.

	2015	2016	2017	2018	2019
Dlouhodobý nehmotný majetek	404	71	43	491	1.302
Dlouhodobý hmotný majetek	1.074.132	1.032.448	994.840	949.058	926.622
Dlouhodobý finanční majetek	123.008	-	-	-	-
Dlouhodobý majetek provozně nutný	1.197.544	1.032.519	994.883	949.549	927.924
Zásoby	185.264	159.708	184.991	150.667	168.851
Pohledávky	525.891	516.224	576.625	590.928	545.956
Provozně nutná výše peněz	195.496	244.855	76.224	252.753	364.220
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	36.790	30.235	20.818	17.920	20.388
Krátkodobé závazky neuročené	570.961	519.356	625.422	620.108	552.580
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasiv)	-	208	7.914	3.941	2.094
Pracovní kapitál provozně nutný	372.480	431.458	225.322	388.219	544.741
Investovaný kapitál provozně nutný	1.570.024	1.463.977	1.220.205	1.337.768	1.472.665

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv oceňované společnosti

4.4.2. Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Tabulka 4.4-2 ukazuje vývoj Korigovaného provozního výsledku hospodaření před daní. Výchozí položkou pro výpočet KPVH před daní je provozní výsledek hospodaření z výsledovky. Provozní výsledek je dále upravován o mimořádné výnosy a náklady. Jedná se zejména o položky jiné provozní výnosy a jiné provozní náklady. S ohledem na to, že veškerý majetek podniku Kofola a.s. byl označen jako provozně nutný, nedochází zde ke korekci ve formě vyloučení zisku z prodeje dlouhodobého majetku.

Tabulka 4.4-2: Korigovaný provozní výsledek hospodaření v tis Kč.

	2015	2016	2017	2018	2019
Provozní výsledek hospodaření z výsledovky	157.356	174.654	177.607	270.716	439.467
Vyloučení mimořádných výnosů	- 24.656	- 50.045	- 32.818	- 29.010	- 53.782
Vyloučení mimořádných nákladů	14.668	11.477	9.348	11.502	68.045
Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daní	196.680	236.176	219.773	311.228	561.294

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv oceňované společnosti

4.5. Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Analýza a prognóza generátorů hodnoty tvoří základ pro sestavení finančního plánu. V této kapitole jsou analyzovány čtyři hlavní generátory hodnoty: tržby, provozní zisková marže, pracovní kapitál a dlouhodobý majetek a investice.

4.5.1. Tržby

Projekce tržeb byla součástí strategické analýzy, kapitoly 4.2.2.3. Perspektivnost podniku a prognóza tržeb. Tržby společnosti rostly v období mezi lety 2010–2019 průměrným

tempem 3,9 %. V tomto období došlo k meziročnímu poklesu jenom v roce 2011 (-0,3 %) a v roce 2017 (-0,1 %) a lze zhodnotit, že se jednalo jen o nevýznamné poklesy. V roce 2015 podnik poprvé v historii překročil tržby ve výši 3 miliardy Kč a minimálně na této hranici se stabilně drží i v dalších letech. Predikce pro roky 2020–2024 naznačuje další průměrný růst tržeb, ale s menší intenzitou (1,9 %). Důvodem nižšího tempa růstu je očekávaný pokles tržeb v roce 2020 z důvodu předpokládané nepříznivé situace na trhu. V dalším období se očekává stabilní růst a dosažení tržeb 3,5 miliardy Kč v roce 2023. Tabulka 4.5-1 znázorňuje vývoj tržeb minulých let a tabulka 4.5-2 prognózu tržeb pro období 2020–2024.

Tabulka 4.5-1: Tempo růstu tržeb společnosti Kofola a.s. v období 2010–2019 v mil. Kč

v mil. Kč.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Kofola tržby	2.396	2.388	2.558	2.722	2.782	3.096	3.105	3.100	3.269	3.367
Tempo růstu		-0,3%	7,1%	6,4%	2,2%	11,3%	0,3%	-0,1%	5,4%	3,0%
Průměrné tempo růstu	3,9%									

Zdroj: výroční zprávy oceňované společnosti

Tabulka 4.5-2: Prognóza tržeb společnosti Kofola a.s. pro období 2020–2024 v mil. Kč

v mil. Kč.	2020	2021	2022	2023	2024
Kofola tržby	3.172	3.315	3.418	3.521	3.582
Tempo růstu	-3,0%	4,5%	3,1%	3,0%	1,7%
Průměrné tempo růstu	1,9%				

Zdroj: vlastní zpracování

4.5.2. Provozní zisková marže

Výpočet provozní ziskové marže vychází z výpočtu korigovaného provozního výsledku hospodaření (KPVH), který byl proveden v předcházející kapitole Korigovaný provozní výsledek hospodaření. Jedná se o důležitou veličinu, ke které se v prognóze přistupuje dvěma způsoby (shora, zdola), které se postupně sladí mezi sebou.

Základ výpočtu tvoří KPVH, ke kterému jsou připočteny odpisy a následně je hodnota korigovaná o jiné provozní výnosy a náklady. Provozní zisková marže shora se pak získá poměrem hodnoty KPVH před odpisy a daní a celkových tržeb společnosti. V případě podniku Kofola a.s. měla provozní zisková marže ve sledovaném období rostoucí trend a v jednotlivých letech dosáhla hodnot 12,12 % (2015) až 21,23 % (2019). Průměrná hodnota pak dosáhla 14,62 %. Nejvýznamnější růst provozní ziskové marže byl v roce 2019, kdy z 14,58 % v roce 2018 dosáhl 21,23 %. Důvod lze hledat v úspěšné strategii podniku

dlouhodobě snižovat spotřebu materiálu a energie. Podíl této položky na celkových výkonech poklesl z 35,3 % v roce 2015 na 26,4 % v roce 2019.

Tabulka 4.5-3: Výpočet provozní ziskové marže oceňovaného podniku shora (v tis. Kč.)

Provozní výsledek hospodaření z výsledovky	157.356	174.654	177.607	319.566	439.467
Vyloučení mimořádných výnosů	- 24.656	- 50.045	- 32.818	- 29.010	- 53.782
Vyloučení mimořádných nákladů	14.668	11.477	9.348	11.502	68.045
Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daní	147.368	136.086	154.137	302.058	453.730
Odpisy dlh. hmotného a nehmotného majetku	178.474	161.185	164.634	165.273	152.484
Úpravy hodnot zásob a pohledávek	- 14.682	2.179	- 2.009	897	- 48.395
Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daní a odpisy	311.160	299.450	316.762	468.228	557.819
Tržby celkem	3.095.553	3.104.553	3.100.383	3.268.844	3.366.615
Provozní zisková marže	10,05%	9,65%	10,22%	14,32%	16,57%

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv oceňované společnosti

Zejména v posledních dvou letech byla intenzita poklesu podílu spotřeby materiálu a energií na celkových tržbách dynamická a obdobnou intenzitu v dalším období lze považovat za spíše méně pravděpodobnou. S ohledem na postavení podniku na trhu, zkušený management a průměrné síle dodavatelů je uvažována průměrná provozní zisková marže pro prognózované období odhadovaná jako průměrná hodnota za období 2015–2019. Prognóza je uvedena v tabulce 4.5-4.

Tabulka 4.5-4: Prognóza provozní ziskové marže oceňovaného podniku shora (v tis. Kč.)

	2020	2021	2022	2023	2024
Tržby celkem	3.172.160	3.314.969	3.418.191	3.521.478	3.581.805
Průměrná provozní zisková marže 2015-2019	12,2%				
Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daní a odpisy	385.781	403.149	415.702	428.263	435.600

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 4.5-5 znázorňuje vývoj podílu jednotlivých provozních nákladových a výnosových položek ve sledovaném období. Průměrná provozní zisková marže počítaná zdola dosahuje 12,2 % a je tedy totožná s průměrnou provozní ziskovou marží počítanou shora.

Tabulka 4.5-5: Výpočet provozní ziskové marže zdola za období 2015–2019

	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby za prodej zboží + výrobků a služeb	3.095.553	3.104.553	3.100.383	3.268.844	3.366.615
Tržby z prodeje výrobků a služeb	79,0%	74,9%	73,2%	72,7%	71,9%
Tržby za prodej zboží	21,0%	25,1%	26,8%	27,3%	28,1%
Výkonová spotřeba	81,6%	81,2%	81,8%	75,7%	74,4%
Náklady vynaložené na prodané zboží	14,5%	17,1%	18,6%	18,4%	18,9%
Spotřeba materiálu a energie	35,3%	35,2%	35,4%	28,7%	26,4%
Služby	31,7%	28,9%	27,8%	28,6%	29,0%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	0,3%	0,2%	-0,8%	0,7%	-0,2%
Aktivace	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Přidaná hodnota	18,1%	18,5%	18,9%	23,6%	25,7%
Osobní náklady	8,0%	8,9%	8,9%	9,0%	9,3%
Ostatní provozní výnosy	0,3%	0,5%	0,4%	0,5%	0,6%
Ostatní provozní náklady	0,2%	0,4%	0,3%	0,4%	0,3%
Daně a poplatky	-0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	0,2%	0,0%	-0,2%	0,1%	0,1%
Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daní a odpisy	311.160	299.450	316.762	468.228	558.677
Provozní zisková marže	10,1%	9,6%	10,2%	14,3%	16,6%
Průměrná Provozní zisková marže 2015-2019	12,2%				

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv oceňované společnosti

Tabulka 4.5-6 znázorňuje vývoj provozní ziskové marže pro prognózované období a také vývoj jednotlivých nákladových a výnosových položek. Vývoj jednotlivých položek odráží minulý vývoj a také reflektuje závěry ze strategické analýzy.

Vývoj tržeb z prodeje výrobků a služeb a z prodeje zboží se uvažuje ve stejném poměru jako v letech 2015–2019.

Náklady vynaložené na prodané zboží jsou prognózované jako průměrný podíl v letech 2015–2019 na tržbách za prodej zboží (obchodní marže). Obchodní marže dosahovala ve sledovaném období stabilních hodnot 31–33 % a lze uvažovat o tom, že tento trend bude pokračovat i v dalším období.

Jak již bylo zmíněno, položka spotřeby materiálu a energie má dlouhodobě klesající trend, v posledních letech s dynamickou intenzitou. V prognózovaném období se tato intenzita jeví být nepravděpodobná a z toho důvodu je prognóza této položky stanovena jako průměrný podíl v minulých letech na celkových tržbách. Podobně bylo přistoupeno i k prognóze položky služby.

Osobní náklady vyjma roku 2017 každoročně rostly, i když počet zaměstnanců ve sledovaném období spíše klesal. Důvody lze hledat v situaci na pracovním trhu ČR a poměrně nízké nezaměstnanosti. Prognóza vývoje osobních nákladů vychází

z prognózovaného růstu průměrné mzdy v daném období, vycházející z predikcí Ministerstva financí ČR.

