

Valuace a predikce hodnoty společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. za použití vybraných modelů

Bc. Lenka Horáková

Diplomová práce
2023



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky
Ústav financí a účetnictví

Akademický rok: 2022/2023

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(projektu, uměleckého díla, uměleckého výkonu)

Jméno a příjmení: **Bc. Lenka Horáková**
Osobní číslo: **M21550**
Studijní program: **N0412A050011 Finance**
Specializace: **Finanční trhy a technologie**
Forma studia: **Prezenční**
Téma práce: **Valuace a predikce hodnoty společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. za použití vybraných modelů**

Zásady pro vypracování

Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

I. Teoretická část

- Vypracujte literární rešerši zaměřenou na problematiku oceňování veřejně obchodované společnosti.

II. Praktická část

- Analyzujte vybranou veřejně obchodovanou společnost s využitím strategické a finanční analýzy.
- Oceňte vybranou veřejně obchodovanou společnost pomocí vybraných valuačních metod.
- Formulujte závěrečná investiční doporučení na základě výsledků provedených analýz a ocenění.

Závěr

Rozsah diplomové práce: **cca 70 stran**
Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

Seznam doporučené literatury:

- BREALEY, Richard A., Stewart C. MYERS a Franklin ALLEN. *Principles of corporate finance*. Thirteenth edition. New York: McGraw-Hill Education, 2020, 918 s. ISBN 978-1-260-56555-3.
- DAMODARAN, Aswath. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. Third edition. Hoboken: Wiley, 2012, 874 s. ISBN 978-1-118-01152-2.
- GLADIŠ, Daniel. *Akciové investice*. 2., rozšířené vydání. Praha: Grada Publishing, 2021, 214 s. ISBN 978-80-271-3122-8.
- KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ, Daniel REMEŠ a Karel ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 3., kompletně aktualizované vydání. Praha: Grada, 2017, 228 s. ISBN 9788027105632.
- MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018, 551 s. ISBN 978-80-87865-38-5.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Jana Přílučková, Ph.D.**
Ústav financí a účetnictví

Datum zadání diplomové práce: **10. února 2023**
Termín odevzdání diplomové práce: **21. dubna 2023**

L.S.

prof. Ing. David Tuček, Ph.D.
děkan

prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
garant studijního programu

PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

Prohlašuji, že

- beru na vědomí, že odevzdáním diplomové/bakalářské práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby;
- beru na vědomí, že diplomová/bakalářská práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k prezenčnímu nahlédnutí, že jeden výtisk diplomové/bakalářské práce bude uložen na elektronickém nosiči v příruční knihovně Fakulty managementu a ekonomiky Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně;
- byl/a jsem seznámen/a s tím, že na moji diplomovou/bakalářskou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 2 a 3 autorského zákona mohu užít své dílo – diplomovou/bakalářskou práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen připouští-li tak licenční smlouva uzavřená mezi mnou a Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně s tím, že vyrovnání případného přiměřeného příspěvku na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše) bude rovněž předmětem této licenční smlouvy;
- beru na vědomí, že pokud bylo k vypracování diplomové/bakalářské práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tedy pouze k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové/bakalářské práce využít ke komerčním účelům;
- beru na vědomí, že pokud je výstupem diplomové/bakalářské práce jakýkoliv softwarový produkt, považují se za součást práce rovněž i zdrojové kódy, popř. soubory, ze kterých se projekt skládá. Neodevzdání této součásti může být důvodem k neobhájení práce.

Prohlašuji,

1. že jsem na diplomové/bakalářské práci pracoval samostatně a použitou literaturu jsem citoval. V případě publikace výsledků budu uveden jako spoluautor.
2. že odevzdaná verze diplomové/bakalářské práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně 26.3.2023

Jméno a příjmení: Lenka Horáková

.....
podpis diplomanta

ABSTRAKT

Tato diplomová práce se zabývá valuací společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. Cílem práce je stanovení hodnoty této společnosti pomocí strategické, fundamentální a finanční analýzy. Teoretická část práce obsahuje literární rešerši, která se zaměřuje na strategickou a finanční analýzu, finanční plán a metody valuace podniku. V praktické části jsou data zpracována pomocí těchto analýz. Projektová část práce obsahuje stanovení hodnoty společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. a doporučení pro investory na základě výsledků valuace.

Klíčová slova: valuace, hodnota, predikce, diskontní míra, investice, cena, analýza, valuační model

ABSTRACT

This thesis deals with the valuation of the company Kofola ČeskoSlovensko a.s. The aim of the thesis is to determine the value of this company using strategic, fundamental, and financial analysis. The theoretical part of the thesis contains a literature review that focuses on strategic and financial analysis, financial planning, and methods of business valuation. In the practical part, data is processed using these analyses. The project part of the thesis includes the determination of the value of Kofola ČeskoSlovensko a.s. and recommendations for investors based on the results of the valuation.

Keywords: Valuation, Value, Prediction, Discount Rate, Investment, Price, Analysis, Valuation Model

Ráda bych chtěla poděkovat svojí vedoucí diplomové práce za odborné vedení, ochotu pomoci a věcné připomínky k řešeným problémům.

Dále bych chtěla poděkovat svému partnerovi za to, že mi byl psychickou oporou po celou dobu studia.

Prohlašuji, že odevzdaná verze bakalářské/diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

OBSAH

ÚVOD.....	10
CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE.....	11
I TEORETICKÁ ČÁST	12
1 VÝZNAM VALUACE PODNIKU	13
1.1 DEFINICE PODNIKU	13
1.2 ÚČEL OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	14
1.3 VYUŽITÍ OCEŇOVÁNÍ AKTIV	14
2 ZÁKLADY VALUACE PODNIKU	15
2.1 HODNOTA.....	15
2.2 HLADINY PRO VALUACI.....	16
2.2.1 Tržní hodnota	16
2.2.2 Subjektivní hodnota	17
2.2.3 Objektivizovaná hodnota	17
2.2.4 Funkcionální koncepce (Kolínská škola)	18
2.2.5 Shareholder a stakeholder value.....	18
3 FAKTOR ČASU A RIZIKA	19
3.1 FAKTOR ČASU.....	19
3.2 FAKTOR RIZIKA	19
3.2.1 Klasifikace rizika	19
3.3 DISKONTNÍ MÍRA	21
3.3.1 Model CAPM.....	21
4 PŘEHLED METOD.....	23
4.1 MAJETKOVÉ METODY	23
4.2 VÝNOSOVÉ METODY.....	23
4.2.1 Metoda diskontovaných peněžních toků DCF	23
4.2.2 Nevýhody při využití metody diskontovaných peněžních toků.....	27
4.3 TRŽNÍ PŘÍSTUP K OCEŇOVÁNÍ PODNIKU.....	28
5 POSTUP PŘI VALUACI PODNIKU.....	30
5.1 SBĚR DAT	30
5.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA	31
5.2.1 SWOT analýza	31
5.2.2 Porterova analýza pěti sil	32
5.2.3 PEST analýza	32
5.3 FINANČNÍ ANALÝZA	33
5.3.1 Metody finanční analýzy.....	33
5.3.2 Postup finanční analýzy	33

5.3.3	Absolutní ukazatele	34
5.3.4	Poměrové ukazatele	34
5.3.5	Komplexní ukazatele	36
5.4	FUNDAMENTÁLNÍ A TECHNICKÁ ANALÝZA	36
5.4.1	Fundamentální analýza	36
5.4.2	Technická analýza	37
5.5	FINANČNÍ PLÁN	37
5.5.1	Model ROE	37
6	ZÁVĚR TEORETICKÉ ČÁSTI	39
II	PRAKTICKÁ ČÁST	40
7	ANALYTICKÁ ČÁST	41
7.1	PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOST	41
7.1.1	Základní údaje o společnosti	41
7.1.2	Historie společnosti	41
7.1.3	Organizační struktura	42
7.2	STRATEGICKÁ ANALÝZA	42
7.2.1	SWOT analýza	43
7.2.2	PEST analýza	44
7.2.3	Porterova metoda pěti sil	46
7.2.4	Makroekonomická analýza globální situace	48
7.2.5	Makroekonomická analýza ČR	49
7.2.6	Analýza monetární politiky	50
7.2.7	Mikroekonomická analýza	53
7.3	FINANČNÍ ANALÝZA	55
7.3.1	Stručná analýza odvětví	55
7.3.2	Horizontální a vertikální analýza aktiv	56
7.3.3	Horizontální a vertikální analýza pasiv	58
7.3.4	Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty	59
7.3.5	Ukazatele rentability	61
7.3.6	Ukazatele likvidity	62
7.3.7	Ukazatele aktivity	63
7.3.8	Ukazatele zadluženosti	64
7.3.9	Altmanova analýza	65
7.3.10	Závěr finanční analýzy	66
8	PROJEKTOVÁ ČÁST	67
8.1	PREDIKCE FINANČNÍCH PLÁNŮ	67
8.1.1	Model ROE	67
8.1.2	Plán výkazu zisku a ztráty	68
8.1.3	Plán rozvahy	69
8.1.4	Plán cash flow	72
8.2	VALUAČNÍ METODY	72
8.2.1	Výpočet koeficientu BETA	72

8.2.2	Diskontní míra.....	73
8.2.3	Model FCF Equity.....	74
8.2.4	Dvoufázový propočet FCF Equity	74
8.2.5	Dividendový model DDM.....	75
8.2.6	Dvoufázový model DDM.....	75
8.3	BUDOUCÍ VÝVOJ A JEHO PREDIKCE.....	77
8.3.1	Predikce vývoje společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s.....	77
8.3.2	Doporučení pro investory.....	79
ZÁVĚR		82
SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....		83
SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....		88
SEZNAM OBRÁZKŮ		89
SEZNAM TABULEK.....		90
SEZNAM PŘÍLOH.....		91

ÚVOD

Valuace společností je často klíčovým faktorem při rozhodování o investicích. Jedná se však o náročný proces, během kterého je nutné seznámit se s velkým množstvím informací spojených s fungováním oceňovaného podniku a trhu, na kterém působí. Překážkou v procesu valuace podniku může být odhad budoucích hodnot, které mohou silně ovlivnit výslednou hodnotu společnosti. Pro tuto diplomovou práci byly zvoleny výnosové oceňovací metody, které jsou pro tento účel ocenění rozšířené.

Cílem této diplomové práce je stanovení hodnoty společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s., která je jedním z předních výrobců nápojů v České republice a na Slovensku.

První část práce se zaměřuje na teoretické základy valuace, které jsou nezbytné k tomu, aby byla stanovena správná hodnota společnosti. V této části budou vysvětleny klíčové pojmy a koncepty, které budou následně využity v praktické a projektové části. Teoretická část bude zpracována metodou literární rešerše.

Analytická část se bude skládat ze strategické analýzy, kde bude představena společnost, její historie a produktové portfolio. Dále se práce bude věnovat SWOT analýze, PEST analýze a Porterově analýze, abychom získali celkový pohled na situaci společnosti a její pozici na trhu. Největší podíl praktické části bude věnován finanční analýze společnosti, která bude provedena za období 2016 až 2021, včetně bankrotního modelu, abychom zhodnotili finanční situaci společnosti.

Projektová část naváže na výsledky praktické části a zaměří se na predikci ekonomických dat a stanovení hodnoty společnosti. Bude zvolen model ROE pro sestavení finančního plánu a valuace společnosti bude provedena dvěma různými metodami, z nichž poté váženým průměrem vzejde jedna hodnota. V závěru projektové části bude provedena predikce budoucího vývoje společnosti a bude poskytnuto investiční doporučení. Tato diplomová práce představuje ucelený pohled na valuaci společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. a může být užitečná pro investory.

CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE

Oblast valuace podniku je aktuální a významné téma. V tuzemsku se jedná o neustále se rozvíjející oblast. Z toho důvodu je zpracování této problematiky velmi aktuální.

Hlavním cílem této diplomové práce je odhadnutí hodnoty vybrané společnosti kótované na burze za pomoci poznatků z dané oblasti. Součástí odhadu hodnoty je také zpracování doporučení pro investory. Od hlavního cíle se odvíjí několik vedlejších cílů, které jsou spojeny s postupem práce.

- a) Jako první bude zpracována literární rešerše zahrnující teoretické a metodické poznatky z oblasti valuace podniku.
- b) Dále budou získané poznatky z teoretické části použity v analytické části, zejména k analýze a predikci dat pro vybranou společnost.
- c) Základem projektové části bude navržení finančních plánů vybrané společnosti. Cílem projektové části je odhadnout hodnotu konkrétní společnosti za pomoci vybraných valuačních metod.
- d) Na závěr bude cílem informovat potenciální investory o odhadnuté hodnotě společnosti prostřednictvím krátkého reportu, který bude obsahovat všechny důležité údaje.

Výše uvedených cílů bude dosaženo za pomoci vybraných vědeckých metod:

Základem teoretické části je syntéza poznatků o procesu valuace společnosti. Tato část zahrnuje poznatky z oblasti ekonomie, podnikových financí a dalších oborů. Za pomoci syntézy budou tyto poznatky uspořádány v celek. V rámci teoretické části bude snaha o využití systémového přístupu, jehož předpokladem je celistvý pohled na vybranou problematiku.