Položky změna stavu zásob, aktivace, ostatní provozní výnosy, ostatní provozní náklady, daně a poplatky a rezervy tvořily ve sledovaném období nevýznamnou část a jejich prognóza je stanovena jako průměrný podíl v minulých letech.

Tabulka 4.5-6: Prognóza provozní ziskové marže oceňované společnosti (v tis. Kč)

	2020	2021	2022	2023	2024
Tržby za prodej zboží + výrobků a služeb	3.172.160	3.314.969	3.418.191	3.521.478	3.581.805
Tržby z prodeje výrobků a služeb	2.358.008	2.464.164	2.540.894	2.617.672	2.662.516
Tržby za prodej zboží	814.152	850.804	877.297	903.806	919.289
Výkonová spotřeba	2.503.965	2.616.692	2.698.171	2.779.701	2.827.321
Náklady vynaložené na prodané zboží	553.623	578.547	596.562	614.588	625.117
Spotřeba materiálu a energie	1.021.703	1.067.700	1.100.946	1.134.213	1.153.644
Služby	926.238	967.937	998.076	1.028.235	1.045.850
Změna stavu zásob vlastní činnosti	2.400	2.508	2.587	2.665	2.710
Aktivace	-	-	-	-	-
Přidaná hodnota	668.195	698.277	720.020	741.777	754.484
Osobní náklady	312.303	319.174	326.195	333.372	340.706
Ostatní provozní výnosy	14.349	14.995	15.462	15.929	16.202
Ostatní provozní náklady	10.686	11.167	11.515	11.863	12.066
Daně a poplatky	2.428	2.537	2.616	2.696	2.742
Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	1.202	1.257	1.296	1.335	1.358
Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daní a odpisy	353.524	376.628	391.272	405.776	411.104
Provozní zisková marže	11,1%	11,4%	11,4%	11,5%	11,5%
Průměrná Provozní zisková marže 2015-2019	11,4%				

Zdroj: vlastní zpracování

4.5.3. Pracovní kapitál

Tabulka 4.5-7 znázorňuje vývoj provozně nutného pracovního kapitálu. Na rozdíl od finanční analýzy je provozně nutný investovaný kapitál očištěný o úročené krátkodobé závazky a konkrétní hodnoty ve sledovaném období nabývaly kladných hodnot. Z tabulky je také možné vyčíst koeficient náročnosti tržeb na pracovní kapitál v jednotlivých letech, vypočten jako podíl hodnoty pracovního kapitálu na celkových tržbách. Průměrný koeficient náročnosti dosáhl ve sledovaném období 3 %.

Tabulka 4.5-7: Vývoj provozně nutného pracovního kapitálu (v tis. Kč)

	2015	2016	2017	2018	2019
Penežní prostředky	195.496	244.855	76.224	252.753	364.220
Zásoby	185.264	159.708	184.991	150.667	168.851
Krátkodobé Pohledávky	485.891	516.224	576.625	556.193	505.399
Krátkodobé neúročené závazky	880.449	774.458	884.890	889.979	810.570
Časové rozlišení aktiv	36.790	30.235	20.818	17.920	20.388
Časové rozlišení pasiv	-	208	7.914	3.941	2.094
Pracovní kapitál	22.992	176.356	- 34.146	83.613	246.194
kWC	0,7%	5,7%	-1,1%	2,6%	7,3%

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv oceňované společnosti

Tabulka 4.5-8 dále znázorňuje vývoj jednotlivých položek pracovního kapitálu. V případě časového rozlišení aktiv a pasiv byl pro znázornění vývoje použit podíl časového rozlišení na celkových tržbách. Poslední indikátor je vývoj provozně nutné likvidity společnosti.

Tabulka 4.5-8: Vývoj položek provozně nutného pracovního kapitálu v období 2015–2019

	2015	2016	2017	2018	2019
Zásoby	22	19	22	17	18
Krátkodobé pohledávky	57	61	68	62	55
Krátkodobé neúročené závazky	104	91	104	99	88
Časové rozlišení aktiv (% podíl z tržeb)	1,19%	0,97%	0,67%	0,55%	0,61%
Časové rozlišení pasiv (% podíl z tržeb)	0,00%	0,01%	0,26%	0,12%	0,06%
Provozně nutná likvidita	0,26	0,38	0,10	0,33	0,53

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv oceňované společnosti

Prognóza vývoje položek provozně nutného pracovního kapitálu je uvedena v tabulce 4.5-9. V případě prognózy zásob se vychází z doby obratu zásob a jejich jednotlivých položek (materiál, výrobky a zboží). Ve sledovaném období byla doba obratu zásob na úrovni 17 dní (2018) až 22 dní (2015). Celkově došlo v daném období k poklesu doby obratu, ale vývoj v jednotlivých letech byl spíše střídavý (pokles, růst). Při prognóze se vycházelo z doby obratu v roce 2019 (18 dní) jako s výchozí hodnotou, jelikož se předpokládá, že společnosti budou danou obrátkovost držet na stejné úrovni.

V případě krátkodobých pohledávek došlo v roce 2019 ke snížení doby obratu na 55 dní, ve sledovaném období se jednalo o nejnižší hodnotu. V ostatních letech byla obrátkovost pohledávek vždy minimálně 50 dní a v letech 2017 se dokonce zvýšila na 68 dní. Vývoj obrátkovosti pohledávek je zejména ovlivněn krátkodobými obchodními pohledávkami. S ohledem na vyjednávací pozici podniku vůči odběratelům se nepředpokládá obrátkovost z roku 2017, ale také nevhodná se jeví obrátkovost dosažená v roce 2019. Konečná hodnota

doby obratu v prognózovaném období byla stanovena na 61 dní (doba obratu obchodních pohledávek se očekává na úrovni 51 dnů).

Doby obratu neúročených závazků byly ponechány ve stejné výši jako v posledním období 2019. Největší podíl na vývoji mají krátkodobé obchodní pohledávky, kdy se v roce 2019 snížila doba obratu na 60 dní.

V případě časového rozlišení aktiv a pasiv byly použity hodnoty podílu vůči tržbám za poslední reálné období. V případě prognózy peněžních prostředků byla použita průměrná hodnota provozně nutné likvidity za sledované období. Důvodem byl vcelku dynamický vývoj, který v roce 2017 znamenal významné snížení na úroveň 0,1, a naopak v roce 2019 dosáhl hodnoty 0,53. Průměrná hodnota za sledované období je 0,32, což se jeví být jako akceptovatelné ve srovnání s ostatními předchozími lety (2018: 0,33 ; 2016: 0,38 ; 2015: 0,26).

Tabulka 4.5-9: Prognóza provozně nutného pracovního kapitálu (v tis. Kč)

	2020	2021	2022	2023	2024
Penežní prostředky	247.265	258.397	266.443	274.494	279.196
Zásoby	169.558	177.192	182.709	188.230	191.455
Krátkodobé Pohledávky	528.490	552.283	569.480	586.688	596.739
Krátkodobé neúročené závazky	772.703	807.490	832.634	857.793	872.488
Časové rozlišení aktiv	19.350	20.221	20.851	21.481	21.849
Časové rozlišení pasiv	1.903	1.989	2.051	2.113	2.149
Pracovní kapitál	190.058	198.614	204.798	210.987	214.601
kWC	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

Zdroj: vlastní zpracování

4.5.4. Dlouhodobý majetek a investice

Základním prvkem výpočtu jednotlivých položek dlouhodobého majetku jsou investice brutto a celkové odpisy. Hodnota položek investic brutto v jednotlivých letech byla vypočtena dle vzorce 14 a vzorce 15 uvedených v kapitole 3.4.1.1.2. DCF entity metoda jako konečný stav za období minulé, ke kterému byly přičteny odpisy a odečteny investice brutto. Investice brutto se získaly jako podíl prognózovaných tržeb a průměrnému koeficientu náročnosti na tržby ve sledovaném období 2015–2019. Průměrné koeficienty náročnosti jsou uvedeny v tabulce 4.5-10.

Tabulka 4.5-10: Výpočet koeficientu náročnosti tržeb na investice do majetku (v tis. Kč)

	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby celkem	3.095.553	3.104.553	3.100.383	3.268.844	3.366.615
Nehmotný majetek					
Stav majetku ke konci roku	404	71	43	491	1.302
Odpisy	343	384	28	115	247
Investice brutto	25	51	-	563	1.058
Investiční náročnost tržeb na brutto investice	0,00%	0,00%	0,00%	0,02%	0,03%
Průměr koeficientu náročnosti na tržby	0,01%				
Stavby					
Stav majetku ke konci roku	461.636	469.857	455.815	455.929	496.298
Odpisy	16.398	17.222	17.575	18.276	14.940
Investice brutto	10.267	25.443	3.533	18.390	55.309
Investiční náročnost tržeb na brutto investice	0,33%	0,82%	0,11%	0,56%	1,64%
Průměr koeficientu náročnosti na tržby	0,69%				
Hmotné movité věci					
Stav majetku ke konci roku	548.959	502.526	450.044	418.576	385.665
Odpisy	156.685	138.537	142.026	141.934	131.297
Investice brutto	146.226	92.104	89.544	110.466	98.386
Investiční náročnost tržeb na brutto investice	4,72%	2,97%	2,89%	3,38%	2,92%
Průměr koeficientu náročnosti na tržby	3,38%				
Jiný dlouhodobý hmotný majetek					
Stav majetku ke konci roku	1.353	1.111	905	741	484
Odpisy	249	242	206	164	1.201
Investice brutto	6	-	-	-	944
Investiční náročnost tržeb na brutto investice	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,03%
Průměr koeficientu náročnosti na tržby	0,01%				
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku					
Stav majetku ke konci roku	27.997	23.197	18.398	13.598	8.799
Odpisy	4.799	4.800	4.799	4.800	4.799
Investice brutto	-	-	-	-	-
Investiční náročnost tržeb na brutto investice	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Průměr koeficientu náročnosti na tržby	0,00%				
Dlouhodobý finanční majetek					
Stav majetku ke konci roku	123.008	-	-	-	-
Odpisy	-	-	-	-	-
Investice brutto	-	123.008	-	-	-
Investiční náročnost tržeb na brutto investice	0,00%	-3,96%	0,00%	0,00%	0,00%
Průměr koeficientu náročnosti na tržby	-0,79%				

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv oceňované společnosti

V případě dlouhodobého nehmotného majetku byl průměrný koeficient náročnosti jen 0,01 % a odpisy pro nový majetek jsou jen na úrovni ¼ z pořizovací ceny. V prognózovaném období se uvažuje a celkovém poklesu nehmotného majetku na 962 tis. Kč v roce 2024.