V praktické části je využívána metoda analýzy. Analýza bude probíhat zejména na minulých ekonomických datech. Součástí je však provedení predikce budoucích ekonomických dat. V této diplomové práci je využita kombinace kvalitativního a kvantitativního výzkumu. Jak již bylo zmíněno, hlavním cílem je odhadnutí hodnoty vybrané společnosti. Odhad této hodnoty bude mít ryze subjektivní povahu. Tento odhad hodnoty je spojen s normativním přístupem. Jelikož se jedná o zaměření na jednu konkrétní společnost, je možné hovořit také o metodě případové studie.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 VÝZNAM VALUACE PODNIKU

Jak uvádí Gladiš (2022, s. 175): „*Oceňování podniku je částečně věda a částečně umění.*“ Podle Kislíngerové (2001, s. 1) se v tuzemsku začalo používat oceňování podniku až v období privatizace, kdy kromě účetních výkazů potřebovaly firmy znát i tržní hodnotu. Problematika oceňování podniku je velmi aktuální, jelikož každoročně dochází k velkému počtu fúzí a akvizic, při nichž je znalost hodnoty stěžejní.

Damodaran (2012, s. 1-7) chápe pojem valuace jako stanovení hodnoty nikoliv ceny. Zmiňuje také, že předmětem valuace může být každé aktivum jako například akcie, dluhopis nebo celá společnost. Dále se zabývá několika mýty, které se s oblastí oceňování spojují. Například tvrdí, že neexistuje jedna a objektivně správná hodnota. Komplexní a podrobná valuace není podmínkou pro přesné výsledky. Dále že kvantitativní modely neposkytují objektivnější výsledky valuace, valuace má význam i v oblasti efektivních trhů a také že spolehlivá valuace nemusí být časově náročná.

1.1 Definice podniku

Základním stavebním kamenem valuace podniku je vymezení pojmu podnik. Mařík (2018, s. 17) uvádí, že definicí pro pojem podnik existuje v literatuře několik. V oblasti oceňování se však využívá definice z nového občanského zákoníku, který podnik definuje jako: „*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.*“ S pojmem podnik také úzce souvisí pojem podnikatel. Toho občanský zákoník definuje takto: „*kdo samostatně vykonává na vlastní účet a odpovědnost výdělečnou činnost živnostenským nebo obdobným způsobem se záměrem činit tak soustavně za účelem dosažení zisku, je považován se zřetelem k této situaci za podnikatele.*“ (§ 502 a § 420, odst. 1 zák. č. 89/2012 sb., ve znění pozdějších předpisů)

K tomu Mařík (2018, s. 18) dále dodává, že při oceňování podniku se oceňuje obchodní závod, nikoliv obchodní společnost jako právní subjekt. Dále jak nabádá občanský zákoník, na podnik je nutné se dívat jako na organizovaný soubor, z ekonomického hlediska tedy jako funkční celek. Při oceňování je také důležité se nezaměřovat pouze na majetek, ale také na dluhy, jež občanský zákoník jako celek označuje za jmění.

1.2 Účel oceňování podniku

Kislingerová (2001, s. 6) dále říká, že: „*Účelem oceňování podniku je stanovení jeho hodnoty, zabývá se podnikem jako zbožím, které je určeno ke směně.*“ Dále také zmiňuje, že není možné využívat pouze jeden univerzální model pro oceňování. Výsledek oceňování podniku je totiž závislý na několika faktorech, zejména na účelu ocenění, zkušenostech odhadce a v neposlední řadě na kvalitě a dostupnosti informací.

Podle Maříka (2018) existuje několik různých důvodů pro oceňování podniku. Prvním může být nákup nebo prodej, vstup nových společníků do firmy, fúze a akvizice nebo poskytnutí úvěru.

1.3 Využití oceňování aktiv

Valuace aktiv má důležité místo zejména v portfolio managementu. Pokud se jedná o pasivní investování, je využití valuace zanedbatelné. Na druhou stranu v případě aktivního investování je valuace zcela zásadní. Zejména fundamentální analytici používají metody valuace jako nezbytnou součást úspěšného investování. K využitím valuace v portfolio managementu se také vztahuje fundamentální a technická analýza. Těmto pojmům budou věnovány následující kapitoly. Valuace se zaměřuje především na fundamentální analýzu. Je možné použít například modely jako DCF, P/BV nebo P/E. Zároveň při kombinaci s držením podhodnocených aktiv je vyšší šance na nadprůměrné zhodnocení portfolia. (Damodaran, 2012, s. 6-7)

2 ZÁKLADY VALUACE PODNIKU

Před samotným procesem valuace je nutné vymezení a porozumění několika pojmů. Tím základním je pojem hodnota.

2.1 Hodnota

Ekonomie zpravidla vysvětluje pojem hodnoty pomocí dvou teorií. Rakouská škola používá rozdělení statků na statky prvního a vyššího řádu. Mezní užitek udává subjektivní hodnotu statkům prvního řádu. Naopak statky vyššího řádu nemají vlastní subjektivní hodnotu a jejich hodnota vzniká připočtením. Podnik tedy může být vysvětlován jako statek prvního řádu s vlastní subjektivní hodnotou. Druhý přístup je znám pod pojmem dualistický a vychází z Marshallovy klasické školy. (Rothbard, 2005)

Jak zmiňuje Mařík (2018, s. 23), v oblasti oceňování podniku neexistuje hodnota objektivní, je tedy nutné hodnotu chápat jako subjektivní. Zároveň je také nutné rozlišovat mezi užitnou a směnnou hodnotou. Užitná hodnota je schopnost statku uspokojovat lidské potřeby. Statek se stává předmětem směny, pokud má užitnou hodnotu a zároveň je v omezeném množství. Směnná hodnota je tedy výsledek tržního vyjednávání mezi několika ekonomickými subjekty.

Rothbard (2005) tvrdí, že směna je možná pouze v případě, kdy mezní užitek poptávaného statku přesáhne mezní užitek nabízeného. Obě strany tedy musí být uspokojeny. Taková směna se nazývá směnou ekonomickou.

V kontextu této práce se pod pojmem hodnota myslí hodnota ekonomická. Hrdý (2009) ji popisuje jako peněžní hodnotu určitého aktiva. Čížinská (2018, s. 20) dále uvádí: „*Hodnota nějaké věci je ztotožňována s její cenou. To je však dosti zavádějící.*“ Dále uvádí, že hodnota podniku se dá vyjádřit v hodnotě Brutto, kdy je vyjádřená hodnota podniku jako jednotky, která náleží vlastníkům a věřitelům. Naopak hodnota Netto je oceňování na bázi kapitálu, který vložili vlastníci do podniku. Z toho je zřejmé, že není možné využít univerzální všeobecně platnou hodnotu podniku. Dle Maříka (2018, s. 25), je hodnota podniku založena na budoucím vývoji a je platná pro konkrétní zvolený subjekt, objekt, účel odhadu a ke konkrétnímu datu.

2.2 Hladiny pro valuaci

Oceňování podniku může probíhat v různých hladinách. Jendou ze základních je hodnota brutto a netto. Jak vysvětluje Mařík (2018, s. 19), brutto hodnotu lze chápat jako hodnotu společnosti jako celku, tedy podnikatelské jednotky. Tato hodnota je určena jak pro vlastníky, tak věřitele. Tato hodnota přibližně odpovídá pojmu majetek, tak jak ho definuje občanský zákoník. Hodnota netto je naopak definovaná jako valuace podniku na úrovni vlastníků kapitálu. Jde tedy o oceňování vlastního kapitálu. Ten ovšem nemusí být totožný s jeho účetní hodnotou. Netto hodnota byla vymezena obchodním zákoníkem pod pojmem čistý obchodní majetek. V novém občanském zákoníku však neexistuje vhodný pojem, který by tuto hodnotu definoval.

Existuje několik základních kategorií hodnoty podniku. Případně se dají označit jako standardy hodnoty, báze hodnoty nebo typy hodnoty. Jednotlivé typy vychází ze základních otázek, jako například: Kolik je ochotný za podnik zaplatit běžný zájemce, kolik by bylo možné dostat na trhu a jaká je tržní valuace? Dále jakou hodnotu má podnik z pohledu určitého kupujícího? A na závěr, jakou hodnotu je možné považovat za nejméně spornou? Na základě těchto otázek vychází čtyři základní přístupy k oceňování podniku:

- tržní hodnota nebo též cena obvyklá,
- subjektivní hodnota, také investiční hodnota,
- objektivizovaná hodnota,
- Kolínská škola.

Mezinárodní valuační standardy se zabývají výhradně vymezením tržní hodnoty jako hlavní kategorie hodnoty. (Mařík, 2018, s.25)

2.2.1 Tržní hodnota

Podle Maříka (2018, s.26) tržní hodnota úzce souvisí se základní otázkou oceňování podniku, a to: Kolik je ochotný za podnik zaplatit běžný zájemce? Tato otázka vychází z úvahy, že by existoval trh s podniky, případně s podíly na vlastním kapitálu.

Tržní hodnota se určuje na základě valuačních modelů, které se vybírají podle druhu majetku, který je součástí ocenění. Dále také podle okolností, za kterých by byl majetek prodejný na volném trhu. Dále se dá tržní hodnota definovat jako odhadnutá částka, za kterou

by bylo možné aktivum směnit mezi kupujícím a prodávajícím k datu ocenění. Hodnota akcie na burze je tedy tržní cena. (Kislingerová, 2006, s. 16)

2.2.2 Subjektivní hodnota

Mnoho odborníků souhlasí s tím, že hodnota podniku by měla být chápána jako unikátní koncept. Mezinárodní standardy pro ocenění uvádějí subjektivní hodnotu jako investiční hodnotu. Investiční hodnota se definuje jako hodnota pro konkrétního investora s jeho vlastními investičními cíli. Investiční hodnota aktiv se může odlišovat od tržní ceny, a proto by neměla být zaměňována s tržní hodnotou investičního majetku. Mařík (2018) dále vysvětluje subjektivní hodnotu jako budoucí hotovostní toky, které jsou odhadovány podle představ manažerů nebo investorů a diskontní míra se stanoví na základě možností alternativních investic. Pokud tedy nejsou odhadnuté budoucí peněžní toky testovány na přiměřenost, nemůže se jednat o tržní hodnotu.

V praktické části této práce se zkoumá odhad subjektivní investiční hodnoty konkrétního podniku, s cílem určit cenu pro případné investování do této akcie.

2.2.3 Objektivizovaná hodnota

Jelikož objektivní hodnota je relativní pojem a ve své podstatě v oblasti oceňování podniku neexistuje, lze se proto v praxi setkat s pojmem objektivizovaná hodnota podniku. Tato hodnota je vždy spojována s předpoklady, účelem, pro který byla valuace zpracována a časem, ve kterém byl odhad připraven. Nejběžnější podněty, které vyvolávají potřebu ocenění jsou:

- koupě a prodej společnosti jako celku, případně částí,
- zvýšení či snížení základního kapitálu podniku vstupem, přijetím nebo vystoupením společníka, akcionáře, likvidací nebo dědickým řízením,
- fúze a akvizice společností,
- změna právní formy obchodní společnosti,
- restrukturalizace podniku,
- uvedení společnosti na kapitálový trh, aj. (Kislingerová, 2001, s. 11).

2.2.4 Funkcionální koncepce (Kolínská škola)

Podle Maříka (2018, s. 38) se v Evropě stále poukazuje na to, že není vhodné mluvit o tržní hodnotě, jelikož trh s podniky je v Evropě stále velmi omezený. Není velké množství transakcí s většími podniky a na trhu chybí transparentnost. Za jediný reálný trh se dá považovat pouze kapitálový trh. Pouze tento trh umožňuje, aby bylo možné relevantně využívat pojem tržní hodnota. Většina podniků se však oceňuje v rámci subjektivního ocenění. Při nákupu a prodeji podniku je tedy výchozí situací subjektivní hodnota na straně nabídky a poptávky. Na tomto postoji se staví tzv. Kolínská škola. Ta zastává názor, že není nutné ocenění upravovat na základě jednotlivých podnětů, ale na obecných funkcích. Kolínská škola definuje několik funkcí oceňování a oceňovatele. Jsou to funkce poradenská, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňová. Jak je z jednotlivých názvů již zřejmé, každá funkce poskytuje k ní příslušnou bázi hodnoty. Například tedy daňová funkce poskytuje podklady pro daňové účely. Komunikační funkce má za úkol poskytnout podklady pro komunikaci s veřejností, zejména s investory. Za nejdůležitější se dá označit funkce poradenská. Cílem této funkce je smluvním stranám poskytnout informace o maximální ceně, kterou může kupující zaplatit, aniž by se pro něj transakce stala nevýhodnou. A dále o minimální ceně, kterou může přijmout prodávající, aby na transakci neprodělal. Poradenská funkce tedy poskytuje oceňování hraniční hodnoty. Následující funkcí po funkci poradenské je funkce rozhodčí. Ta se zabývá oceňováním nezávislého oceňovatele neboli rozhodčího. Úkolem tohoto oceňovatele je odhadnout hraniční hodnoty jednotlivých účastníků transakce a nalézt spravedlivou hodnotu uvnitř odhadnutého rozsahu. Závěrečnou funkcí je funkce argumentační, kdy v této funkci hledá oceňovatel argumenty, které mají zlepšit pozici dané strany a dále jí slouží jako podklad pro jednání.

2.2.5 Shareholder a stakeholder value

Jak uvádí Čižinská (2018, s.19) teorie shareholder value poskytuje jiný pohled na oceňování podniku, a to ze strany poskytovatele vlastního kapitálu. To může být například majitel, podílník, vlastník nebo akcionář. Toto je však pouze úzký okruh zainteresovaných osob. Širokému okruhu zúčastněných osob se říká stakeholderi. Koncept stakeholder value stojí na tom, že podnik má uspokojovat zájmy všech stakeholderů. Jelikož dílčí zájmy jednotlivých skupin stakeholderů si vzájemně částečně rozporují, je na místě určitý kompromis. Hlavním zájmem všech stakeholderů je však dlouhodobá životnost podniku, a proto má shareholder a stakeholder value mnoho společného. Při propojení obou konceptů vzniká cíl maximalizace hodnoty firmy pro vlastníky při respektování zájmů stakeholderů.

3 FAKTOR ČASU A RIZIKA

Před samotným představením jednotlivých metod valuace je nutné zahrnout dva důležité faktory, které mají na oceňování vliv, a to je čas a riziko.

3.1 Faktor času

Hodnota času se vymezuje jako hodnota aktiva a současná hodnota budoucích čistých příjmů, které z tohoto aktiva poplynou držiteli tohoto aktiva. Mařík (2018, s. 57) doplňuje, že tato definice je platná jak pro jednotlivé položky, tak pro společnost jako celek. S touto definicí tedy oceňovatel pracuje jak při oceňování výnosovými metodami, tak v případě, kdy bude pomocí majetkových metod oceňovat některé položky výnosově. Tato definice je však stále platná i při využití tržního porovnání.

Je také důležité zmínit, že všechny budoucí příjmy nemají rovnocenný význam. Příjmy získané dříve mají větší hodnotu, jelikož je možné je investovat a získat z nich větší výnos. V této situaci se tedy hovoří o časové hodnotě peněz. Z toho důvodu není možné budoucí příjmy podniku pouze sečíst. (Mařík, 2018, s. 57)

3.2 Faktor rizika

Jednou z podstatných rolí při procesu valuace podniku hraje i riziko, které je nedílnou součástí podnikání. Jeho analýza má významný vliv na výsledný odhad hodnoty podniku. Jak vyplývá ze základů investování, čím vyšší je riziko, tím vyšší musí být i výnos pro investora. Při oceňování podniku je velmi důležité věnovat velký význam zahrnutí rizika, jelikož se jedná o odrazový můstek pro odhad výsledné hodnoty podniku. Riziko lze definovat jako stupeň nejistoty spojený s očekávaným výnosem. Původcem této nejistoty může být jak vnější prostředí, ve kterém společnost působí, tak jeho fungování jako takové. Pro investora to znamená to, že existuje možnost, že se skutečné výsledky budou lišit od očekávaných. Riziko je také možné popsat pomocí pravděpodobnosti dosažení výsledků vyjádřené v procentech. (Kislingerová, 2001, s. 104)

3.2.1 Klasifikace rizika

V oblasti problematiky valuace podniku existuje několik typů rizik. Zabýváme se však pouze riziky, které mají ekonomický charakter. Typy rizik, které se dají zajistit pojistnými smlouvami se nezahrnují. Obecně se tento typ rizika označuje jako riziko výsledků hospodaření. Na tento typ rizika má velký vliv zejména kvalita managementu a organizační

struktury společnosti, konkurence na daném trhu, stupeň diverzifikace, provozní páka a finanční páka. Jedno ze základních dělení je potom na obchodní a finanční riziko. (Mařík, 2018, s.59)

Obchodní riziko

Dle Maříka (2018, s. 60) je obchodní riziko ovlivněno proměnlivostí čistých výnosů, které jsou způsobeny zejména proměnlivostí prodeje (též prodejní riziko) a úrovní fixních provozních nákladů, označované jako provozní riziko.

Prodejní riziko vychází z toho, že nebude dosaženo očekávaného zisku, případně bude překročen. To závisí na aktuálním vývoji trhu. Dá se měřit za pomoci variability čistých tržeb, která závisí na variabilitě poptávky jednotlivých segmentů trhu, diverzifikaci podnikových aktiv a intenzitě konkurence. Tato variabilita se dá měřit pomocí rozptylu tržeb v minulých letech. Ten by se měl přirovnávat k zjištěnému základnímu trendu.

Provozní riziko je nejvíce ovlivněno provozní pákou, tedy podílem fixních provozních nákladů k celkovým provozním nákladům. Není vždy snadné odhadnout přesný poměr fixních a variabilních nákladů. Zjednodušeně se dá předpokládat, že podíl fixních nákladů k celkovým bude podobný jako podíl dlouhodobého majetku k celkovým aktivům. Zároveň je tato skutečnost vidět i ve vztahu provozního zisku k celkovým nákladům. Pokud má společnost vysoké variabilní náklady, její náklady mají stejný trend jako provozní zisk. Naopak společnostem s vysokými fixními náklady se při poklesu zisku celkové náklady téměř nepohnou. Ukazatel provozní páky tedy ukazuje, jak se změní provozní zisky, když se tržby změní o 1 %. (Mařík, 2018, s. 61)

Finanční riziko

Finanční riziko je úzce spjaté se způsobem financování společnosti. K posouzení míry finančního rizika se využívá koeficient finančního rizika, který se definuje jako změna EAT ku změně EBIT. V užším pohledu se za finanční riziko považuje takové, které vyplývá z různých úrovní zadlužení, ze skladby zdrojů financování tak, jak mají nárok na pořadí jejich úhrady. Z širšího hlediska se za finanční riziko považuje proměnlivost zisku na akcii, který vyplývá z použitých forem financování společnosti, které si vynucují fixní platby bez ohledu na výši vytvořeného zisku. (Růčková, 2015, s. 67)

Systematické a nesystematické riziko

Systematické riziko, též označované jako tržní, je spojeno s fungováním společnosti v určitém vnějším ekonomickém prostředí. Vztahuje se zejména k investicím na kapitálovém trhu. Toto riziko je tedy mimo vliv emitentů cenných papírů a nedá se snížit diverzifikací. Naopak nesystematické riziko se dá regulovat diverzifikací, a to zejména tak, že je portfolio složeno z negativně korelovaných cenných papírů. V praxi to znamená, že pokud výnosnost jednoho cenného papíru roste, výnosnost druhého zároveň klesá. Průměrná výnosnost portfolia je tedy potom relativně stabilní a minimální výkyvy znamenají minimální riziko. (Hořejší, 2018, s. 468)

3.3 Diskontní míra

Diskontní míra je nástroj pro promítnutí faktorů času a rizika do hodnoty podniku. Podle Americké společnosti odhadců se diskontní míra používá k přepočtu budoucí peněžní částky na její současnou hodnotu a k určení míry výnosnosti, kterou investor očekává s ohledem na rizika spojená s budoucím peněžním tokem. (Mařík, 2018, s.65)

Podle Damodarana (2012, s.16) se diskontní míra skládá z několika faktorů. Patří mezi ně očekávaná výnosnost, která zahrnuje požadavky a preference investora, dále riziko spojené s nejistotou příjmů budoucích peněžních toků a očekávaná inflace, která zvyšuje požadavky na výnosnost.

3.3.1 Model CAPM

Jak uvádí Hundal (2019) vztah mezi výnosem a rizikem byl vždy hlavním zájmem investorů. Z toho důvodu je model oceňování kapitálových aktiv (dále CAPM) jedním z nejdůležitějších modelů v oblasti financí. Existuje však řada debat o tom, zda je využívání modelu CAPM vhodné, zejména kvůli reálnosti základních předpokladů modelu. Základem tohoto modelu je rozlišení mezi diversifikovatelným a nediversifikovatelným rizikem. To představuje riziková prémie, což je rozdíl mezi očekávaným výnosem CP a bezrizikovou mírou. Je důležité zdůraznit, že model je založen na očekávání investora. (Da, 2012; Kislingerová, 2001)

Vzorec pro výpočet modelu CAPM vypadá následovně:

$$E(r_i) = r_f + \beta_i * [E(r_m - r_f)]$$

r_f – bezriziková míra

r_m – očekávaný výnos portfolia

β_i – koeficient Beta

4 PŘEHLED METOD

Při zjišťování hodnoty podniku se používají tři metody. Jedná se o metody majetkové, výnosové a metody založené na informacích kapitálového trhu.

4.1 Majetkové metody

Majetkové metody oceňování podniku jsou založené na stavových veličinách jako je například metoda účetní jednotky, nebo metoda substance. (Vochozka, 2021, s. 178) Jak dodává Krabec, (2009, s. 142) substanční hodnota, která je hojně využívána v majetkových metodách, je ale velmi široký pojem a jeho definice není jednotná. Kislíngerová (2001, s. 23), doplňuje, že majetkové metody vyjadřují stav majetku a závazků společnosti k určitému datu. Na základě hodnot, s kterými při oceňování pracujeme, se rozlišují metody účetní hodnoty, či substanční hodnoty.

Mařík (2018, s. 45) popisuje několik metod, které jsou používány k ocenění majetku podniku. Tyto metody zahrnují ocenění vlastního kapitálu na základě historických nákladů, ocenění majetku na základě nákladů na znovuvybudování, ocenění majetku na základě úspory nákladů, ocenění majetku na základě tržní hodnoty a ocenění majetku na základě likvidační hodnoty.

4.2 Výnosové metody

Jak již název napovídá, výnosové metody se zabývají analýzou výnosů společnosti. V praxi se využívá řada výnosových metod na základě toho, jak je definován výnos společnosti. Nejpoužívanější metodou je metoda diskontovaných peněžních toků, která staví na odhadu budoucího provozního cash flow podniku, který se stanovuje pomocí strategické analýzy, plánu investic, finančního plánu a odhadu tempa růstu výnosů. (Čižinská, 2007, s. 115)

Mařík (2018, s. 45) výnosové metody rozděluje na několik druhů. Těmi jsou metoda diskontovaných peněžních toků, metoda kapitalizovaných čistých výnosů, kombinované výnosové metody, metoda ekonomické přidané hodnoty.

4.2.1 Metoda diskontovaných peněžních toků DCF

Jak uvádí Gladiš (2021), existuje několik metod, jak provést odhad vnitřní hodnoty podniku. Z teoretického hlediska je nejsprávnější metoda ocenění aktiva odhadnutí jeho budoucích peněžních toků a následně jejich upravení na současnou hodnotu. Postup metody diskontovaných peněžních toků je takový, že odhadnuté budoucí peněžní toky za určité

období se za použití časové hodnoty peněz a složeného úrokování přemění v současnou hodnotu. Nevýhodou této metody je to, že za použití špatných parametrů může být velmi nepřesná.

Kislingerová (2001, s. 157) k tomu dodává, že existuje několik předpokladů k použití metody diskontovaných peněžních toků:

- kapitálové trhy jsou efektivní,
- kapitálová struktura podniku je tvořena pouze vlastním majetkem a dluhem,
- existuje pouze daň z příjmů,
- podnik z pohledku going concern musí trvale investovat do výše odpisů.

Základním stavebním kamenem pro použití DCF metody je vymezení peněžních toků.

Rozlišujeme několik typů podle toho, pro koho jsou určeny:

- **Volné cash flow pro vlastníky a věřitele** – jedná se o peněžní tok do podniku jako celku. V angličtině se označuje jako FCFE – free cash flow to the firm.
- **Volné cash flow pro vlastníky** – zvláštním případem tohoto peněžního toku je například dividendy. Označuje se jako FCFE – free cash flow to the equity, při využití dividendy se dá označit jako DDM – dividend discount model.
- **EVA** – peněžní tok, který převyšuje oportunitní náklady akcionáře a tím zabezpečuje růst jeho bohatství.

Metody DCF mají původ v anglosaských zemích. Tyto metody vycházejí z toho, že investor se snaží změřit budoucí užitek z drženého aktiva peněžními toky, které nejreálněji znázorňují finanční užitek pro investory. Z toho důvodu tyto metody nejpresněji kopírují definici hodnoty aktiva. Výběr vhodné metody DCF závidí na tom, z pohledu jakého investora do podnikového toku je toto cash flow chápáno. Metody vysvětlené níže patří mezi nejpoužívanější v praxi a odborné literatuře. (Mařík, 2018b, s. 17)

DCF entity

Mařík (2018b, s.18) popisuje, že nejvíce používanou metodou v oceňovací praxi a odborné literatuře je metoda DCF entity. Tento postup je rozdělen do dvou fází. Nejprve se vezmou peněžní toky, které byly k dispozici vlastníkům i věřitelům, a ty se poté diskontují, aby se získala hrubá hodnota podniku. Z té se pak odečte hodnota cizího kapitálu k datu ocenění, aby se získala čistá hodnota vlastního kapitálu. Tato metoda se zaměřuje na vlastníky

a investory, kteří poskytují podniku zpoplatněný kapitál. Používá se pro ni název FCFF, což znamená volné peněžní toky do firmy. Jeho výpočet je následující:

Korigovaný provozní výsledek hospodaření po zdanění

+ odpisy

+ náklady, které nejsou výdaji

- investice do provozně nutného pracovního kapitálu

- investice do provozně nutného dlouhodobého majetku

= volné peněžní toky do firmy

Kdy korigovaný provozní výsledek hospodaření je výsledek hospodaření vytvořený hlavním provozem společnosti, očištěný o jednorázové položky, a to předtím, než je rozdělen mezi vlastníky a věřitele. Provozně nutný investovaný kapitál je potom součet provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu.