I u staveb se při výpočtu prognózovaných investic brutto uvažuje s průměrným koeficientem náročnosti za období 2015–2019, který lze hodnotit jako akceptovatelný. Vývoj staveb

zaznamenal v roce 2017 pokles a v roce 2019 došlo k investicím do zpevněných ploch. I v dalším období se dá očekávat vyšší podíl investic do staveb.

Speciální komentář si zaslouží položka hmotných movitých věcí. Stav tohoto majetku ve sledovaném období významně poklesl z 548 959 tis. Kč v roce 2015 na 385 665 tis. Kč v roce 2019. Průměrný koeficient náročnosti činil v daném období 3,38 %. Při prognóze se uvažuje s o něco vyšším koeficientem, konkrétně na úrovni 4 %. Movitý majetek společnosti vykazuje dlouhodobě klesající trend a s ohledem na činnost podnikání, postavení společnosti na trhu a nadprůměrně konkurenční prostředí lze uvažovat, že v dalším období by mělo dojít k vyšším investicím do výrobních linek, strojů a zařízení.

Jiný dlouhodobý hmotný majetek a oceňovací rozdíl tvoří relativně nízký podíl na celkovém majetku a v prognózovaném období se očekává jejich postupný pokles a úplné odepsání. Podnik neměl k 31. 12. 2019 žádný dlouhodobý finanční majetek. Naposledy byl takový majetek evidován v roce 2016, kdy došlo k odprodeji podílu ve společnosti Pinelli s.r.o.

Tabulka 4.5-11: Prognóza vývoje dlouhodobého majetku oceňované společnosti (v tis. Kč)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Investice brutto	1.058	324	339	349	360	366
Odpisy (1/4 z pořiz. hodnoty)	247	247	328	413	500	590
Ne hmotný majetek	1.302	1.379	1.390	1.327	1.186	962
Investice brutto	55.309	22.019	23.010	23.726	24.443	24.862
Odpisy (1/30 z pořiz. hodnoty)	14.940	16.784	17.518	18.285	19.075	19.890
Stavby	496.298	501.533	507.025	512.467	517.835	522.807
Investice brutto	98.386	126.886	132.599	136.728	140.859	143.272
Odpisy (1/8 z pořiz. hodnoty)	131.297	131.297	131.297	131.297	131.297	131.297
Hmotné movité věci	385.665	381.254	382.556	387.987	397.549	409.524
Investice brutto	944	-	-	-	-	-
Odpisy (1/3 z pořiz. hodnoty)	1.201	161	161	162	-	-
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	484	323	162	-	-	-
Odpisy	4.799	4.799	4.000	-	-	-
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	8.799	4.000	-	-	-	-
Investice brutto	- 33.324	- 12.260	-	-	-	-
Poskytnuté zálohy na DHM a nedokončený DHM	12.260	-	-	-	-	-
Investice brutto	8.486	-	-	-	-	-
Pozemky - zůstatková hodnota	23.116	23.116	23.116	23.116	23.116	23.116

Zdroj: vlastní zpracování

4.6. Finanční plán

Finanční plán se skládá z výsledovky, rozvahy a výkazu peněžních toků a z analýzy finančního plánu.

Plán výsledovky z největší části vychází z prognózy provozní ziskové marže a je doplněn dodatečně o nákladové úroky a daně. Prognózované nákladové úroky vycházejí

z dostupných údajů o ceně zápůjčky poskytnutou oceňované společnosti Kofola a.s. ze strany mateřské společnosti. K 31. 12. 2019 činily sazby za dlouhodobé zápůjčky PRIBOR 1M + marže a za krátkodobé zápůjčky PRIBOR 3M + marže. Pro výpočet do budoucna byla použita průměrná sazba PRIBOR 1M (2,03 %) a PRIBOR 3M (2,12 %) za období 2019.¹² Pro odhad výše finančních výnosů a nákladů byly použity hodnoty k 31. 12. 2019 a nepřepokládá se významná změna v budoucím období. Sazba daně pak činí 19 %.

Tabulka 4.6-1: Plán výkazu zisku a ztrát oceňované společnosti (v tis. Kč)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Tržby z prodeje výrobků a služeb	2.420.387	2.358.008	2.464.164	2.540.894	2.617.672	2.662.516
Tržby za prodej zboží	946.228	814.152	850.804	877.297	903.806	919.289
Výkonová spotřeba	2.505.747	2.503.965	2.616.692	2.698.171	2.779.701	2.827.321
Náklady vynaložené na prodané zboží	637.942	553.623	578.547	596.562	614.588	625.117
Spotřeba materiálu a energie	890.100	1.021.703	1.067.700	1.100.946	1.134.213	1.153.644
Služby	977.705	926.238	967.937	998.076	1.028.235	1.045.850
Změna stavu zásob vlastní činnosti	- 5.308	2.400	2.508	2.587	2.665	2.710
Aktivace	-	-	-	-	-	-
Přidaná hodnota	866.176	668.195	698.277	720.020	741.777	754.484
Osobní náklady	312.303	312.303	319.174	326.195	333.372	340.706
Úpravy hodnot v provozní oblasti	104.947	153.288	153.304	150.156	150.873	151.777
Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	153.342	153.288	153.304	150.156	150.873	151.777
Ostatní provozní výnosy	73.075	52.098	54.443	56.139	57.835	58.826
Ostatní provozní náklady	82.534	36.522	38.166	39.355	40.544	41.238
Provozní výsledek hospodářství	439.467	218.180	242.076	260.452	274.823	279.588
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíly	-	-	-	-	-	-
Nákladové úroky a podobné náklady	14.738	15.166	15.166	15.166	15.166	15.166
Ostatní finanční výnosy	4.212	4.212	4.212	4.212	4.212	4.212
Ostatní finanční náklady	4.408	4.408	4.408	4.408	4.408	4.408
Finanční výsledek hospodářství	- 14.932	- 15.362	- 15.362	- 15.362	- 15.362	- 15.362
Výsledek hospodářství před zdaněním	424.535	202.818	226.714	245.090	259.461	264.226
Daň z příjmů	90.600	38.535	43.076	46.567	49.298	50.203
Výsledek hospodářství po zdanění	333.935	164.282	183.639	198.523	210.163	214.023
Výsledek hospodářství za účetní období	333.935	164.282	183.639	198.523	210.163	214.023

Zdroj: vlastní zpracování

Plán aktiv vychází z prognózy generátorů hodnoty dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu. Dlouhodobé pohledávky, které reprezentují splatné zálohy za bonusy, byly ponechány ve stejné výši jako k 31. 12. 2019. Vývoj struktury aktiv pro budoucí období se jeví jako stabilní, podíl stálých aktiv bude v jednotlivých letech na úrovni 46 %–48 %. Vývoj peněžních prostředků nepředpokládá výši obdobnou jako v roce 2019 (18 % celkových aktiv), ale očekává se stabilní výše na minimální úrovni 13 %.

¹² <https://www.cnb.cz/cs/financni-trhy/penezni-trh/pribor/fixing-urokovych-sazeb-na-mezibankovnim-trhu-depozit-pribor/prumerne.html?rok=2019>

Tabulka 4.6-2: Plán aktiv oceňované společnosti (v tis. Kč)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
AKTIVA CELKEM	2.027.339	1.895.314	1.937.678	1.976.551	2.022.987	2.057.290
Stálá aktiva	927.924	911.605	914.249	924.897	939.686	956.409
Dlouhodobý nehmotný majetek	1.302	1.379	1.390	1.327	1.186	962
Dlouhodobý hmotný majetek	926.622	910.226	912.859	923.570	938.500	955.447
Pozemky a stavby	519.414	524.649	530.141	535.583	540.951	545.923
Pozemky	23.116	23.116	23.116	23.116	23.116	23.116
Stavby	496.298	501.533	507.025	512.467	517.835	522.807
Hmotné movité věci a jejich soubory	385.665	381.254	382.556	387.987	397.549	409.524
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	8.799	4.000	-	-	-	-
Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	484	323	162	-	-	-
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	12.260	-	-	-	-	-
Dlouhodobý finanční majetek	-	-	-	-	-	-
Oběžná aktiva	1.079.027	983.709	1.023.429	1.051.655	1.083.300	1.100.881
Zásoby	168.851	163.301	170.653	175.967	181.284	184.389
Materiál	74.327	70.048	73.202	75.481	77.762	79.094
Nedokončená výroba a polotovary	157	87	91	94	96	98
Výrobky a zboží	94.367	93.166	97.360	100.392	103.425	105.197
Výrobky	57.427	58.402	61.032	62.932	64.834	65.944
Zboží	36.940	34.763	36.328	37.460	38.592	39.253
Pohledávky	545.956	573.142	594.379	609.245	627.245	637.295
Dlouhodobé pohledávky	40.557	40.557	40.557	40.557	40.557	40.557
Krátkodobé pohledávky	505.399	532.585	553.822	568.688	586.688	596.738
Pohledávky z obchodních vztahů	380.400	447.328	464.727	476.818	492.042	500.471
Pohledávky - ostatní	124.999	85.257	89.095	91.870	94.646	96.267
Stát - daňové pohledávky	33.462	17.382	18.164	18.730	19.296	19.626
Krátkodobé poskytnuté zálohy	76.560	54.405	56.854	58.624	60.396	61.430
Dohadné účty aktivní	14.534	13.036	13.623	14.047	14.472	14.720
Jiné pohledávky	443	435	454	468	482	491
Penežní prostředky	364.220	247.265	258.396	266.443	274.772	279.196
Časové rozlišení aktiv	20.388	19.350	20.221	20.851	21.481	21.849

Zdroj: vlastní zpracování

V případě plánu pasiv byly ponechány položky základního kapitálu a rezerv ve stejné výši jako k datu 31. 12. 2019. S ohledem na pravidelnou výplatu dividend v minulých letech se očekává stejný trend i v budoucím období. Dividendová politika v letech 2016–2017 a také v roce 2019 byla poměrně agresivní. Průměrná výplata v období 2015–2019 činila 120 % z čistého zisku. S ohledem na významně úspěšné období v roce 2019 se v následujícím období čeká téměř stejná dividendová výše jako v roce 2019. V letech 2021–2024 je pak odhadována výplata dividend prognózovaná na úrovni min. 90 % realizovaného čistého zisku. Pro účely tohoto ocenění se uvažuje, že celková výše dividend bude taková, aby si společnost udržela dostatečnou výši peněžních prostředků pro hladký chod podniku. Společnost nevyužívá bankové úvěry a s tímto předpokladem se počítá i v prognózovaném období. Úročené závazky ve sledovaném období nadále reprezentují zápůjčky ze skupiny. Celková jistina se od roku 2017, kdy skupina refinancovala úvěry od České spořitelny, a.s.

a Československé obchodní banky, a.s., nezměnila a je ve výši 489 981 tis. Kč. Z toho důvodu se prognózuje stejná výše a struktura zápůjček i pro období 2020–2024.

Tabulka 4.6-3: Plán pasiv oceňované společnosti (v tis. Kč)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
PASIVA CELKEM	2.027.339	1.895.314	1.937.678	1.976.551	2.022.987	2.057.290
Vlastní kapitál	605.032	524.372	531.864	545.531	563.573	581.032
Základní kapitál	268.653	268.653	268.653	268.653	268.653	268.653
Výsledek hospodářství minulých let	2.444	91.437	79.572	78.356	84.756	98.357
Výsledek hospodářství běžného účetního období	333.935	164.282	183.639	198.523	210.163	214.023
Cizí zdroje	1.420.213	1.369.038	1.403.825	1.428.969	1.457.301	1.474.108
Rezervy	69.008	69.008	69.008	69.008	69.008	69.008
Závazky	1.351.205	1.300.030	1.334.817	1.359.961	1.388.293	1.405.100
Dlouhodobé závazky	185.262	171.954	171.954	171.954	171.954	171.954
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	134.608	134.608	134.608	134.608	134.608	134.608
Odložený daňový závazek	50.654	37.346	37.346	37.346	37.346	37.346
Krátkodobé závazky	1.165.943	1.128.076	1.162.863	1.188.007	1.216.339	1.233.146
Krátkodobé přijaté zálohy	122.891	123.584	129.148	133.169	137.193	140.644
Závazky z obchodních vztahů	552.580	521.451	544.926	561.894	582.046	591.873
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	355.373	355.373	355.373	355.373	355.373	355.373
Závazky ostatní	135.099	127.669	133.416	137.570	141.727	145.256
Závazky k zaměstnancům	13.582	12.776	13.351	13.766	14.182	14.425
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	7.733	7.300	7.629	7.867	8.104	8.243
Stát-daňové závazky a dotace	2.190	2.086	2.180	2.248	2.315	2.355
Dohadné účty pasivní	111.591	105.159	109.893	113.315	116.739	119.840
Jiné závazky	3	348	363	375	386	393
Časové rozlišení pasiv	2.094	1.903	1.989	2.051	2.113	2.149

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 4.6-4: Plán výkazu peněžních toků oceňované společnosti (v tis. Kč)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku účetního období	252.753	364.220	247.265	258.396	266.443	274.772
Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	424.535	202.818	226.714	245.090	259.461	264.226
Úpravy o nepeněžní operace	155.397	164.791	164.642	161.376	161.973	162.808
Odpisy stálých aktiv	152.484	153.288	153.304	150.156	150.873	151.777
Změna stavu:	- 44.677	-	-	-	-	-
rezerv a opravných položek	- 44.677	-	-	-	-	-
Zisk (ztráta) z prodeje stálých aktiv	- 10.245	- 3.663	- 3.828	- 3.947	- 4.066	- 4.136
Vyúčtované nákladové a výnosové úroky	14.736	15.166	15.166	15.166	15.166	15.166
Případné úpravy o ostatní nepeněžní operace	43.099	-	-	-	-	-
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, změnami pracovního kapitálu	579.932	367.609	391.356	406.465	421.434	427.033
Změna potřeby pracovního kapitálu	- 47.138	- 54.116	4.713	3.406	3.409	1.991
Změna stavu pohledávek z provozní činnosti	52.332	- 15.352	- 22.526	- 16.282	- 16.292	- 9.516
Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti	- 80.449	- 38.057	34.872	25.206	25.222	14.731
Změna stavu zásob	- 19.021	- 707	- 7.633	- 5.517	- 5.521	- 3.225
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním	532.794	313.493	396.069	409.872	424.842	429.024
Zaplacené úroky s výjimkou kapitalizovaných úroků	- 12.675	- 15.166	- 15.166	- 15.166	- 15.166	- 15.166
Přijaté úroky	2	-	-	-	-	-
Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost a za doměrky daně za minulá období	- 35.582	- 38.535	- 43.076	- 46.567	- 49.298	- 50.203
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	484.539	259.791	337.827	348.138	360.378	363.655
Nabytí stálých aktiv	- 139.034	- 136.969	- 155.947	- 160.803	- 165.662	- 168.500
Nabytí dlouhodobého hmotného majetku	- 137.976					
Nabytí dlouhodobého nehmotného majetku	- 1.058					
Příjmy z prodeje stálých aktiv	10.997	5.166	5.398	5.566	5.735	5.833
Příjmy z prodeje dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku	10.997	5.166	5.398	5.566	5.735	5.833
Zápůjčky a úvěry spřízněným osobám	-					
Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	- 128.037	- 131.804	- 150.549	- 155.237	- 159.928	- 162.668
Změna stavu dlouhodobých, popř. krátkodobých závazků z finanční oblasti	- 191	-	-	-	-	-
Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky	- 244.844	- 244.942	- 176.147	- 184.855	- 192.122	- 196.563
Zvýšení základního kapitálu, emisního a/žia event. Rezervního fondu	-					
Platby z fondů tvořených ze zisku	- 8					
Vyplacené podíly na zisku včetně zaplacené srážkové daně a tantiémy	- 244.836	- 244.942	- 176.147	- 184.855	- 192.122	- 196.563
Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	- 245.035	- 244.942	- 176.147	- 184.855	- 192.122	- 196.563
Čisté zvýšení nebo snížení peněžních prostředků	111.467	- 116.955	11.131	8.047	8.329	4.425
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci účetního období	364.220	247.265	258.396	266.443	274.772	279.196

Zdroj: vlastní zpracování

4.6.1. Analýza finančního plánu

U jednotlivých ukazatelů rentability se očekává pokles v roce 2020, který zohledňuje pokles ekonomické aktivity v důsledku nepříznivého vývoje na trhu v daném roce. V dalším období se prognózuje spíše pozvolný nárůst ROA a ROS. S ohledem na rychlejší tempo růstu EBIT vůči vlastnímu kapitálu by měl indikátor ROE vrůst z 41,6 % v roce 2020 na 48,1 % v roce 2024.

V důsledku rychlejšího růstu tržeb vůči aktivům se obrat aktiv bude také postupně zvyšovat z úrovně 1,67 až na 1,71 v roce 2024. Doba obratu zásob, pohledávek a závazků se očekává být konstantní v budoucím období, ale za zmínku stojí růst doby obratu pohledávek oproti roku 2019 z 41 na 51 dní.

Hodnoty likvidity se v prognózovaném období jeví být také konstantní. Pokles okamžité likvidity v roce 2020 je dán zejména poklesem celkové výše peněžních prostředků v důsledku poměrně agresivní dividendové politiky.

Poměr vlastního kapitálu na celkových aktivech se bude držet na hranici mezi 27–28 %, oproti roku 2019 se nejedná o zásadní rozdíly. Postupný růst této hodnoty se neočekává i v důsledku pokračujícího financování společnosti ze strany skupiny pomocí úvěrů. Výše jistiny se drží na stejné úrovni od roku 2017 a v dalších letech se nepočítá se snížením. V dalším období bude růst koeficient zadluženosti, tedy poměr celkových cizích zdrojů a vlastního kapitálu. Stejně jako při ostatních indikátorech zde bude hlavním důvodem vyplácení dividend v budoucím období.

Tabulka 4.6-5: Finanční analýza plánu

Rentabilita	Vzorec	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ROCE	EBIT / (VK + rezervy + Závazky k úvěrovým institucím + Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba)	33,0%	20,1%	22,2%	23,6%	24,5%	24,5%
ROE	EBIT / VK	63,6%	41,6%	45,5%	47,7%	48,8%	48,1%
ROA	EBIT / Aktiva	19,0%	11,5%	12,5%	13,2%	13,6%	13,6%
ROS	EBIT / Tržby	11,4%	6,9%	7,3%	7,6%	7,8%	7,8%
Aktivita	Vzorec	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Obrat aktiv	Tržby / Aktiva	1,66	1,67	1,71	1,73	1,74	1,74
Obrat zásob	Tržby / Zásoby	19,94	19,43	19,43	19,43	19,43	19,43
Doba obratu aktiv	Aktiva / (tržby/360)	217	215	210	208	207	207
Doba obratu zásob	Zásoby / (tržby/360)	18	19	19	19	19	19
Doba splatnosti pohledávek	Pohledávky z obchodních vztahů / (tržby/360)	41	51	50	50	50	50
Doba splatnosti závazků	Závazky z obchodních vztahů / (tržby/360)	59	59	59	59	60	59
Likvidita	Vzorec	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Běžná likvidita	Oběžná aktiva / Krátkodobé závazky	0,93	0,87	0,88	0,89	0,89	0,89
Pohotovostní likvidita	(Oběžná aktiva - zásoby) / Krátkodobé závazky	0,78	0,73	0,73	0,74	0,74	0,74
Okamžitá likvidita	Peněžní prostředky / Krátkodobé závazky	0,31	0,22	0,22	0,22	0,23	0,23
Zadluženost	Vzorec	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Koeficient samofinancování	Vlastní kapitál / Aktiva	29,8%	27,7%	27,4%	27,6%	27,9%	28,2%
Debt ratio	Celkové cizí zdroje / Aktiva	70,1%	72,2%	72,4%	72,3%	72,0%	71,7%
Koeficient zadluženosti	Celkové cizí zdroje / Vlastní kapitál	235%	261%	264%	262%	259%	254%
Ukazatel úrokového krytí	EBITDA/ Nákladové úroky a podobné náklady	36,4	24,5	26,1	27,1	28,1	28,4

Zdroj: vlastní zpracování

4.7. Ocenění podniku

Pro účely této práce bude konečná hodnota podniku vypočtena pomocí metody DCF entity, dvoufázové metody. V první řadě je nutné stanovit diskontní míru na úrovni průměrných vážených kapitálů (WACC).

4.7.1. Diskontní míra WACC

Pro výpočet průměrných vážených nákladů na kapitál bude použit následující vztah, který byl již zmíněn v teoretické části, v kapitole 3.4.1.1.1., vzorec 6.

$$WACC = w_E * r_E + w_D * (1 - T_c) * r_D$$

Náklady na cizí kapitál již byly zmíněny v kapitole 4.6. Finanční plán. Společnost využívá úvěry poskytnuté ze strany skupiny, kde úroková sazba je na úrovni PRIBOR 3M a pro účely stanovení nákladů na cizí kapitál je sazba na úrovni 2,12 %. Sazba daně z příjmu činí 19 % a celkové náklady na cizí kapitál očištěné od daně činí 1,72 %.

Náklady na vlastní kapitál jsou vypočítány pomocí modelu CAPM.

Bezriziková úroková míra na úrovni výnosnosti státních dluhopisů byla stanovena ze systému ARAD – systém časových řad ČNB jako výnos státních dluhopisů s průměrnou zbytkovou splatností 10 let k 31. 12. 2019. Bezriziková úroková míra k tomuto datu byla 1,51 %.