Tyto dvě veličiny jsou mezi sebou provázané, protože korigovaný provozní výsledek hospodaření je výsledek, který je generovaný provozně nutným investovaným kapitálem. Dále investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a změna provozně nutného pracovního kapitálu ve výpočtu free cash flow to firm celkem zobrazují investice do provozně nutného investovaného kapitálu. To znamená, že pokud se oceňovatel rozhodne vyřadit určitý majetek jako provozně nepotřebný, musí z KPVH vyřadit i výnosy a náklady s ním spojené a v FCFF nesmí být zahrnuty investice do tohoto majetku. (Mařík, 2018b, s. 18-19)

Mařík (2018b, s. 20) dále vysvětluje, že jako diskontní míra se používají průměrné vážené náklady na kapitál (WACC). Při samotném oceňování, po diskontování volného cash flow, získáme hodnotu provozně nutného investovaného kapitálu. Dále je v tomto případě pokračující hodnota vypočítána na principu Gordonova vzorce. Je nutné zmínit, že pokračující hodnota se počítá pouze v případě, kdy $g < WACC_{T+1}$.

Mezi hlavní výhody této metody se řadí to, že se jedná o nejčastěji používanou metodu, a to v ČR i v zahraničí. Je tedy vysoce pravděpodobné, že při použití této metody budou výsledky srozumitelné pro většinu oceňovatelů. Její použití je vhodné v případě, že není potřeba ocenit vlastní kapitál, ale investovaný kapitál. Jde tedy o ocenění aktiv podniku bez ohledu na jeho financování. Jedná se také o jedinou metodu, díky které se dají oceňovat i dílčí části podniku, na kterou není převeden žádný konkrétní cizí majetek. Při využívání všech DCF metod se

předpokládá, že se pracuje s konkrétním financování podniku, ale v určitých případech umožňuje metoda DCF entity výpočet upravit. (Mařík, 2018b, s. 21)

DCF equity

Metoda DCF equity je založena na předpokladu, že se po celou dobu výpočtu pracuje s vlastním kapitálem společnosti. Volné cash flow je vymezeno přímo pro vlastníky. Anglické označení je FCFE – free cash flow to equity. Pokud budeme vycházet z FCFF, pomocí doplnění toků, které se týkají úročených věřitelů získáme FCFE. Zjednodušený vzorec vycházející z FCFF je následující:

Volné peněžní toky do firmy (FCFF)

- nákladové úroky * (1 – daňová sazba)

- splátky úročeného cizího kapitálu

+ přijetí nového úročeného cizího kapitálu

= volné peněžní toky pro vlastníky (FCFE)

Je důležité si uvědomit, že toto cash flow v podstatě definuje teoretické dividendy. Ve finančním plánu zpracovaném k výnosovému ocenění by tedy mělo být simulované rozdělení zisku vlastníkům v přibližné hodnotě jako je FCFE. (Mařík, 2018b, s. 22)

Dále Mařík (2018b, s.22) popisuje, že diskontní míra by měla být stanovena na úrovni nákladů vlastního kapitálu odpovídajících konkrétnímu zadlužení oceňované společnosti. Metoda DCF equity má pouze jeden krok, kdy po diskontování volného peněžního toku pro vlastníky vyjde přímo ocenění vlastního kapitálu. Hlavní výhodou této metody je to, že přímo počítá změny zadlužení a úroky. Hodnota a toky pro vlastníky jsou tedy zřetelné v průběhu celého výpočtu, a ne až na konci. Takto se počítá shareholder value. Tato metoda je dále typická pro valuaci finančních společností jako jsou banky, protože zde má cizí kapitál jinou roli než v tradičním podniku. (Mařík, 2018b, s. 23)

DCF APV

Tato metoda diskontovaných peněžních toků je nejméně obvyklá, a to jak u nás, tak v zahraničí. Zkratka APV znamená „adjusted present value“, v překladu „upravená současná hodnota“. Stejně jako u DCF entity se jedná o metodu dvoukrokovou. Její specifikum ale spočívá v tom, že hodnota Brutto se skládá ze dvou částí, a to hodnoty nezadlužené firmy a hodnoty daňového štítu. První část ocenění je založena na předpokladu, že všechna aktiva

jsou kryta pouze vlastním kapitálem. Druhá část, která představuje úspory na daních v důsledku nákladových úroků se počítá samostatně. Obě dvě části se počítají samostatně opět dvoufázovou metodou. Jednou z největších výhod, které tato metoda má je to, že nepracuje s kapitálovou strukturou ve formě podílu cizího a vlastního kapitálu. U této metody tedy nehrozí, že by v důsledku použití nesprávné struktury kapitálu mohly vzniknout chyby. Druhou velkou výhodou je velká vypovídající schopnost, kdy dokážeme jasně rozlišit hodnotu, kterou tvoří podnik a hodnotu, která je tvořena daňovým štítem. (Mařík, 2018b, s. 23-25)

DDM – dividendový diskontní model

Podle Kislingerové (2001, s.214) dividendový diskontní model představuje zvláštní případ metody DCF equity. Ve vyspělých tržních ekonomikách se jedná o hojně využívaný model. Výpočet tržní hodnoty vlastního kapitálu je založen na výnosu akcionáře ve formě dividendy a kapitálových zisků. Z logiky věci je tedy jasné, že dividendový diskontní model je možné použít pouze u společnosti, které mají promyšlenou a stabilní dividendovou politiku. Pro využití metody DDM musí být také vysoká míra závislosti mezi úrovní dividendy a FCFE. V neposlední řadě musí mít podnik také ustálenou finanční páku. Existuje několik verzí dividendového diskontního modelu.

4.2.2 Nevýhody při využití metody diskontovaných peněžních toků

Gladiš (2021) vysvětluje hlavní slabiny metody DCF takto:

- 1) používá data z daleké budoucnosti,
- 2) většina hodnoty závisí na datech z více než desetileté budoucnosti,
- 3) je velmi citlivá na diskontní sazbu,
- 4) je zcela nepoužitelná pro volatilní typy podnikání.

Výsledná hodnota podniku stanovená pomocí metody diskontovaných peněžních toků je založená na výsledcích, které se očekávají do budoucna. Z toho důvodu se stanovuje jejich predikce. Problém však nastává v okamžiku, kdy nestačí očekávané výsledky pro následujících pár let, ale je potřeba je odhadnout na nekonečnou dobu. Samy společnosti tvoří predikce na jedno čtvrtletí dopředu, a i v těchto případech bývají odchylky mezi plánem a skutečností velké. Podle autora bývají předpovědi na krátké období spolehlivé, na období roku až dva spíše orientační a na delší období už tyto predikce nejsou relevantní.

Mařík (2018b, s.21-26) doplňuje, že hlavní nevýhodou DCF entity je skutečnost, že tato metoda je založená na struktuře kapitálu, což v praxi znamená, že během postupu je nutné upravovat strukturu tak, aby odpovídala výslednému ocenění. Dále je potřeba dbát na to, aby kapitálová struktura byla správně promítnutá do výpočtu nákladů vlastního kapitálu, tak také do celkových průměrných nákladů kapitálu.

Dále mezi nevýhody DCF equity patří to, že pro tento výpočet je nutné znát konkrétní finanční politiku oceňované společnosti a stejně jako u DCF entity je potřeba doladit kapitálovou strukturu. (Mařík, 2018b)

Metoda DCF APV má nevýhod hned několik. Momentálně tato metoda není příliš rozšířená, a proto může být pro některé oceňovatele neznámá. Potom problémem samotné metody může být odhad nákladů vlastního kapitálu nezadlužených. Pro odhadnutí nákladů vlastního kapitálu se ve většině případech vychází z dat na kapitálových trzích, kde podkladem jsou náklady kapitálu obvykle zadlužené. Zadlužené náklady se tedy potom musí přepočítat na nezadlužené. Na závěr, stejně jako u metody DCF ekvity, je i u metody DCF APV nutné znát konkrétní finanční politiku podniku, proto tyto metody nejsou vhodné pro oceňování například dílčí divize společnosti. (Mařík, 2018b)

4.3 Tržní přístup k oceňování podniku

Princip tržního přístupu je založený na porovnávání podniků, majetkových podílů na podnicích a cenných papírů, které byly prodávány na trhu. Zdrojem těchto dat je veřejný kapitálový trh, na kterém se obchodují majetkové podíly společností. Dále to může být akviziční trh, kde se obchodují podniky jako celky. Nejdůležitější jsou kritéria porovnání, která činí tržní přístup oceňování podniků téměř nepoužitelný v České republice a střední Evropě. Pro využití tržního přístupu musí existovat spolehlivý základ pro srovnávání. Podniky, které jsou srovnávány by měly být ze stejného odvětví, případně by na ně měly alespoň působit stejné ekonomické proměnné. Srovnání podniků musí být smysluplné a nesmí být zavádějící. Společnosti také musí vykazovat stejné kvantitativní a kvalitativní charakteristiky, dostupnost a množství dat musí být také srovnatelné. U veřejně obchodovaných společností se nejčastěji využívá metoda založená na násobitelích. Využití této metody je však složité, nákladné a pracné. (Krabec, 2009, s. 205-206)

Mařík (2018, s. 45) uvádí několik metod, které se využívají při oceňování na základě analýzy trhu. Mezi ně patří ocenění na základě tržní kapitalizace, ocenění na základě srovnatelných

podniků, ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu, ocenění na základě srovnatelných transakcí a ocenění na základě odvětvových multiplikátorů.

5 POSTUP PŘI VALUACI PODNIKU

Jak zmiňuje Mařík (2018, s. 43), před samotným začátkem oceňování je nutné si vyjasnit, z jakého důvodu je prováděno oceňování a jakou hodnotu vyžadujeme v závěru ocenění. Nejdůležitější je volba techniky, která je nadřazená funkcím, které by oceňování mělo plnit. Nezávazně na zvolené metodě oceňování je nutné první zpracovat strategickou a finanční analýzu, aby bylo možné posoudit celkový stav, konkurenční sílu, postavení na trhu a převážně jeho schopnost dlouhodobě přežít a tvořit hodnotu. Tyto analýzy jsou nezbytně nutné, bez ohledu na metodu oceňování. Na základě výsledků analýz je nutné zvolit metody oceňování, následně poté provádět konkrétní postupy jednotlivých metod.

Postup při valuaci je nutné upravit podle konkrétních podmínek, a hlavně podle určitého podnětu k ocenění, kategorie zjišťované hodnoty, vybraných metod, dostupných dat apod. Nejdříve je nutný sběr vstupních dat, poté provedení analýzy těchto dat, výběr správné metody a samotné provedení ocenění na základě vybraných metod (Mařík, 2018, s. 71).

Poté je vhodné provést analýzu vnitřního a vnějšího prostředí podniku. Analýza makroprostředí zkoumá minulý vývoj podmínek podniku a poskytuje prognózu budoucího vývoje, což umožňuje posoudit, zda jsou cíle uvedené v podnikatelském plánu reálné. Analýza mikroprostředí má významný vliv na identifikaci klíčových charakteristik odvětví a předpovídání budoucího vývoje odvětví (Kislingerová, 2001, s. 29-32).

5.1 Sběr dat

Základem zpracování kvalitní valuace podniku je získání dat. Mezi základní zdroj dat patří účetní výkazy podniku. Jedná se o rozvahu, výkaz zisku a ztrát, cash flow, přehled o změnách vlastního kapitálu a příloha účetní závěrky. Další důležité informace se dají najít ve výroční zprávě. V neposlední řadě je možné také čerpat informace z ekonomických statistik, burzovního zpravodajství, či odborného tisku. (Knápková, 2017, s.)

Jak dodává Brealey (2017), struktura účetních výkazů se v jednotlivých zemích liší. Veřejně obchodovatelné společnosti kótované na burze mají však povinnost zveřejňovat svoje účetní výkazy v souladu s Mezinárodními účetními standardy.

Mařík (2018, s. 72-73) rozděluje vstupní data do 7 skupin. Jsou to tyto:

- **Základní data o podniku:** sem patří například název, právní forma, IČ, data identifikující podnik, předmět podnikání, vlastnická struktura, aj.

- **Ekonomická data:** jedná se o účetní výkazy staré zpravidla 3 až 5 let, výroční zprávy a zprávy auditorů.
- **Relevantní trh:** je nutné vymezit trh, na kterém se firma pohybuje, velikost a vývoj tohoto trhu, dále segmentace trhu a faktory atraktivity daného trhu.
- **Konkurenční struktura trhu:** mezi ty patří hlavní konkurenti a jejich data, možné substituty produktů, bariéry vstupu do odvětví a poměr sil k odběratelům a dodavatelům.
- **Odbyt a marketing:** jedná se zejména o informace o struktuře odbytu, hlavní produkty a jejich benchmarking, ceny, cenová politiky, reklama a další.
- **Výroba a dodavatelé:** tam patří data o řízení kvality, certifikáty kvality, charakter výroby, úroveň technologie, aj.
- **Pracovníci:** na závěr patří data o struktuře zaměstnanců, situaci na trhu práce, fluktuaci, personálních nákladech apod.

5.2 Strategická analýza

Podle Sedláčkové (2006, s. 8) je nalezení souvislostí mezi podnikem a jeho okolím základem pro zformulování strategie firmy, která vede k dosažení konkurenční výhody. Formulace strategie je náročný proces, který vyžaduje komplexní přístup k analýze vnějšího prostředí, které působí na podnik. Hlavním úkolem je připravit firmu na situace, které mohou v budoucnu nastat. Strategická analýza využívá různé analytické techniky pro identifikaci vztahů k makroprostředí, odvětví a konkurenci. Jejím cílem je identifikovat, zanalyzovat a ohodnotit všechny relevantní faktory, které mohou mít vliv na podnik.