Základ pro koeficient beta vychází z veřejně dostupných zdrojů na stránkách profesora Damodarana. Nezadlužený koeficient beta pro firmy na trhu s nealkoholickými nápoji v Evropě (Beverage, soft) je na hodnotě 0,54. Poslední data byla aktualizována k 5.1.2019. Po dodatečném výpočtu je pak hodnota zadluženého koeficientu beta 0,9 pro období 2020 až 0,87 pro období 2024.

Posledním parametrem pro výpočet nákladů na vlastní kapitál je riziková prémie trhu neboli výnos za tržní riziko. Tato hodnota byla také nalezena na stránkách profesora Damodarana. Konečná hodnota pro výnos za tržní riziko je 6,94 %.

Hodnoty parametrů a konečné hodnoty WACC jsou zobrazené v tabulce 4.7-1.

Tabulka 4.7-1: Výpočet WACC

	2020	2021	2022	2023	2024
r_f (bezriziková výnosová míra na úrovni výnosnosti státních dluhopisů)	1,51%	1,51%	1,51%	1,51%	1,51%
r_D náklady cizího kapitálu	2,12%	2,12%	2,12%	2,12%	2,12%
d sazba daně z příjmu	19%	19%	19%	19%	19%
$r_D (1-d)$	1,72%	1,72%	1,72%	1,72%	1,72%
unlevered β , soft beverage, Europe	0,54	0,54	0,54	0,54	0,54
D/E	82,57%	81,55%	79,73%	77,46%	75,38%
levered β , soft beverage, Europe	0,90	0,90	0,89	0,88	0,87
D/C	45,2%	44,9%	44,4%	43,6%	43,0%
E/C	54,8%	55,1%	55,6%	56,4%	57,0%
$R_M - r_f$ výnos za tržní riziko	6,94%	6,94%	6,94%	6,94%	6,94%
r_E náklady vlastního kapitálu	7,76%	7,73%	7,68%	7,61%	7,55%
WACC	5,03%	5,03%	5,03%	5,04%	5,04%

Zdroj: vlastní zpracování

4.7.2. Výpočet free cash flow

Výpočet free cash flow po 1. fázi vychází z Korigovaného provozního výsledku před daněmi. Tato hodnota vychází z prognózy generátoru hodnoty provozní ziskové marže očištěnou o plánované odpisy, které jsou prognózované ve finančním plánu. Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních je pak upraven o odpisy, investice do upraveného pracovního kapitálu a investice do pořízení dlouhodobého majetku. V případě pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku se jedná o položky provozně nutné. Výsledné hodnoty jsou shrnuty v následující tabulce.

Tabulka 4.7-2: Výpočet FCFF pro období 2020–2024 (v tis. Kč)

	2020	2021	2022	2023	2024
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	200.236	223.325	241.116	254.903	259.327
Upravená daň z příjmu	38.535	43.076	46.567	49.298	50.203
Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani	161.700	180.249	194.549	205.606	209.124
Odpisy	153.288	153.304	150.156	150.873	151.777
Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)	56.136	- 8.556	- 6.184	- 6.188	- 3.614
Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)	- 136.969	- 155.947	- 160.804	- 165.662	- 168.500
FCFF	234.156	169.049	177.717	184.627	188.786

Zdroj: vlastní zpracování

4.7.3. Dvoufázová metoda DCF entity

V rámci výpočtu hodnoty podniku pomocí dvoufázové metody DCF entity dochází v první fázi k diskontování FCFF v prognózovaném období 2020–2024. Hodnota 1. fáze se rovná součtu diskontovaného FCFF v jednotlivých letech.

Do druhé fáze modelu vstupují dodatečně další dva parametry, tempo růstu g , $FCFF_{T+1}$ a pokračující hodnota PH. Tempo růstu g vychází ze strategické analýzy a odpovídá dlouhodobému očekávanému tempu růstu relevantního trhu, které je na úrovni 1,7 %.

$FCFF_{T+1}$ reprezentuje odhad volného cash flow pro období T+1, což je období, pro které není už k dispozici finanční plán (v tomto případě rok 2025 a dále). Hodnotu dostaneme použitím vztahu podle vzorce 18 v uvedeném v kapitole 3.4.1.1.2. DCF entity metoda.

$$FCFF_{2024+1} = FCFF_{2024} * (1 + g)$$

Po dosazení vyjde hodnota $FCFF_{T+1}$ 191 996 tis. Kč, která je následně vložena do Gordonova vzorce podle vztahu uvedeném v kapitole 3.4.1.1.2. DCF entity metoda – vzorec 17, se dopočítá pokračující hodnota.

Posledním krokem před stanovením brutto hodnoty podniku je stanovení současné hodnoty PH z 2. fáze modelu, která se vypočítá jako součin PH a diskontního faktoru pro poslední období 1. fáze (tj. 2024). Postup je znázorněn v tabulce 4.7-3.

Tabulka 4.7-3: Výpočet hodnoty podniku pomocí dvoufázové metody DCF (v tis. Kč)

1. Fáze modelu	2020	2021	2022	2023	2024
FCFF	234.156	169.049	177.717	184.627	188.786
WACC	5,03%	5,03%	5,03%	5,04%	5,04%
časový faktor	1	2	3	4	5
Diskontní faktor ($1/((1+WACC)^t)$)	0,952	0,906	0,863	0,822	0,782
Diskontované FCFF	222.943	153.242	153.371	151.678	147.633
Hodnota 1. Fáze (součet diskontovaného FCFF)	828.868				
2. Fáze modelu					
tempo růstu g	1,70%				
FCFF _T poslední rok 1. Fáze	188.786				
FCFF _{T-1}	191.996				
PH Pokračující hodnota	5.747.311				
Hodnota 1. Fáze (součet diskontovaného FCFF)	828.868				
Současná hodnota PH z 2. Fáze modelu	4.494.469				
Brutto hodnota podniku	5.323.337				
Úročený cizí kapitál	489.981				
Netto hodnota podniku	4.833.356				

Zdroj: Vlastní zpracování

Součtem FCFF vycházejícího z 1. fáze modelu a 2. fáze modelu se získá brutto hodnota podniku. Po odečtení úročeného cizího kapitálu se dostane netto hodnota podniku.

Netto hodnota podniku ke 31. 12. 2019 činí 4 833 356 tis. Kč.

5. Zhodnocení a doporučení

Pro ocenění hodnoty společnosti Kofola byla použita metoda DCF entity. Při využití této metody bylo nutné pochopit fungování podniku po fundamentální stránce, čehož bylo docíleno po zpracování strategické a finanční analýzy.

Výsledkem strategické analýzy byl splněný předpoklad going concern. Základy pro toto vyjádření vplynuly z analýzy vnějšího a vnitřního potenciálu. Z analýzy vnějšího potenciálu vyplývá, že trh s nealkoholickým nápoji by měl v roce 2020 poklesnout, primárně v důsledku koronavirové pandemie, která se začala objevovat koncem roku 2019, s průměrným tempem růstu 0,4 % ročně v prognózovaném období 2020–2024. Po roce 2024 se odhaduje, že si společnost udrží tržní podíl se stabilním tempem růstu 1,7 %.

Na základě finanční analýzy lze zhodnotit, že společnost nejeví známky podniku v obtížích a její ekonomická situace je stabilní. Je nutné uvést, že společnost vykazuje dlouhodobě nízké hodnoty likvidity a čistý pracovní kapitál upravený o peněžní prostředky byl v posledních dvou letech záporný, ale společnost využívá krátkodobého financování v rámci skupiny, které částečně eliminuje případné problémy s likviditou. Ve srovnání s hlavními konkurenty, Coca-Cola HBC Česko a Slovensko s.r.o. a Mattoni 1873 a.s., se finanční situace jevila být akceptovatelná.

Východiskem metody DCF entity je volný peněžní tok, který je k dispozici pro vlastníky (akcionáře) v podobě dividend a také pro věřitele v podobě splátek úvěrů a úroků. S ohledem na kapitálovou strukturu podniku, kde součástí celkového investovaného kapitálu je také cizí úročený kapitál, lze hodnotit výběr zmíněné metody jako vhodný. Metoda DCF entity patří mezi nejpoužívanější postupy oceňování v praxi i v odborné literatuře a pochopení postupu metody DCF entity je v oceňovací oblasti všeobecně srozumitelné.

Hodnota podniku pro akcionáře i věřitele na úrovni hodnoty brutto dosáhla 5 323 337 tis. Kč. Po odečtení cizího úročeného kapitálu byla výsledná hodnota pro akcionáře na úrovni hodnoty netto ve výši 4 833 356 tis. Kč. Zajímavé se jeví být porovnání s účetní hodnotou vlastního kapitálu ke stejnému datu 31. 12. 2019, které bylo ve výši 605 032 tis. Kč. Netto hodnota podniku použitím DCF entity metody je téměř 8krát vyšší. Z hlediska potencionálního kupujícího jsou budoucí vyhlídky podniku pozitivní.

Na základě výše uvedeného lze cíle práce hodnotit za splněny.

6. Závěr

Cílem diplomové práce bylo stanovení tržní hodnoty společnosti Kofola a.s. pro potenciálního kupujícího. Pro stanovení hodnoty byla použita výnosová metoda DCF entity. Ocenění vycházelo z veřejně dostupných dat.

Diplomová práce byla rozdělena do dvou hlavních částí – teoretické a praktické. Teoretická část popisuje problematiku ocenění, porovnává různé hladiny hodnoty podniku a definuje postup při samotném ocenění. Dále jsou detailněji popsány výnosové metody, které poskytly dostatečný základ pro zpracování praktické části.

První kapitolou praktické části bylo představení podniku s popisem základních informací. Dále následovala analýza dat, která byla tvořena strategickou a finanční analýzou. Výsledkem strategické a finanční analýzy bylo potvrzení dlouhodobé perspektivy a stabilní finanční situace podniku.

V další fázi praktické části byly analyzovány a prognózovány generátory hodnoty a finanční plán, ze kterého se eventuálně vycházelo při výpočtu budoucích peněžních toků v rámci metody DCF entity.

Poslední fází praktické části bylo ocenění společnosti. Základem bylo stanovení diskontní míry, která představovala průměrné vážené náklady na kapitál neboli WACC. Při stanovení WACC byly využity databáze profesora Damodarana, zejména hodnoty nezadluženého koeficientu beta rizikové premie, nebo také data ze systému ARAD pro stanovení bezrizikové úrokové míry.

Na základě výpočtu tržní hodnoty společnosti Kofola a.s. k 31. 12. 2019 metodou DCF entity byla stanovena výsledná hodnota podniku ve výši 4 833 356 tis. Kč.