5.2.1 SWOT analýza

Jak uvádí Kotler (2016), SWOT analýza se zabývá celkovým zhodnocením silných a slabých stránek, hrozeb a příležitostí. Tato metoda byla vyvinuta v období 60. a 70. let na Stanfordově univerzitě. Jejím hlavním cílem je strategické hodnocení podniku. Dnes patří mezi nejvyužívanější metody strategické analýzy, zejména pro svou grafickou přehlednost a komplexnost. Silné a slabé stránky se řadí mezi faktory, které můžeme ovlivnit, naopak hrozby a příležitosti jsou faktory, které společnost nemá možnost ovlivnit. Velkou výhodou SWOT analýzy je to, že se dá snadno přizpůsobit i na velkou společnost. Dále za použití správné perspektivy je možné přeměnit hrozby v příležitosti. (Haile, 2017)

5.2.2 Porterova analýza pěti sil

Podle Keřkovského a Vykypěla (2006) je Porterův pětifaktorový model konkurenčního prostředí užitečným nástrojem pro analýzu oborového okolí podniku. Jeho hlavním cílem je zmapování konkurenční pozice firmy. Hlavní koncept analýzy je ten, že strategická konkurenční pozice firmy je určována působením pěti sil a to: Vyjednávací silou zákazníků, vyjednávací silou dodavatelů, hrozbou vstupu nových konkurentů, hrozbou substitutů a rivalitou firem působících v daném odvětví. (Porter, 2004)

Za tradiční přístup k Porterově analýze pěti sil se pokládá zaměření na identifikaci vlivů působících na výnosnost odvětví. Bývá doplněn nákladovým řetězcem odvětví, který znázorňuje, které firmy jsou zranitelné při případném cenovém útoku a které jsou v dobré pozici pro konkurenci. Navazující analýza konkurenčního profilu soupeřů naznačuje jejich očekávané reakce. V rámci strategické analýzy má vliv okolí na podnik zásadní roli, ale jedná se také o jeden z nejobtížnějších kroků strategické analýzy. (Sedláčková, 2006, s. 11)

5.2.3 PEST analýza

Dalším nástrojem strategické analýzy je PEST analýza. Jedná se o zkratku slov Political, Economic, Social and Technological analysis. Jedná se tedy o strategické hodnocení vlivu makroprostředí. Účelem PEST analýzy je identifikovat faktory, které mají vliv na podnik, jaké jsou jejich účinky, a které faktory jsou pro společnost v nejbližší budoucnosti strategické. Je také ideálním nástrojem k tomu, aby bylo na podnik pohlíženo s větším nadhledem. (Karlíček, 2018)

Jejím hlavním cílem je podnítit vrcholový management, aby se začali zabývat faktory ovlivňující podnik v širším slova smyslu a hledali jejich vzájemné souvislosti. Politické a legislativní faktory mohou být významnými příležitostmi pro firmu, zároveň také velkým ohrožením. Politická rozhodnutí se dotýkají každého podniku v rámci daňových zákonů, cenové politiky, regulace importu a exportu a protimonopolních zákonů. Legislativa nejen vymezuje prostor pro podnikání, ale také samotné podnikání upravuje a má velký vliv na budoucí podnikatelská rozhodnutí firem. Na druhou stranu ekonomické faktory vyplývají z ekonomické podstaty a základních směrů ekonomického rozvoje. Vývoj makroekonomických trendů významně ovlivňuje rozhodování firmy. Mezi základní ekonomické indikátory patří plnění cílů podniku, míra ekonomického růstu, úroková míra, míra inflace, daňová politika a směnné kurzy. Míra ekonomického růstu může nabídnout firmám podnikatelské příležitosti, ale také hrozby. Následující sociální a demografické

faktory odrážejí situaci spojenou s životem obyvatelstva a jeho strukturou. Životní styl obyvatelstva ovlivňuje způsob trávení jejich volného času, stravování atd. Poznání trendů v sociální oblasti vede k získání konkurenční výhody. Na závěr jsou technologické faktory. Pokud se podnik nechce stát zaostalým, musí vyvíjet inovativní činnost, musí být tedy informován o technologických a technických změnách. Cílem PEST analýzy je zpracování podrobného seznamu těchto faktorů a rozlišit, které faktory mají na podnik významný vliv. Význam PEST analýzy roste zejména pro nadnárodní podniky, pro které je zásadní zejména politická podpora, zahraniční vztahy a demografická struktura. Některé vlivy se však v čase mohou měnit, a proto je nutné průběžně tyto vlivy sledovat a měnit jejich váhu dopadu na podnik. (Sedláčková, 2006, s. 10-20)

5.3 Finanční analýza

Dle Knápkové (2017) je využití finanční analýzy ideální pro zhodnocení komplexní finanční situace podniku. Díky ní se dá zjistit, zda je podnik ziskový, s vhodnou kapitálovou strukturou, je schopný splácet závazky a další důležité skutečnosti.

Šlosárová (2006, s. 276) definuje finanční analýzu takto: „*Analýza jakékoli ekonomické činnosti, kde hrají hlavní roli čas a peníze, tedy objektem analýzy jsou různé společnosti.*“

5.3.1 Metody finanční analýzy

Mezi základní metody využívané k finanční analýze patří analýza stavových ukazatelů, která se zabývá analýzou majetkové a finanční struktury. Součástí je analýza trendů a rozbor jednotlivých položek rozvahy. Následuje analýza tokových ukazatelů, zejména výnosů, nákladů, zisků a peněžních toků. Další je analýza poměrových ukazatelů, jedná se hlavně o ukazatele likvidity, ziskovosti, aktivity a zadluženosti. Na závěr se jedná o analýzu komplexních ukazatelů, které se využívají u bankrotních a bonitních modelů k souhrnnému zhodnocení finančního zdraví firmy. (Knápková, 2017, s. 65)

5.3.2 Postup finanční analýzy

Dle Knápkové (2017, s. 66) se postup finanční analýzy mění v závislosti, zda se jedná o externí nebo interní zpracování. U externího zpracování je důležité pracovat s informacemi o firmě, předmětem její činnosti, strategií a počtem zaměstnanců. Jak již bylo zmíněno výše, ideálním zdrojem pro tyto informace jsou výroční zprávy. Pokud nejsou výroční zprávy k dispozici, je možné čerpat z dostupných informací nebo placených databází.

Shodnou částí pro interní i externí zpracování je analýza vývoje odvětví. Analýza má význam zejména z pohledu stávající situace a prosperity do budoucna. Tyto informace se dají často nalézt na webu Ministerstva průmyslu a obchodu ČR. Po analýze odvětví následuje analýza účetních výkazů. Tato analýza je stěžejní pro další postup při finanční analýze. Důkladná analýza účetních výkazů zahrnuje různé typy ukazatelů, které jsou shrnuty v následujících kapitolách. Zároveň srovnání v čase poskytuje pohled na vývoj trendů hospodaření firmy. Dají se podle něj predikovat budoucí situace a přijímat vhodná opatření. Je velmi doporučované srovnávat výkonnost podniku s jinými v odvětví, i přestože získávání dat není nejjednodušší. Na závěr je vhodné srovnání s normou nebo plánem, kde je možné identifikovat odchylky a nalézt jejich příčiny. (Knápková, 2017, s. 67-71)

5.3.3 Absolutní ukazatele

Prvním krokem při zpracování finanční analýzy je horizontální a vertikální analýza aktiv, pasiv a výkazu zisku a ztráty. Úkolem horizontální analýzy je zkoumání vývoje v čase, zpravidla v minulosti. Následně dochází k analýze vývojových trendů. Srovnání časových období se provádí v řádcích. Pohyby jednotlivých položek jsou měřeny v absolutních i relativních jednotkách. Horizontální analýza hledá odpovědi na dvě základní otázky, a to: o kolik jednotek se změnila vybraná veličina v čase a o kolik % se změnila vybraná veličina v čase. Vertikální analýza se poté zabývá vztahem jednotlivých položek k určité veličině. Jedná se tedy o rozbor účetních výkazů. S účetními výkazy pracuje směrem shora dolů. Díky relativnímu poměru veličin se dá horizontální a vertikální analýza použít k mezipodnikovému srovnání. (Vochozka, 2021, s. 189-191)

5.3.4 Poměrové ukazatele

Jak říká Landa (2008), horizontální a vertikální analýza jsou nástroje, které pomáhají zanalyzovat podnik s využitím jedné veličiny v čase. Ke sledování vztahů mezi určitými veličinami se využívá řada standardních finančních ukazatelů, které se označují jako poměrové ukazatele. Mezi základní poměrové ukazatele patří ukazatele rentability, likvidity, aktivity a zadluženosti.

Ukazatele rentability

Ukazatele rentability bývají také označovány jako výnosnost nebo návratnost. Obecně vyjadřují poměr hospodářského výsledku, kterého firma dosáhla podnikatelskou činností.

Základní ukazatele rentability jsou rentabilita aktiv, rentabilita vlastního kapitálu, rentabilita tržeb a rentabilita investovaného kapitálu. (Vochozka, 2021, s. 194)

Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity mají za úkol měřit schopnost podniku hradit své závazky. Likvidita se definuje jako míra schopnosti firmy uhradit svoje krátkodobé závazky včas a v plné výši do dne splatnosti. Jedná se o velmi spolehlivý a vypovídající ukazatel, který dokáže odhalit finanční situaci ve firmě. (Kiselačková, 2017, s.21)

Likvidita nabývá tří stupňů. Běžná likvidita III. stupně udává, kolik pokrývají oběžná aktiva dlouhodobých závazků firmy. Pohotovná likvidita II. stupně je poměr krátkodobých pohledávek, krátkodobého finančního majetku a peněžních prostředků vůči krátkodobým závazkům. Poslední hotovostní likvidita I. stupně je součet krátkodobého finančního majetku a peněžních prostředků ke krátkodobým závazkům. (Knápková, 2017, s.94-95)

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity slouží k tomu, aby identifikovaly, jak společnost nakládá a využívá části svého majetku. Existují dvě formy těchto ukazatelů, a to doba obratu a počet obrátů. Jedná se vždy o podíl jednotlivých částí majetku vůči tržbám, výnosům nebo jiným položkám. Obrat aktiv definuje celkové využití aktiv vůči tržbám, dále obrat dlouhodobého majetku informuje, kolikrát se dlouhodobý majetek obrátí v tržby za rok. Dalšími ukazateli jsou obrat zásob, doba obratu zásob, doba obratu pohledávek a závazků. (Vochozka, 2011, s. 24-25)

Ukazatele zadluženosti

Cílem ukazatelů zadluženosti je charakterizovat zadluženost vlastního kapitálu a znázornění proporce mezi vlastním a cizím kapitálem. Ukazatel zadluženosti I. je vyjádřen jako podíl cizích zdrojů k vlastnímu kapitálu. Je využíván jako jedna z měr finančního rizika. Ukazatel zadluženosti II. se dá považovat za míru věřitelského rizika, jelikož se jedná o poměr cizích zdrojů k celkové hodnotě aktiv. Z jeho výsledku se dá tedy usoudit, jaká majetková struktura kryje cizí zdroje. Klíčovým ukazatelem zadluženosti je úrokové krytí. Vyjadřuje, kolikrát může klesnout zisk, aby byl podnik ještě schopen pokrýt cizí zdroje. Využití páky při zvyšování cizích zdrojů vede k optimalizaci nákladů snižování daní. S růstem podílu cizích zdrojů však roste i riziko. (Kislingerová, 2001, s. 73-74)

Ukazatele kapitálového trhu

Pokud je společnost obchodovaná na kapitálovém trhu, existují další ukazatele k posouzení jejího finančního zdraví. Prvním ukazatelem je P/E ratio, tedy poměr tržní ceny akcie a zisku na akcii. V tomto ukazateli se promítají zejména očekávání investorů vztahující se k tempu růstu, míře zisku a podílu dividend na zisk. Pokud je P/E společnosti výrazně nižší, než je v odvětví běžné, může se jednat o podhodnocenou společnost a naopak. Dalším ukazatelem je P/BV, který ukazuje, jak trh oceňuje hodnotu vlastního kapitálu na akcii. Jedná se o poměr tržní ceny akcie k účetní hodnotě vlastního kapitálu na akcii. Posledním ukazatelem je dividendový výnos, který vyjadřuje míru výnosnosti investovaného kapitálu ve vztahu k vypláceným dividendám. (Knápková, 2017, s. 111-112)

5.3.5 Komplexní ukazatele

Pro vyjádření komplexní finanční situace podniku se využívá Altmanova analýza. Varianty vzorce této analýzy jsou upravené pro veřejně obchodovatelné společnosti a pro společnosti uzavřené. Altmanova analýza je ideální k posouzení finančního zdraví společnosti na základě jednoho čísla. Výsledek této analýzy je identifikátor bankrotu. Zahrnuje v sobě všechny významné části finanční analýzy jako je rentabilita, likvidita a zadluženost. Jednotlivé parametry mají přiřazenou váhu v závislosti na jejich vliv na finanční zdraví podniku. Výsledek Altmanovy analýzy je však nutné vždy doplnit hlubší analýzou, aby nedocházelo ke zkreslením. (Kislingerová, 2001, s. 82-83)

5.4 Fundamentální a technická analýza

Fundamentální a technická analýza by se daly jinak nazvat také jako kvalitativní a kvantitativní.

5.4.1 Fundamentální analýza

Fundamentální analýza se zaměřuje na posouzení vnitřního a vnějšího ekonomického prostředí společnosti. Jejím hlavním účelem je zjistit tržní postavení a potenciál firmy v makroekonomickém a mikroekonomickém prostředí. Základním výstupem této analýzy je identifikace trhu, na kterém podnik působí, jeho silné a slabé stránky, příležitosti a hrozby. Dále se zabývá analýzou produktu, jeho potenciálu a životního cyklu, konkurenční schopností, výhodami a riziky na trhu. K hlavním nástrojům fundamentální analýzy patří SWOT analýza, PEST analýza, portfolio analýza, BCG matice a další. Fundamentální analýza se také využívá jako součást měření finanční výkonnosti, kde se používají nástroje

jako Balanced Scorecard a Excellence Model Evropské nadace pro management kvality. (Nývtová, 2010, s. 161)

5.4.2 Technická analýza

Na rozdíl od fundamentální analýzy je technická analýza založená zejména na matematických, matematicko-statistických a dalších výhradně kvantitativních metodách. Jedná se o nejstarší nástroj pro oceňování akcií a jeho kořeny sahají až do 18. století. Oproti fundamentální analýze se zabývá zkoumáním vývoje ceny v grafu obchodovaného aktiva. Ke komplexnímu posouzení finanční výkonnosti obchodovatelných společností je doporučené použití obou analýz. Běžně se ale využívá pouze jedna ze dvou analýz. (Vochozka, 2011, s. 38)

5.5 Finanční plán

Jak uvádí Mařík (2018), při valuaci podniku je důležité sestavit finanční plán společnosti. Finanční analýza se zabývá minulými obdobími a finanční plán se naopak zabývá budoucností. V rámci finančního plánu pro účely ocenění podniku se většinou sestavuje plán výkazu zisku a ztráty, plán rozvahy a plánované peněžní toky. Finanční plán je nedílnou součástí podniku, a proto by měl navazovat na hodnoty z minulosti a zároveň splňovat cíle a vize společnosti.

Je důležité zmínit, že finanční plán se většinou sestavuje v plném rozsahu, ale pouze v objemu, který je nutný pro potřeby valuace. Podniky mimo jiné udržují část informací v tajnosti, aby si zachovali konkurenční výhodu. (Mařík, 2018)

Podle Pavelkové a Knápkové (2017) je finanční plán důležitý také k odhalení podnikových rizik a jejich následné řízení. Je možné ho brát také jako budoucí odhad hodnot účetních výkazů podniku. Jedná se tedy o budoucí podobu výsledovky, rozvahy a výkazu cash flow. Jedním z prvních kroků k sestavení finančního plánu může být odhadnutí budoucích zisků podniku. Pro tento účel existuje řada metod. Gladiš (2021) uvádí zejména metodu ROE.

5.5.1 Model ROE

Je několik způsobů, jak se dají predikovat zisky společnosti. Profesionálové v této oblasti hojně využívají složité modely s řadou parametrů. Podle Gladiše (2021) je tento postup správný, ale na druhou stranu velmi pracný a nemusí být tak přesný, aby námaha s nimi spojená stála za to.

Oproti tomu model ROE je relativně přesná, rychlá a jednoduchá metoda k odhadu budoucích zisků. Jak název napovídá, hlavní částí je rentabilita vlastního kapitálu. Prvním krokem je parametr ROE určit. Jednou z metod je průměr z minulých let. Dalším krokem je vymezení výplatního poměru dividend, poté predikce budoucího čistého zisku. Ten poté slouží jako základ pro predikci ostatních položek účetních výkazů. Tento model se dá využít u většiny společností, s výjimkou cyklických či začínajících společností. (Gladiš, 2021)

6 ZÁVĚR TEORETICKÉ ČÁSTI

Pro zpracování teoretické části diplomové práce byla použita forma literární rešerše. Na závěr teoretické části je vhodné shrnout její kapitoly, které poskytují nezbytný základ pro porozumění problematice oceňování podniku.

První kapitola se zabývala významem valuace podniku. Byl zde definován podnik, za jakým účelem se provádí ocenění a kde všude je možné oceňování využívat.

Předmětem druhé kapitoly byly základy valuace podniku. Byl vysvětlen pojem hodnota a následně všechny hladiny pro valuaci, které se v oceňovací praxi využívají.

Třetí kapitola zmiňovala faktor rizika a času a jejich důležitost při samotném procesu valuace. Byl také popsán pojem diskontní míra, která je nedílnou součástí projektové části a samotného postupu valuace podniku.

Čtvrtá kapitola se zabývala samotnými metodami oceňování. Byly zde zmíněny majetkové metody, tržní metody a podrobně několik typů výnosových metod, které budou využity v projektové části této diplomové práce.

Na závěr teoretické části byl podrobně popsán postup samotné valuace podniku od sběru dat, přes finanční analýzu, finanční plán až po fundamentální a technickou analýzu.

Zpracováním literární rešerše v teoretické části byla splněna zásada číslo 1.

II. PRAKTICKÁ ČÁST

7 ANALYTICKÁ ČÁST

Součástí analytické části zaměření na nefinanční stránku společnosti. Jedná se o základní představení společnosti a trhu na kterém podniká, dále SWOT analýza, PEST analýza a Porterova analýza pěti sil.

7.1 Představení společnost

Společnost Kofola ČeskoSlovensko a.s. je jedním z lídrů na našem trhu s nealkoholickými nápoji. Pyšní se dlouhou historií a jejich nápoje se staly stálíci v našich domácnostech.

Jedná se o součást skupiny Kofola a mimo tuzemský trh patří na mezi špičku střední a východní Evropy. Mimo široké portfolio vlastních výrobků je Kofola i výhradní distributor některých jiných značek jako například Evian, Rauch nebo Vincentka. (Kofola, 2022)

7.1.1 Základní údaje o společnosti

Společnost Kofola ČeskoSlovensko a.s. ("Společnost") je akciová společnost založená 12. září 2012. Sídlo Společnosti je Nad Porubkou 2278/31a, Ostrava, 708 00, Česká republika a identifikační číslo je 24261980. Společnost je zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Krajským soudem v Ostravě, oddíl B, vložka 10735. Internetové stránky Společnosti jsou <http://www.firma.kofola.cz> a telefonní číslo je +420 595 601 030. LEI: 3157005DO9L5OWHBQ359. (Justice, 2022)

7.1.2 Historie společnosti

Historie Kofoly se datuje až do konce 19. století, kdy v Opavě tehdejší lékárník založil společnost G. Hell a Comp, která se zabývala mimo jiné i cukrovinkami obsahující extrakt ze semen kolovníku. V padesátých letech byl opavský podnik znárodněn a založen národní podnik Galena Opava, který se zaměřoval na výrobu léčiv a tinktur. Na konci padesátých let přišlo do Spojených farmaceutických závodů zadání na výrobu nápoje, který by se stal konkurencí západním kolám. Sem byla později zařazen i podnik Galena Opava. Nový nápoj se na pulty obchodů dostal na začátku 60. let. Jeho obliba raketově stoupla a držela se na výsluní několik desítek let. První úpadek Kofola zaznamenala po sametové revoluci, kdy se zvýšila poptávka po její západní konkurenci.

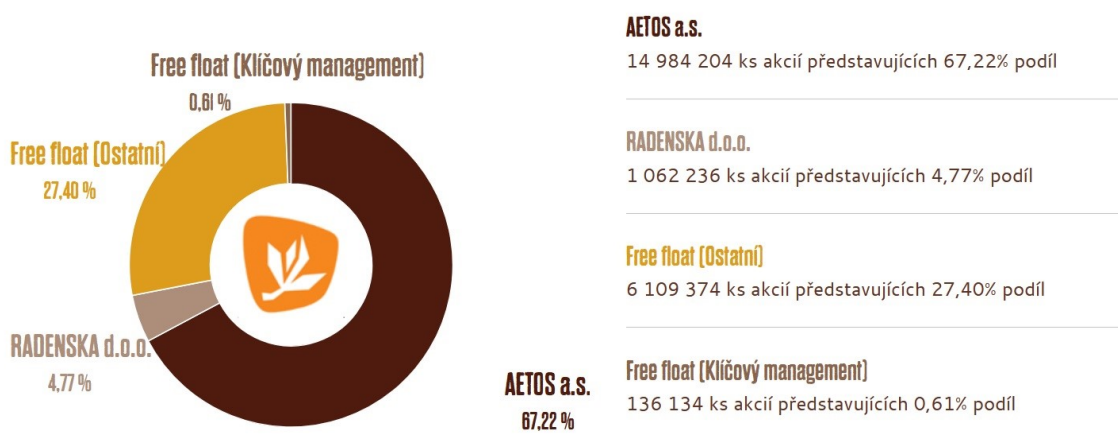
Na přelomu tisíciletí byla založená dceřiná dopravní společnost a společnost dále vstoupila si kategorie sirupů se značkou Jupí. Dále koupila ochranou známku Top Topic, díky níž se

vrátila k tradici nápojů ze šťávy z hroznů. Ve stejném období také společnost začala vyrábět nápoj pro děti s názvem Jupík a expandovali na slovenský trh, kde založili výrobní závod.

V roce 2002 se rodině Saramasů podařilo koupit registrovanou známku a originální recepturu Kofoly. Firma dále rozšiřovala sortiment o nápoje Rájec, Semtex, ovocné šťávy UGO. Po akvizici společnosti Mangaloo v roce 2014 se UGO stalo největším provozovatelem sítě freshbarů. Koncem roku 2015 začala být společnost Kofola obchodována na pražské burze a akcionáři se stali zaměstnanci. V roce 2016 firma expandovala do Chorvatska, kde převzali distribuci PepsiCo a koupili tři nové tradiční značky. V roce 2018 nastaly změny v managementu společnosti, kdy pozici generálního ředitele opustil Jannis Samaras a na jeho místo nastoupil Daniel Buryš. V roce 2020 společnost rozšiřuje své portfolio o tradiční značky minerálních vod, kdy kupuje 100% podíl ve společnostech Karlovarská Korunní a Ondrášovka. (Kofola, 2022)

7.1.3 Organizační struktura

Základní kapitál Kofola ČeskoSlovensko a.s. se skládá z 22 291 948 ks akcií.



Obrázek 1 Vlastnická struktura společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. (Kofola, 2022)

7.2 Strategická analýza

Strategická analýza mapuje nefinanční situaci společnosti. V rámci strategické analýzy je zpracovaná SWOT, PEST a Porterova metoda.

Na rozdíl od SWOT analýzy, která se věnuje zejména vnitřnímu prostředí společnosti, PEST analýza může být všeobecně označena jako strategický audit vlivu makroprostředí.

7.2.1 SWOT analýza

SWOT analýza mapuje vnitřní prostředí společnosti. Dělí se na silné a slabé stránky, dále hrozby a příležitosti společnosti.

Mezi jednu z nejsilnějších stránek společnosti patří dlouhá historie, která sahá až do konce 19. století, a také velmi silná image značky. Současně také firma dlouhodobě pracuje na rozšiřování svého produktového portfolia, díky čemuž si dlouhodobě udržuje svoji tržní pozici. Samozřejmě je také potřeba zmínit špičkové oddělení marketingu, díky kterému spousta jejich kampaní „zlidovělo“ a i po dvou dekadách jsou součástí zejména období Vánoc.

Každá mince má dvě strany, a i společnost Kofola má nějaké slabé stránky. Jedním z hlavních nefinančních bodů je malé zastoupení v oblasti balených vod. Společnost má sice ve svém portfoliu značky jako Rajec, Klášterná Kalcia, Korunní a Ondrášovka, ale lídrem v tomto odvětví je značka Mattoni. Je také potřeba zmínit, že ve vztahu se supermarkety a hypermarkety má společnost slabou vyjednávací sílu. Toto se však týká většiny společností na trhu. Na závěr jeden z finančních ukazatelů upozorňuje na vyšší zadlužení společnosti, které by v náročnějším období mohlo ohrozit finanční stabilitu podniku a současně jeho hodnotu. Tímto tématem se blíže zabývá kapitola o finanční analýze.

Na jaře roku 2021 si nechal Státní zemědělský intervenční fond zpracovat od agentury STEM/MARK průzkum trhu, který se věnoval spotřebitelskému chování při nákupu potravin. Z výsledků vyplynulo, že většina dotazovaných (90 %) klade největší důraz na kvalitu potravin. Zároveň se také prokázalo, že minimálně za poslední tři roky vzrostl zájem o tuzemské výrobky (v roce 2020 55 %, v roce 2021 60 %). Zároveň také podle Potravinové komory roste poptávka po zdravých potravinách. To může být příležitost pro řetězec UGO Salaterie, který je provozovaný společností Kofola ČeskoSlovensko a.s. Příležitostí pro firmu by také mohla být expanze do dalších evropských zemí. Momentálně mají hlavní trh v Česku a na Slovensku. Mimo tyto země však dováží také do Polska, Chorvatska a Slovinska. Poslední významnou příležitostí pro společnost může být také držet krok s rychle se vyvíjející oblastí technologického rozvoje. Společnost se stále snaží nacházet nová, kreativní a zejména ekologická řešení situací. (Akademie kvality, 2022)

Poslední oblastí SWOT analýzy je kategorie hrozeb. Jednou z největších hrozeb společnosti jsou její hlavní konkurenti. Jedná se konkrétně o společnosti Coca Cola a Mattoni. Tyto společnosti jsou nejsilnějšími hráči na trhu s nealkoholickými nápoji. Velkou hrozbou je

taktéž rapidní růst cen vstupních surovin. Dle majitele Jannise Samarase byla společnost v období mezi červnem 2021 a 2022 nucena dvakrát zvýšit ceny svých výrobků. Byznys firmy také z velké části ovlivňuje také ekonomická situace v prostředí, kde podnikají. Byť predikce na následující období jsou zatím velmi hrubé, je velmi pravděpodobné, že rozhodování domácností bude silně ovlivněno vysokou inflací. (Kurzy, 2022)

Silné stránky	Slabé stránky
Image a historie společnosti	Malé zastoupení na trhu balených vod
Široké produktové portfolio	Silná vyjednávací pozice ze strany maloobchodních řetězců
Silná tržní pozice	Vyšší zadlužení
Špičkový marketing	
Příležitosti	Hrozby
Zvyšující se zájem o tuzemské výrobky	Rostoucí zájem o ochranu životního prostředí
Trend zdravého stravování	Silná konkurence
Expanze	Nárůst cen surovin
Technologický rozvoj	Negativní ekonomický výhled v ČR

Obrázek 2 SWOT analýza společnosti (vlastní zpracování)

7.2.2 PEST analýza

Zkratka pro PEST analýzu znamená analýzu makroprostředí společnosti, zejména v oblastech politiky, ekonomie, společnosti a technologií.