7. Seznam použitých zdrojů

Literární zdroje

1. CADLE, James, PAUL, Debra, TURNER, Paul. *Business Analysis Techniques: 99 essential tools for success*. 2. ed. Swindon: BCS Learning & Development Limited, 2014. ISBN 978-1780172736
2. DAMODARAN, Aswath. *Investment Valuation*. 2. ed. New York: John Wiley & Sons Inc., 2002. ISBN 978-0471280811
3. HILL, R. Carter, GRIFFITHS, E. William, LIM, C. Guay. *Principles of Econometrics*. 4. ed. John Wiley & Sons Inc., 2011. ISBN 978-0-47062673-3
4. HITCHNER, R. James. *Financial Valuation: Applications and models*. New Jersey: John Wiley & Sons Inc., 2003. ISBN 0-471-06138-7
5. HILLIER, David, GRINBLATT, Mark, TITMAN, Sheridan. *Financial Markets and Corporate Strategy*. 2. european ed. New York: McGraw-Hill Education, 2012. ISBN 978-0-07712942-2
6. KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Nakladatelství C.H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1
7. MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základy metody a postupy*. 4. vyd. Praha: Ekopress, 2018a. ISBN 978-80-87865-38-5
8. MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2018b. ISBN 978-80-87865-42-2
9. PENMAN, H. Stephen. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 5. ed. New York: McGraw-Hill, 2013. ISBN 978-007-132640-7
10. PETITT, S. Barbara, FERRIS, R. Kenneth. *Valuations for mergers and acquisitions*. 2. ed. New Jersey: Pearson Education, Inc., 2013. ISBN 978-0-13-337267-0
11. VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. Praha: Grada, 2011. ISBN 978-80-247-3647-1

Internetové zdroje

1. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Sazby PRIBOR – měsíční a roční průměry za rok 2019*. [online]. [cit. 2021-02-25]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/financni->

- trhy/penezni-trh/pribor/fixing-urokovych-sazeb-na-mezibankovnim-trhu-depozit-pribor/prumerne.html?rok=2019
2. Česká republika, 1991. *Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník* [online]. [cit. 2020-10-15]. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1991-513>
 3. Česká republika, 2012. *Zákon č. 89/2012 Sb., Zákon občanský zákoník* [online]. [cit. 2020-10-15]. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2012-89>
 4. Český statistický úřad: *Databáze národních účtů, HDP výrobní metoda 2007-2019* [online]. [cit. 2020-12-01]. Dostupné z: https://apl.czso.cz/pll/rocenka/rocnkavyber.makroek_prod
 5. Český statistický úřad: *Databáze národních účtů, Výdaje na konečnou spotřebu domácností za období 2010-2019* [online]. [cit. 2020-12-01]. Dostupné z: https://apl.czso.cz/pll/rocenka/rocnkavyber.spotr_dom
 6. Damodaran ONLINE: *Data: Archives* [online] [cit. 2021-03-10]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html#variables
 7. DUVĚRYHODNÉ ZNAČKY: *Nejdůvěryhodnější značky 2019* [online]. Publikováno 07.11.2019 [cit. 2021-01-20]. Dostupné z: <https://www.duveryhodneznacky.cz/historie/nejduveryhodnejsi-znacky-2019/>
 8. IDNES.CZ: *Karlovarské minerální vody odkoupily PepsiCo. Úřady povolili nákup* [online]. Publikováno 01.11.2018 [cit. 2020-11-18]. Dostupné z: https://www.idnes.cz/ekonomika/podniky/karlovarske-mineralni-vody.A181101_080142_ekonomika_kafi
 9. KOFOLA: *Skupina Kofola kupuje 100% podíl v Karlovarské Korunní a Ondrášovce* [online]. Publikováno 11.12.2019 [cit. 2021-01-21]. Dostupné z: <https://www.kofola.cz/aktuality/skupina-kofola-kupuje-100-podil-v-karlovarske-korunni-a-ondrasovce>
 10. MEDIAGURU: *Kofola: Naše kampaně jsou vždy otázkou peněz a nápadů* [online]. Publikováno 20.11.2018 [cit. 2021-01-21]. Dostupné z: <https://www.mediaguru.cz/clanky/2018/09/kofola-nase-kampane-jsou-vzdy-otazkou-penez-a-napadu/>
 11. MINISTERSTVO FINANCÍ ČR: *50. Kolokvium – šetření prognóz makroekonomického vývoje ČR (2020–2023)* [online]. [cit. 2021-02-16]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/setreni-prognoz->

makroekonomického-vyvoje/2020/50-kolokvium-setreni-prognoz-makroekono-40173

12. MINISTERSTVO PRO MÍSTNÍ ROZVOJ ČR: *Inovační projekt UGO* [online]. [cit. 2021-01-19]. Dostupné z: <https://www.dotaceeu.cz/cs/statistiky-a-analyzy/mapa-projektu/projekty/01-operacni-program-podnikani-a-inovace-pro-konkur/01-1-rozvoj-vyzkumu-a-vyvoje-pro-inovace/inovacni-projekt-ugo?feed=01-Operacni-program-Podnikani-a-inovace-pro-konkur>
13. MINISTERSTVO SPRAVEDLNOSTI ČR, 2020a. Výroční zprávy společnosti Kofola a.s. za roky 2007-2019. In: *Justice.cz* [online]. [cit. 2020-11-13]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=76545>
14. MINISTERSTVO SPRAVEDLNOSTI ČR, 2020b. Výroční zprávy společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. za roky 2018-2019. In: *Justice.cz* [online]. [cit. 2020-11-13]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=715045>
15. MINISTERSTVO SPRAVEDLNOSTI ČR, 2020c. Výroční zprávy společnosti Coca-Cola HBC Česko a Slovensko s.r.o. za roky 2007-2019. In: *Justice.cz* [online]. [cit. 2020-12-28]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=715284>
16. MINISTERSTVO SPRAVEDLNOSTI ČR, 2020d. Výroční zprávy společnosti Mattoni 1873 a.s. za roky 2007-2020. In: *Justice.cz* [online]. [cit. 2020-12-28]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=700509>
17. MINISTERSTVO SPRAVEDLNOSTI ČR, 2021a. Výpis z obchodního rejstříku Coca-Cola HBC Česko a Slovensko, C 3095 vedená u Městského soudu v Praze. In: *Justice.cz* [online]. [cit. 2021-02-20]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=76545&typ=PLATNY>
18. MINISTERSTVO SPRAVEDLNOSTI ČR, 2021b. Výpis z obchodního rejstříku Kofola a.s., B 3021 vedená u Krajského soudu v Ostravě. In: *Justice.cz* [online]. [cit. 2021-03-15]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=715284&typ=PLATNY>
19. NASREGION.CZ: *RETRO: Milionové tajemství legendární Kofoly. Pijeme ji už neuvěřitelných 59 let* [online]. Publikováno 27.03.2019 [cit. 2021-01-19]. Dostupné z: <https://nasregion.cz/retro-milionove-tajemstvi-legendarni-kofoly-pijeme-ji-uz-neuveritelnych-59-let-96063/>

20. NOVINKY.CZ: *Výrobce vod značku Toma kupuje Coca-Cola* [online].
Publikováno 26.08.2019 [cit. 2021-01-21]. Dostupné z:
<https://www.novinky.cz/ekonomika/clanek/vyrobce-vod-toma-kupuje-coca-cola-40294364>
21. RANDSTAD: *Randstad Award 2019 Česká republika* [online]. [cit. 2021-01-19].
Dostupné z: <https://www.novinky.cz/ekonomika/clanek/vyrobce-vod-toma-kupuje-coca-cola-40294364>
22. SYSTÉMY LOGISTIKY: *Distribuce zboží: různorodé potřeby, stejný cíl* [online].
[cit. 2021-01-25]. Dostupné z:
<https://www.systemylogistiky.cz/2020/12/22/distribuce-zbozi-ruznorode-potreby-stejny-cil/>

12. Seznam tabulek

Tabulka 3.3-1: Ukazatele likvidity	27
Tabulka 3.3-2: Ukazatele aktivity	28
Tabulka 3.3-3: Ukazatele rentability	29
Tabulka 3.3-4: Ukazatele zadluženosti	30
Tabulka 3.4-1: Výpočet volných peněžních toků pro podnik.....	44
Tabulka 3.4-2: Výpočet Korigovaného provozního výsledku hospodaření	45
Tabulka 3.4-3: Výpočet volných peněžních toků pro vlastníky	49
Tabulka 4.2-1: Struktura tržeb společnosti Kofola a.s.....	61
Tabulka 4.2-2: Růst trhu s nealkoholickými nápoji v mil. Kč.....	63
Tabulka 4.2-3: Vývoj spotřeby domácností v mil. Kč.....	63
Tabulka 4.2-4: Hodnocení atraktivity trhu	66
Tabulka 4.2-5: Data pro regresní analýzu.....	67
Tabulka 4.2-6: Korelační koeficienty	68
Tabulka 4.2-7: Vývoj korelačních koeficientů	69
Tabulka 4.2-8: Sumarizace regresní analýzy	69
Tabulka 4.2-9: Prognóza vývoje trhu	70
Tabulka 4.2-10: Vývoj tržeb a tržního podílu společnosti Kofola a.s.	71
Tabulka 4.2-11: Srovnání vybraných ukazatelů oceňované společnosti s konkurencí.....	74
Tabulka 4.2-12: Vybrané výkonové ukazatele oceňované společnosti Kofola a.s.....	76
Tabulka 4.2-13: Vývoj dlouhodobého majetku a odpisů.....	76
Tabulka 4.2-14: Hodnocení konkurenční síly podniku Kofola a.s.	80
Tabulka 4.2-15: Perspektivnost podniku	81
Tabulka 4.2-16: Prognóza vývoje tržního podílu a tržeb podniku Kofola a.s.	82
Tabulka 4.3-1: Vertikální analýza aktiv společnosti Kofola a.s. (období 2015–2019)	83
Tabulka 4.3-2: Horizontální analýza aktiv společnosti Kofola a.s. (období 2015–2019) ...	84
Tabulka 4.3-3: Vertikální analýza pasiv společnosti Kofola a.s. (období 2015–2019).....	85
Tabulka 4.3-4: Horizontální analýza pasiv společnosti Kofola a.s. (období 2015–2019)...	86