Politické a legislativní faktory

Jelikož společnost Kofola podniká na území několika států, je pro ně důležitá mezinárodní legislativa. Zejména je pro společnost klíčové členství v EU, jelikož většina zemí, v rámci kterých podniká, je součástí Evropské unie. Co se týče tuzemské legislativy, mohly by být pro firmu klíčové prezidentské volby v roce 2023.

Konkrétně se společnosti týká zejména nový občanský zákoník, zákoník práce, zákon o obchodních společnostech a družstvech a zákon o živnostenském podnikání. S předmětem podnikání spojený je to potom zákon o potravinách a tabákových výrobcích.

Ekonomické faktory

Ekonomické faktory v současné době silně ovlivňují fungování společnosti. Velkým tématem je vysoká inflace, která ovlivňuje mimo jiné i ceny surovin potřebné k výrobě. S tím související zvyšování úrokových sazeb centrální bankou by mohlo vézt k narušení finanční stability společnosti.

V roce 2022 byl vidět extrémní růst inflace, kdy se během prvního pololetí dostala z 10 na 17 %. Tato situace může negativně ovlivnit ceny vstupů a podle toho by společnost měla upravovat i ceny výstupů. Zároveň spolu se zvyšujícími se cenami za energie v domácnostech nastává před příchodem zimy panika a šetří se kde se dá. Dá se předpokládat, že i společnost Kofola, byť se nejedná o příliš cyklické odvětví, bude zasažena.

Dalším ekonomickým aspektem je zvyšování úrokových sazeb. A přestože bylo již několikrát zmíněno, že společnost je vysoce zadlužená, neustálé zvyšování úrokových sazeb může znamenat velkou zátěž pro jejich finanční stabilitu. Od krize koronaviru, kdy byla nejnižší základní úroková sazba 0,25 procentního bodu se do poloviny roku 2022 vyšplhala až na 7 procentních bodů, kde je Česká národní banka držela i po zbytek roku 2022.

Sociální faktory

V současné době je všudypřítomným tématem udržitelnost a ekologie. Firma si je této problematiky vědoma a aktivně se snaží zavádět určitá opatření, která povedou ke zvýšení udržitelnosti společnosti. V poslední době byl také zaznamenán trend zdravého životního stylu a s tím spojený zvýšený zájem o konzumaci nealkoholických nápojů. Pro společnost to znamená jednoznačně pozitivní zprávu a jejím úkolem je zacílit své nealkoholické nápoje jednotlivým věkovým kategoriím. S tímto úkolem se firma Kofola dokázala vypořádat, kdy v průběhu let vytvořila nápoje pro všechny věkové kategorie, jmenovitě například Jupík, Semtex nebo Rajec. Společnost se také dlouhodobě snaží vytvářet rodinné tradice a hodnoty, kdy si lidé asociují konkrétní nápoj s určitým obdobím nebo událostí.

Technologické faktory

V rámci technologického vývoje společnosti je nutné držet krok se všemi novinkami a inovacemi. Firma tento úkol svědomitě uchopila a pyšní se tím, že pravidelně investuje do vybavení a inovací technologií.

Společnost se aktivně hlásí k ekologickému hnutí a ctí systém RRR, tedy reuse, reduce, recycle. V souvislosti s touto misí firmy zavedli na trhu láhve ze 100 % recyklovaného plastu také vratné skleněné láhve. Společnost uvádí, že prakticky všechny produkty určené pro gastronomii jsou ve vratných obalech a na základě poptávky domácností se rozhodli zavést vratné obaly i v rámci maloobchodu.

7.2.3 Porterova metoda pěti sil

Součástí analýzy mikroprostředí společnosti je Porterova metoda pěti sil. Slouží k analýze konkurenčního prostředí a strategickému řízení. Níže je rozebráno pět klíčových vlivů na konkurenceschopnost společnosti.

Stávající konkurence

Společnost Kofola je na svých největších dvou trzích, tj. v Česku a na Slovensku, jedním z lídrů. Své místo si udržuje mimo jiné díky velmi široké nabídce nápojů, kdy se nespolehá pouze na úspěch jednoho. Zároveň si díky marketingové strategii dokázali získat srdce celého národa, a dokázali vytvořit mocný a silný brand, který se ale snaží nezneužívat, ale naopak díky němu propagují svoje vize a cíle.

Co se týče postavení v gastronomickém odvětví, dlouhou dobu byla Kofola jediným a nejznámějším čepovaným nápojem. V současné době začíná přicházet konkurence ze strany ochucených nealkoholických piv. Stále ale kofola na čepu je jedna z mála jistot dnešní bouřlivé doby.

Nová konkurence

Pro nově vstupující společnosti existují velké bariéry vstupu do odvětví. Jedná se zejména o náročnost na kapitál, který slouží k zavedení výrobní linky, skladů a logistiky. Další překážkou pro vstup do odvětví, kde je pár velkých hráčů je mimo jiné know-how, kdy technologicky a inovačně špičková společnost, jako je Kofola, buduje svoje know-how, a hlavně image, již několik desetiletí.

Trh nealkoholických nápojů se v současné době může zdát přesycený a nově vstupující firma by musela vynaložit enormně vysoké finanční prostředky na reklamu a propagaci. Zároveň samotná vývojová fáze nápoje je velmi zdlouhavý a nákladný proces, který nemusí vždy skončit uvedením produktu na trh.

Vliv odběratelů

Hlavním polem působnosti společnosti Kofola je distribuční kanál HoReKa, jež představuje zkratku pro hotely, restaurace a kavárny. Dále jsou velkým odběratelem sítě supermarketů zastoupené Tescem, Albertem a Billou, dále také velkoobchody jako například Makro. Je samozřejmé, že jinou vyjednávací sílu mají nadnárodní sítě supermarketů a malý podnikatel provozující restauraci na vesnici. Společnost má stanovený program slev pro své odběratele na základě velikosti jejich objednávek. Na druhou stranu je vyjednávací síla odběratelů omezená tím, že domácnosti berou jako samozřejmost dostupnost produktů Kofoly ve všech obchodních a gastronomických zařízeních. Z tohoto důvodu by se dala vyjednávací síla odběratelů označit za spíše velkou. (Ekolist, 2022)

Vliv dodavatelů

Společnost si zakládá na svém portfoliu tuzemských dodavatelů a tento fakt aktivně prezentuje v rámci svého marketingu. Součástí společnosti je i síť výkupen Leros, díky nimž se dostávají k surovinám od ověřených zdrojů. Hrozbou pro společnost může být zdražování vstupních surovin. Jelikož ale společnost podniká v odvětví, které není náročné na speciální typy surovin a společnost Kofola se pyšní velkou vyjednávací schopností, nebyl by problém najít případné nové dodavatele.

Substituční produkty

Trh s nealkoholickými nápoji je velmi náchylný na cenové změny v otázce substituce. Jelikož jednotlivé produkty jednotlivých společností se od sebe tolik neliší, je jedním z největších nástrojů cena. Samozřejmě při tržním rozhodování domácností hraje roli více faktorů, stále v otázce nápojů je nejlákavější nízká cena. Při změně ceny odběratel dlouho neváhá nad přechodem ke konkurenčnímu produktu. Největšími konkurenty Kofoly jsou produkty společnosti Mattoni a Coca Cola. Částečně se mezi ně můžou řadit i privátní značky sítí supermarketů.

7.2.4 Makroekonomická analýza globální situace

Česká národní banka pravidelně zveřejňuje globální ekonomický výhled. V polovině února 2023 byl nejaktuálnější ekonomický výhled z ledna 2023. Zde jsou zmíněny nejdůležitější ekonomické aspekty, které přines nový rok 2023. Do nového roku se bohužel přelil válečný konflikt na Ukrajině, vysoká inflace a napnuté fiskální rozpočty, které ovlivňují většinu zemí. Na druhou stranu je v novém roce pozorována tendence ekonomik zemí EU k větší nezávislosti na ruských surovinových a energetických zdrojích a dále také ústup nemoci COVID-19. Vstup do nového roku se ale pro většinu zemí nesl v duchu vysoké inflace, ekonomické stagnace až mírné recese. Rok 2022 se nesl v duchu velmi přísných měnových opatření a dle odborníků už bylo maximálních hodnot inflace dosaženo, i přestože je stále dlouhá cesta k návratu ke stabilnímu inflačnímu cíli 2 %. Co se týče vývoje cen energetických surovin, vlivem konfliktu na Ukrajině jsou ceny stále vyšší. V letošním roce se však nepředpokládá, že by měl znovu nastat tak dramatický nárůst cen jako se tomu stalo v létě roku 2022. (ČNB, 2023)

Podle České národní banky se krátkodobý ekonomický výhled v eurozóně zlepšil. Její ekonomiku totiž stále omezuje vysoká inflace a přísné podmínky financování, které zapříčinily útlum spotřeby a výroby. Naopak míra nezaměstnanosti se od října 2022 drží na nejnižší úrovni na hodnotě 6,5 %. Pozitivní ohlas domácností byl zaznamenán v souvislosti s vládními opatřeními, které měly zmírnit dopady vysokých cen energií. ECB v aktuální prognóze očekává nepatrný hospodářský růst ve výši 0,5 %. Míra inflace stále zůstává vysoká i přes jestřábí měnovou politiku Evropské centrální banky. Na posledním jednání zvýšila úrokovou sazbu o 50 b. b. na 2,5 %. A dále se rozhodla, že bude rapidně snižovat svoje portfolio. Očekává se další navyšování úrokových sazeb a pozvolný pokles inflace.

Co se týče ekonomiky Spojených států amerických, do nového roku vstupuje s vysokou inflací, neklesající spotřebou domácností a napjatým trhem práce. Podle nového výhledu se očekává růst HDP v roce 2023 pouze o 0,3 %. Oproti prognózám z loňského roku je však tato situace optimističtější, jelikož ještě do prosince očekávali analytici recesi. Jako většina světa, i USA se potýká s vyšší inflací. Ta v prosinci dosáhla meziročního růstu o 6,5 %. Na to FED zareagoval dalším zvýšením úrokových sazeb až na hodnoty 4,25 – 4,5 %. Podle očekávání by v roce 2023 měly dosáhnout až 5 %. Také se nepočítá s jejich snižováním. (ČNB, 2023)

7.2.5 Makroekonomická analýza ČR

Makroekonomické predikce pro Českou republiku zpracovává Ministerstvo financí. Ta nejaktuálnější byla pro leden 2023. Zde je popsáno, že České republice se nevyhnul žádný z již zmíněných problémů. Na základě analýzy Ministerstvo financí uvádí, že ve 3. čtvrtletí meziročně vzrost reálný hrubý domácí produkt o 1,6 %. Naopak spotřeba domácností se propadla ve 3. čtvrtletí o 5,5 %. To zapříčinil mimo jiné pokles reálného disponibilního důchodu, ale také nárůst míry úspor. Dále se spotřeba v sektoru vládních institucí snížila o 1,5 % i přes pokračující růst zaměstnanosti veřejného sektoru. I přestože v první polovině roku 2022 ekonomika rostla, v druhé polovině roku a začátkem roku 2023 se očekává mírná recese. I přesto se ale HDP za rok 2022 zvýšilo o 2,3 %. Hlavními důvody tohoto růstu byly investice do fixního kapitálu a zesílená akumulace zásob. V roce 2023 se potom odhaduje pokles HDP o 0,5 %. I v letošním roce bude domácnosti sužovat inflace, reálná spotřeba by se tedy měla snížit. (MF ČR, 2023)

Navzdory mírné recesi by se na trhu práce měla projevovat nerovnováha způsobená nedostatkem pracovníků. Z průměrné míry nezaměstnanosti v roce 2022, která dosáhla 2,4 %, se v letošním roce očekává nárůst na 3,2 %. Očekává se také nátlak na růst mezd, ten ale bude stále zaostávat za inflací. Průměrná reálná mzda by tedy po propadu v roce 2022 měla nadále klesat. (MF ČR, 2023)