Tabulka 4.3-5: Vertikální analýza výkazů zisku a ztrát společnosti Kofola a.s. (období 2015–2019)	87
Tabulka 4.3-6: Vývoj obchodní marže společnosti Kofola a.s. (období 2015–2019)	88
Tabulka 4.3-7: Horizontální analýza výkazů zisku a ztrát společnosti Kofola a.s. (období 2015–2019)	88
Tabulka 4.3-8: Vývoj počtu zaměstnanců společnosti Kofola a.s. (období 2015–2019)	89
Tabulka 4.3-9: Vývoj vybraných ukazatelů rentability společnosti Kofola a.s. (období 2015–2019)	89
Tabulka 4.3-10: Vývoj vybraných ukazatelů aktivity společnosti Kofola a.s. (období 2015–2019)	91
Tabulka 4.3-11: Vývoj vybraných ukazatelů likvidity společnosti Kofola a.s. (období 2015–2019)	92
Tabulka 4.3-12: Vývoj vybraných ukazatelů zadluženosti společnosti Kofola a.s. (2015–2019)	94
Tabulka 4.3-13: Čistý pracovní kapitál společnosti Kofola a.s. za období 2015–2019 (v tis. Kč)	95
Tabulka 4.4-1: Provozně nutná aktiva v tis Kč	97
Tabulka 4.4-2: Korigovaný provozní výsledek hospodaření v tis Kč.	97
Tabulka 4.5-1: Tempo růstu tržeb společnosti Kofola a.s. v období 2010–2019 v mil. Kč	98
Tabulka 4.5-2: Prognóza tržeb společnosti Kofola a.s. pro období 2020–2024 v mil. Kč ..	98
Tabulka 4.5-3: Výpočet provozní ziskové marže oceňovaného podniku shora (v tis. Kč.)	99
Tabulka 4.5-4: Prognóza provozní ziskové marže oceňovaného podniku shora (v tis. Kč.)	99
Tabulka 4.5-5: Výpočet provozní ziskové marže zdola za období 2015–2019	100
Tabulka 4.5-6: Prognóza provozní ziskové marže oceňované společnosti (v tis. Kč)	101
Tabulka 4.5-7: Vývoj provozně nutného pracovního kapitálu (v tis. Kč)	102
Tabulka 4.5-8: Vývoj položek provozně nutného pracovního kapitálu v období 2015–2019	102
Tabulka 4.5-9: Prognóza provozně nutného pracovního kapitálu (v tis. Kč)	103
Tabulka 4.5-10: Výpočet koeficientu náročnosti tržeb na investice do majetku (v tis. Kč)	104
Tabulka 4.5-11: Prognóza vývoje dlouhodobého majetku oceňované společnosti (v tis. Kč)	105

Tabulka 4.6-1: Plán výkazu zisku a ztrát oceňované společnosti (v tis. Kč).....	106
Tabulka 4.6-2: Plán aktiv oceňované společnosti (v tis. Kč).....	107
Tabulka 4.6-3: Plán pasiv oceňované společnosti (v tis. Kč)	108
Tabulka 4.6-4: Plán výkazu peněžních toků oceňované společnosti (v tis. Kč).....	109
Tabulka 4.6-5: Finanční analýza plánu	110
Tabulka 4.7-1: Výpočet WACC	111
Tabulka 4.7-2: Výpočet FCFF pro období 2020–2024 (v tis. Kč)	112
Tabulka 4.7-3: Výpočet hodnoty podniku pomocí dvoufázové metody DCF (v tis. Kč)..	113

13. Seznam grafů

Graf 4.2-1: Vývoj tržního podílu podniku Kofola a.s.....	71
Graf 4.2-2: Relativní tržní podíly v roce 2019.....	71

14. Seznam obrázků

Obrázek 3.3-1: Potenciál vývoje podniku.....	21
Obrázek 3.4-1: Přehled metod pro odhad nákladů vlastního kapitálu	39
Obrázek 3.4-2: Faktory ovlivňující výpočet rizikového výnosu země.....	41

15. Seznam vzorců

Vzorec 1: Vztah korelační koeficient a index determinace	23
Vzorec 2: Formulace indexů.....	26
Vzorec 3: Výpočet Čistého pracovního kapitálu	30
Vzorec 4: Výpočet doby obratu položky pracovního kapitálu	33
Vzorec 5: Výpočet koeficientu náročnosti tržeb na investice brutto	34
Vzorec 6: Výpočet hodnoty WACC	37
Vzorec 7: Výpočet nákladů na cizí kapitál	38
Vzorec 8: Vztah pro výpočet nákladů na vlastní kapitál	39
Vzorec 9: Výpočet CAPM.....	39
Vzorec 10: Výpočet rizikové prémie země.....	42
Vzorec 11: Výpočet nezadluženého koeficientu beta.....	43
Vzorec 12: Výpočet zadluženého koeficientu beta.....	43
Vzorec 13: Výpočet beta podle Hitchner (2003, str. 136).....	44
Vzorec 14: Výpočet Investice brutto	46
Vzorec 15: Výpočet Investice netto.....	46
Vzorec 16: Výpočet hodnoty podniku brutto pomocí dvoufázové metody	46
Vzorec 17: Gordonův vzorec	47
Vzorec 18: Výpočet volného cash flow pro období T+1	47
Vzorec 19: Výpočet rentability investic	48
Vzorec 20: Parametrický vzorec	48
Vzorec 21: Výpočet hodnoty podniku brutto DCF entity.....	48
Vzorec 22: Výpočet hodnoty podniku netto DCF entity	49

Vzorec 23: Výpočet hodnoty podniku netto DCF equity	49
Vzorec 24: Výpočet hodnoty podniku brutto DCF APV	50
Vzorec 25: Výpočet hodnoty podniku netto metoda KČV – dvoufázová metoda	52
Vzorec 26: Trvale odnímatelný čistý výnos	53
Vzorec 27: Výpočet hodnoty podniku netto metoda KČV	53
Vzorec 28: Účetní zisk	54
Vzorec 29: Ekonomický zisk	54
Vzorec 30: Základní podoba výpočtu EVA	54
Vzorec 31: Upravená podoba výpočtu EVA	55
Vzorec 32: Hodnota podniku brutto EVA entity	55
Vzorec 33: Hodnota podniku netto EVA entity	56
Vzorec 34: Úprava NOA na operační aktiva krytá vlastním kapitálem	56
Vzorec 35: Výpočet zisku pro vlastníky (EAT) - metoda EVA equity	56
Vzorec 36: Výpočet hodnoty podniku netto – metoda EVA equity	57
Vzorec 37: Výpočet hodnoty podniku brutto - metoda EVA APV	57

16. Seznam příloh

Příloha 1: Aktiva oceňované společnosti Kofola a.s. za období 2015–2019	125
Příloha 2: Pasiva oceňované společnosti Kofola za období 2015–2019	126
Příloha 3: Výkaz zisku a ztrát oceňované společnosti Kofola za období 2015–2019	127
Příloha 4: Výkaz peněžních toků oceňované společnosti Kofola za období 2015–2019 ..	128

Příloha 1: Aktiva oceňované společnosti Kofola a.s. za období 2015–2019

Označ.	Položka / Rok (tis. Kč)	2015	2016	2017	2018	2019
	AKTIVA CELKEM	2.140.985	1.983.541	1.853.541	1.961.817	2.027.339
B.	Stálá aktiva	1.197.544	1.032.519	994.883	949.549	927.924
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	404	71	43	491	1.302
B.I.2.	Ocenitelná práva	404	71	43	491	1.302
B.I.2.1.	Software	19	58	34	484	1.298
B.I.2.2.	Ostatní ocenitelná práva	385	13	9	7	4
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	1.074.132	1.032.448	994.840	949.058	926.622
B.II.1.	Pozemky a stavby	475.084	484.388	470.346	470.559	519.414
B.II.1.1.	Pozemky	13.448	14.531	14.531	14.630	23.116
B.II.1.2.	Stavby	461.636	469.857	455.815	455.929	496.298
B.II.2.	Hmotné movité věci a jejich soubory	548.959	502.526	450.044	418.576	385.665
B.II.3.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	27.997	23.197	18.398	13.598	8.799
B.II.4.	Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	1.353	1.111	905	741	484
B.II.4.3.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	1.353	1.111	905	741	484
B.II.5.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	20.739	21.226	55.147	45.584	12.260
B.II.5.1.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	-	1.332	712	758	-
B.II.5.2.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	20.739	19.894	54.435	44.826	12.260
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	123.008	-	-	-	-
B. III.1.	Podíly - ovládaná nebo ovládající osoba	123.008	-	-	-	-
C.	Oběžná aktiva	906.651	920.787	837.840	994.348	1.079.027
C.I.	Zásoby	185.264	159.708	184.991	150.667	168.851
C.I.1.	Materiál	89.230	76.102	78.659	67.712	74.327
C.I.2.	Nedokončený výroba a polotovary	94	-	-	46	157
C.I.3.	Výrobky a zboží	95.940	83.606	106.332	82.909	94.367
C.I.3.1.	Výrobky	59.488	52.472	76.118	52.230	57.427
C.I.3.2.	Zboží	36.452	31.134	30.214	30.679	36.940
C.II.	Pohledávky	525.891	516.224	576.625	590.928	545.956
C.II.1.	Dlouhodobé pohledávky	-	-	-	34.735	40.557
C.II.1.5.	Pohledávky-ostatní	-	-	-	34.735	40.557
C.II.1.5.2.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	-	-	-	34.735	40.557
C.II.2.	Krátkodobé pohledávky	525.891	516.224	576.625	556.193	505.399
C.II.2.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	419.280	432.754	487.201	489.837	380.400
C.II.2.2.	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	40.000	-	-	-	-
C.II.2.4.	Pohledávky - ostatní	66.611	83.470	89.424	66.356	124.999
C.II.2.4.3.	Stát - daňové pohledávky	17.142	8.280	15.919	13.079	33.462
C.II.2.4.4.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	44.876	59.573	61.967	30.686	76.560
C.II.2.4.5.	Dohadné účty aktivní	3.536	14.826	10.962	22.113	14.534
C.II.2.4.6.	Jiné pohledávky	1.057	791	576	478	443
C.IV.	Penežní prostředky	195.496	244.855	76.224	252.753	364.220
C.IV.1.	Penežní prostředky v pokladně	817	558	483	265	284
C.IV.2.	Penežní prostředky na účtech	194.679	244.297	75.741	252.488	363.936
D.	Časové rozlišení aktiv	36.790	30.235	20.818	17.920	20.388
D.1.	Náklady příštích období	36.790	26.807	20.818	17.920	20.388
D.3.	Příjmy příštích období	-	3.428	-	-	-

Příloha 2: Pasiva oceňované společnosti Kofola za období 2015–2019

Označ.	Položka / Rok (tis. Kč)	2015	2016	2017	2018	2019
	PASIVA CELKEM	2.140.985	1.983.541	1.853.541	1.961.817	2.027.339
A.	Vlastní kapitál	708.429	617.074	405.192	515.941	605.032
A.I.	Základní kapitál	268.653	268.653	268.653	268.653	268.653
A.I.1.	Základní kapitál	268.653	268.653	268.653	268.653	268.653
A.III.	Fondy ze zisku	198	-	168	8	-
A.III.2.	Statutární a ostatní fondy	198	0	168	8	-
A.IV.	Výsledek hospodáření minulých let	332.038	234.077	-	2.444	2.444
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	332.038	234.077	-	-	-
A.IV.2.	Jiný výsledek hospodáření minulých let	-	-	-	2.444	2.444
A.V.	Výsledek hospodáření běžného účetního období	107.540	114.344	136.371	244.836	333.935
B.+C.	Cizí zdroje	1.432.556	1.366.259	1.440.435	1.441.935	1.420.213
B.	Rezervy	16.893	14.042	7.088	17.488	69.008
B.2.	Rezerva na daň z příjmů	1.341	-	-	6.137	54.797
B.4.	Ostatní rezervy	15.552	14.042	7.088	11.351	14.211
C.	Závazky	1.415.663	1.352.217	1.433.347	1.424.447	1.351.205
C.I.	Dlouhodobé závazky	124.590	155.153	548.271	534.277	185.262
C.I.2.	Závazky k úvěrovým institucím	107.583	111.522	191	-	-
C.I.6.	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	-	-	489.981	489.981	134.608
C.I.8.	Odložený daňový závazek	16.563	43.365	58.010	44.296	50.654
C.I.8.	Závazky - ostatní	444	266	89	-	-
C.I.9.3.	Jiné závazky	444	266	89	-	-
C.II.	Krátkodobé závazky	1.291.073	1.197.064	885.076	890.170	1.165.943
C.II.2.	Závazky k úvěrovým institucím	410.624	422.606	186	191	-
C.II.3.	Krátkodobé přijaté zálohy	122.950	123.945	121.124	129.547	122.891
C.II.4.	Závazky z obchodních vztahů	570.961	519.356	625.422	620.108	552.580
C.II.6.	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	-	-	-	-	355.373
C.II.8.	Závazky ostatní	186.538	131.157	138.344	140.324	135.099
C.II.8.3.	Závazky k zaměstnancům	11.986	11.756	12.332	13.218	13.582
C.II.8.4.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	6.863	6.757	7.059	7.701	7.733
C.II.8.5.	Stát-daňové závazky a dotace	1.811	1.791	1.924	2.203	2.190
C.II.8.6.	Dohadné účty pasivní	165.699	110.617	116.499	116.202	111.591
C.II.8.7.	Jiné závazky	179	236	530	1.000	3
D.	Časové rozlišení pasiv	-	208	7.914	3.941	2.094
D.1.	Výdaje příštích období	-	208	7.914	3.941	2.064
D.2.	Výnosy příštích období	-	-	-	-	30

Příloha 3: Výkaz zisku a ztrát oceňované společnosti Kofola za období 2015–2019

Označ.	Položka / Rok (tis. Kč)	2015	2016	2017	2018	2019
I.	Tržby z prodeje výrobků a služeb	2.444.450	2.324.736	2.269.505	2.377.422	2.420.387
II.	Tržby za prodej zboží	651.103	779.817	830.878	891.422	946.228
A.	Výkonová spotřeba	2.524.842	2.521.249	2.537.535	2.473.976	2.505.747
A.1.	Náklady vynaložené na prodané zboží	449.478	532.271	577.961	602.801	637.942
A.2.	Spotřeba materiálu a energie	1.093.596	1.092.194	1.098.084	937.412	890.100
A.3.	Služby	981.768	896.784	861.490	933.763	977.705
B	Změna stavu zásob vlastní činnosti	10.006	7.414	- 23.846	24.291	- 5.308
C	Aktivace	-	-	- 12	-	-
	Přidaná hodnota	560.705	575.890	586.706	770.577	866.176
D	Osobní náklady	247.247	276.107	275.775	294.480	312.303
D.1	Mzdové náklady	181.663	201.876	202.409	216.683	228.096
D.2.	Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady	65.584	74.231	73.366	77.797	84.207
D.2.1.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	62.605	69.713	69.923	74.731	78.422
D.2.2.	Ostatní náklady	2.979	4.518	3.443	3.066	5.785
E.	Úpravy hodnot v provozní oblasti	163.792	163.364	162.625	215.020	104.947
E.1.	Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	178.474	161.185	164.634	165.273	153.342
E.1.1.	Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - trvalé	178.474	161.185	164.634	165.273	152.484
E.1.2.	Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - dočasné	-	-	-	-	858
E.2.	Úpravy hodnot zásob	- 9.170	2.770	1.615	897	837
E.3.	Úpravy hodnot pohledávek	- 5.512	- 591	- 3.624	48.850	- 49.232
III.	Ostatní provozní výnosy	34.845	65.673	45.209	43.931	73.075
III.1.	Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	3.812	3.658	3.081	5.218	10.997
III.2.	Tržby z prodaného materiálu	6.377	11.970	9.310	9.703	8.296
III.3.	Jiné provozní výnosy	24.656	50.045	32.818	29.010	53.782
F.	Ostatní provozní náklady	27.155	27.438	15.908	34.292	82.534
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	1.722	3.023	1.031	5.264	752
F.2.	Prodáný materiál	5.552	9.741	8.858	9.057	8.715
F.3.	Daně a poplatky	- 2.436	4.707	3.625	4.206	2.162
F.4.	Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	7.649	- 1.510	- 6.954	4.263	2.860
F.5.	Jiné provozní náklady	14.668	11.477	9.348	11.502	68.045
*	Provozní výsledek hospodářství	157.356	174.654	177.607	270.716	439.467
IV.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíly	-	125.000	-	-	-
IV. 1.	Výnosy z podílů - ovládaná nebo ovládající osoba	-	125.000	-	-	-
G.	Náklady vynaložené na prodané podíly	-	179.633	-	-	-
VI.	Výnosové úroky a podobné úroky	227	570	3	3	2
VI.1.	Výnosové úroky a podobné výnosy - ovládaná nebo ovládající osoba	-	-	-	3	-
VI.2.	Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	227	570	3	-	2
I.	Úpravy hodnot a rezervy ve finanční oblasti	-	- 56.625	-	-	-
J.	Nákladové úroky a podobné náklady	9.014	8.024	6.974	5.000	14.738
J.1.	Nákladové úroky a podobné náklady - ovládaná nebo ovládající osoba	-	-	1.418	-	-
J.2.	Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	9.014	8.024	5.556	5.000	14.738
VII.	Ostatní finanční výnosy	5.435	865	7.914	3.746	4.212
K.	Ostatní finanční náklady	4.342	2.524	980	6.231	4.408
*	Finanční výsledek hospodářství	- 7.694	- 7.121	- 37	- 7.482	- 14.932
**	Výsledek hospodářství před zdaněním	149.662	167.533	177.570	263.234	424.535
L.	Daň z příjmů	42.122	53.189	41.199	18.398	90.600
L.1.	Daň z příjmů splatná	26.906	26.387	26.554	32.686	84.242
L.2.	Daň z příjmů odložená	15.216	26.802	14.645	- 14.288	6.358
**	Výsledek hospodářství po zdanění	107.540	114.344	136.371	244.836	333.935
***	Výsledek hospodářství za účetní období	107.540	114.344	136.371	244.836	333.935

Příloha 4: Výkaz peněžních toků oceňované společnosti Kofola za období 2015–2019

Označ.	Položka / Rok (tis. Kč)	2015	2016	2017	2018	2019
P.	Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku účetního období	151.097	195.469	244.855	76.224	252.753
Z.	Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	149.662	167.533	177.570	263.234	424.535
A.1.	Úpravy o nepeněžní operace	184.084	169.664	160.591	224.268	155.397
A.1.1.	Odpisy stálých aktiv	173.675	161.185	164.634	165.273	152.484
A.1.2.	Změna stavu:	- 2.234	- 55.956	- 8.963	54.010	- 44.677
A.1.2.2.	rezerv a opravných položek	- 2.234	- 55.956	- 8.963	54.010	- 44.677
A.1.3.	Zisk (ztráta) z prodeje stálých aktiv	- 2.090	53.998	- 2.050	46	- 10.245
A.1.5.	Vyúčtované nákladové a výnosové úroky	8.787	7.454	6.971	4.997	14.736
A.1.6.	Případné úpravy o ostatní nepeněžní operace	5.946	2.983	- 1	- 58	43.099
A.*	Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, změnami pracovního kapitálu	333.746	337.197	338.161	487.502	579.932
A.2.	Změna potřeby pracovního kapitálu	48.213	- 101.108	48.922	- 73.469	- 47.138
A.2.1.	Změna stavu pohledávek z provozní činnosti	- 41.861	- 28.132	- 47.376	- 101.449	52.332
A.2.2.	Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti	106.587	- 97.744	123.196	- 5.447	- 80.449
A.2.3.	Změna stavu zásob	- 16.513	24.768	- 26.898	33.427	- 19.021
A.**	Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním	381.959	236.089	387.083	414.033	532.794
A.3.	Zaplacené úroky s výjimkou kapitalizovaných úroků	- 9.014	- 7.816	- 6.974	- 5.000	- 12.675
A.4.	Přijaté úroky	227	570	3	3	2
A.5.	Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost a za doměrky daně za minulá období	- 30.299	- 27.748	- 26.571	- 26.549	- 35.582
A.***	Čistý peněžní tok z provozní činnosti	342.873	201.095	353.541	382.487	484.539
B.1.	Nabytí stálých aktiv	- 151.734	- 130.438	- 133.053	- 118.941	- 139.034
B.1.1.	Nabytí dlouhodobého hmotného majetku	- 151.734	- 130.438	- 133.053	- 118.941	- 137.976
B.1.2.	Nabytí dlouhodobého nehmotného majetku	-	-	-	-	- 1.058
B.2.	Příjmy z prodeje stálých aktiv	3.812	128.658	3.081	5.218	10.997
B.2.1.	Příjmy z prodeje dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku	3.812	128.658	3.081	5.218	10.997
B.3.	Zápůjčky a úvěry spřízněným osobám	- 40.000	40.000	-	-	-
B.***	Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	- 187.922	38.220	- 129.972	- 113.723	- 128.037
C.1.	Změna stavu dlouhodobých, popř. krátkodobých závazků z finanční oblasti	- 64.287	15.743	- 43.947	44.296	- 191
C.2.	Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky	- 46.265	- 205.699	- 348.253	- 136.531	- 244.844
C.2.1.	Zvýšení základního kapitálu, emisního ážia event. Rezervního fondu	-	- 699	- 1.582	-	-
C.2.5.	Platby z fondů tvořených ze zisku	- 1.265	-	-	- 2.160	- 8
C.2.6.	Vyplacené podíly na zisku včetně zaplacené srážkové daně a tantiémy	- 45.000	- 205.000	- 346.671	- 134.371	- 244.836
C.***	Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	- 110.552	- 189.956	- 392.200	- 92.235	- 245.035
F.	Čisté zvýšení nebo snížení peněžních prostředků	44.399	49.359	- 168.631	176.529	111.467
R.	Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci účetního období	195.496	244.828	76.224	252.753	364.220