Běžný účet platební bilance vykazoval za 3. čtvrtletí 2022 schodek ve výši 5,3 % HDP. V něm se projevuje zejména zhoršení bilance zboží vlivem vysokých cen energetických surovin. Další negativní dopad má i historicky nejvyšší odliv dividend v rámci prvotních důchodů. K negativnímu saldu bilance zboží dopomohlo zejména zpomalování hospodářského růstu v zahraničí, pokles exportních zakázek a růst cen výrobních vstupů i energií. Odhaduje se tedy, že na konci roku 2022 schodek běžného účtu dosáhl výše 5,8 % HDP. Očekává se však v roce 2023 snížení na 3,6 % HDP vlivem zmírnění cenových tlaků v průmyslu a energetice. (MF ČR, 2023)

Společnost Deloitte k tomu dále dodává, že očekává pokles HDP o 1,1 %, který způsobí snížení spotřeby domácností. Naopak míru nezaměstnanosti pro rok 2023 očekává ve výši 2,3 %, měla by tedy stagnovat. Dále také očekává růst průměrné mzdy o 4,6 %, vlivem inflace by však reálná mzda měla klesnout o 3,7 %. Neočekává také v průběhu roku 2023 návrat k inflačnímu cíli 2 %, ale průměrnou inflaci kolem hodnoty 8,5 %. (Deloitte, 2023)

Tabulka 1 Hlavní makroekonomické indikátory (zdroj: ČNB, ČSÚ, Eurostat, U. S. Energy Information Administration, MF ČR)

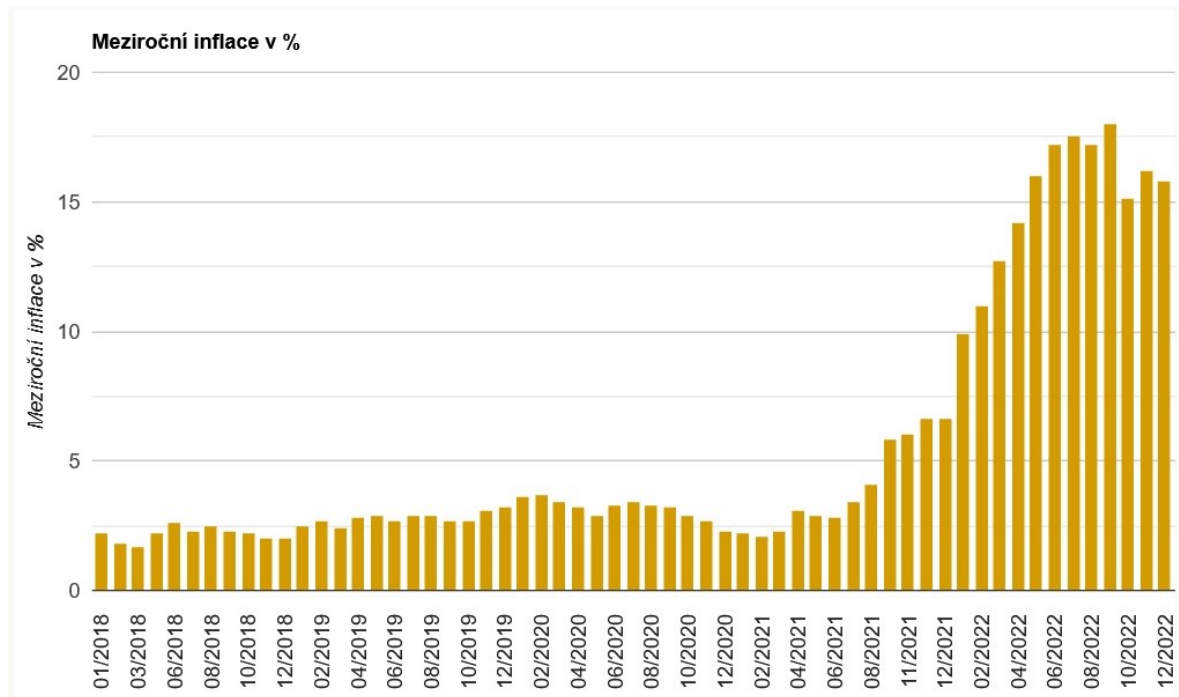
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2022	2023
								Aktuální predikce	Minulá predikce	
Nominální hrubý domácí produkt	<i>mld. Kč, b.c.</i>	5 111	5 411	5 791	5 709	6 109	6 749	7 308	6 674	7 092
	<i>růst v % b.c.</i>	6,5	5,9	7,0	-1,4	7,0	10,5	8,3	9,3	6,3
Reálný hrubý domácí produkt	<i>růst v % s.c.</i>	5,2	3,2	3,0	-5,5	3,6	2,3	-0,5	2,4	-0,2
Spotřeba domácností	<i>růst v % s.c.</i>	4,0	3,5	2,7	-7,2	4,1	-0,7	-2,2	0,2	-0,8
Spotřeba vládních institucí	<i>růst v % s.c.</i>	1,8	3,9	2,5	4,2	1,4	0,8	1,5	1,2	1,7
Tvorba hrubého fixního kapitálu	<i>růst v % s.c.</i>	4,9	10,0	5,9	-6,0	0,8	5,4	1,8	5,1	1,5
Příspěvek čistých vývozů krůstu HDP	<i>p.b., s.c.</i>	1,2	-1,2	0,0	-0,4	-3,6	0,2	0,9	0,0	0,8
Příspěvek změny zásob k růstu HDP	<i>p.b., s.c.</i>	0,5	-0,5	-0,3	-0,9	4,8	0,8	-1,2	0,7	-1,4
Deflátor HDP	<i>růst v %</i>	1,3	2,6	3,9	4,3	3,3	8,0	8,8	6,7	6,5
Míra inflace spotřebitelských cen	<i>průměr v %</i>	2,5	2,1	2,8	3,2	3,8	15,1	10,4	15,0	9,5
Zaměstnanost (VŠPS)	<i>růst v %</i>	1,6	1,4	0,2	-1,3	-0,4	-0,8	-0,4	-0,9	-0,1
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	<i>průměr v %</i>	2,9	2,2	2,0	2,6	2,8	2,4	3,2	2,5	3,1
Objem mezd a platů (dom. koncept)	<i>růst v % b.c.</i>	9,2	9,6	7,8	0,1	5,9	9,3	6,7	10,0	7,4
Saldo běžného účtu	<i>% HDP</i>	1,5	0,4	0,3	2,0	-0,8	-5,8	-3,6	-5,4	-5,3
Saldo sektoru vládních institucí	<i>% HDP</i>	1,5	0,9	0,3	-5,8	-5,1	-3,6	-4,2	-4,6	-4,3
Předpoklady:										
Měnový kurz CZK/EUR		26,3	25,6	25,7	26,4	25,6	24,6	24,2	24,6	24,5
Dlouhodobé úrokové sazby	<i>% p.a.</i>	1,0	2,0	1,5	1,1	1,9	4,3	4,6	4,5	5,2
Ropa Brent	<i>USD/barel</i>	54	71	64	42	71	101	81	102	83
HDP eurozóny	<i>růst v % s.c.</i>	2,8	1,8	1,6	-6,3	5,3	3,3	0,4	3,3	0,3

7.2.6 Analýza monetární politiky

Aktuální prognóza ČNB pro zimu 2023 je sestavena z dat dostupných k 20.1.2023. Poslední dva roky se nesou v duchu vysoké inflace a striktních opatření ze strany České národní banky, která má na starosti monetární politiku státu. Z grafu níže je vidět nárůst inflace od ledna 2018 do prosince 2022. Zatím nejvyšší meziroční míra inflace byla zaznamenána v září 2022 ve výši 18 %. Ta se do konce roku mírně snižovala, ale v lednu 2023 opět dosáhla meziroční úrovně ve výši 17,5 %. Jedním z hlavních důvodů nárůstu lednové inflace je podle ČNB skončení úsporného tarifu a přechod na vládou stanovený cenový strop pro silovou elektřinu. Růst cen potravin zůstává stále rychlý. Ceny pohonných hmot se však v lednu meziročně snížily díky vývoji cen na trhu s ropou a posilujícímu kurzu koruny.

Podle prognózy na rok 2023 se očekává prudký pokles a v druhé polovině roku by inflace mohla klesnout na jednociferné číslo. Na počátku roku 2024 se poté očekává snížení celkové

i měnověpolitické inflace k 2% cíli ČNB. To má zapříčinit přísná měnová politika. (ČNB, 2023)



Obrázek 3 Meziroční vývoj inflace v % (Zdroj: kurzy.cz, 2023)

Situaci vysoké inflace se rozhodla Česká národní banka řešit prudkým zvyšováním úrokových sazeb. Během působení bývalého guvernéra ČNB Jiřího Rusnoka se základní úroková sazba zvyšovala při každém zasedání bankovní rady alespoň o 50 procentních bodů. Toto navyšování trvalo od roku 2021 do června 2022, kdy na posledním zasedání bankovní rady v čele s Jiřím Rusnokem byla základní úroková sazba zvýšena z 5,75 % na 7,00 %. K 1. červenci 2022 byl jmenován Aleš Michl novým guvernérem České národní banky. Ten však zastává politiku nízkých úrokových sazeb, a proto na dalších zasedáních bankovní rady zůstala základní úroková sazba na stejné úrovni. Podle České bankovní asociace se v letošním roce očekává mírný pokles základní úrokové sazby. Na konci roku 2023 se očekává hodnota 6 %, pro rok 2024 potom hodnota 3,75 %. (ČBA, 2023)

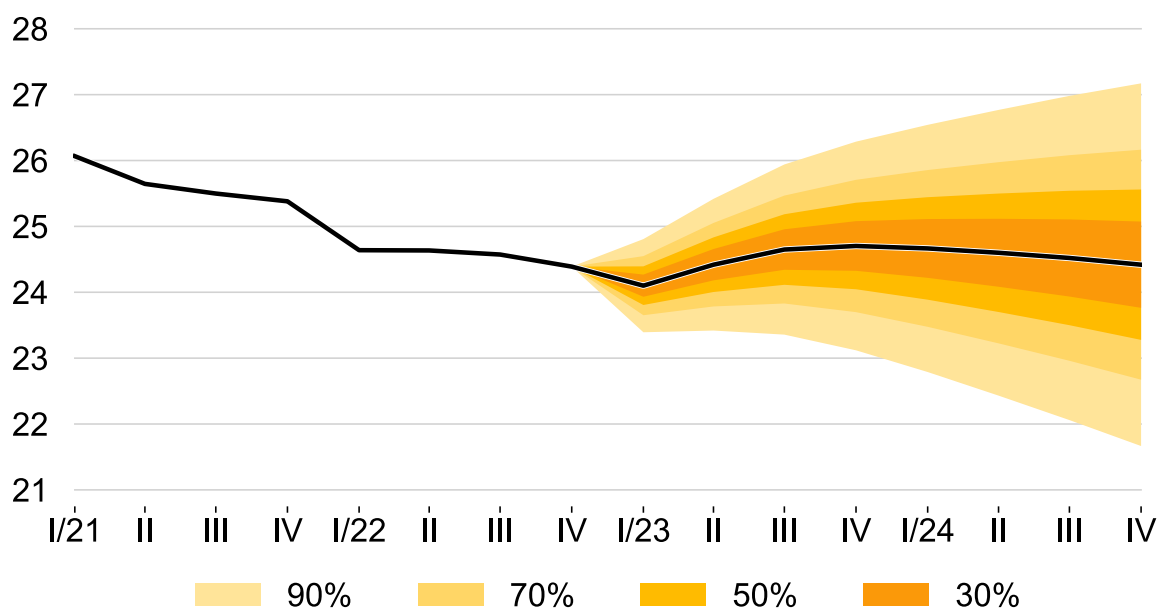


Obrázek 4 Vývoj základních úrokových sazeb ČNB (vlastní zpracování)

V druhé polovině roku bylo zaznamenáno posilování koruny. Začátkem roku však koruna překvapila, kdy posílila pod hranici 24 Kč za euro. Na základě tohoto vývoje prognóza pro rok 2023 očekává další posilování, ale neudrží se dlouhodobě pod hodnotou 24 korun za euro. Aktuální posilování koruny bylo zapříčiněno několika faktory. V první řadě to může být optimistická nálada na finančních trzích, dále atraktivní úrokový diferenciál, který navíc podporuje vyjádření ČNB, že nenechá korunu oslabit. Kurz koruny však může ovlivnit výrazný deficit platební bilance a možný nárůst cen energií v druhé polovině roku 2023. Prognóza kurzu koruny je kolem hodnoty 24,5 Kč za euro, v odhadu je však poměrně velký rozptyl. (ČBA, 2023)

Tabulka 2 Prognóza monetární politiky (zdroj: ČNB, 2023)

	2022	2023	2024
Celková inflace (%)	15,1	10,8	2,1
Měnověpolitická inflace (%)	14,6	10,6	2,1
Úrokové sazby 3M PRIBOR (%)	6,3	7,0	4,8
Měnový kurz (CZK/EUR)	24,6	24,5	24,6



Obrázek 5 Měnový kurz CZK/EUR (zdroj: ČNB, 2023)

S monetární politikou úzce souvisí i trh s nemovitostmi. Zejména situace vysokých úrokových sazeb negativně ovlivňuje situaci na trhu. Dle dat České bankovní asociace v lednu 2023 poklesl objem poskytnutých hypotečních úvěrů meziměsíčně o 16 %. Leden a únor jsou obecně slabší měsíce, meziroční pokles poskytnutých hypoték byl v lednu 80 %. Co se týče počtu nově poskytnutých hypoték, bylo dosaženo nejnižších hodnot od roku 2014. Zároveň v druhé polovině roku 2022 začalo docházet k poklesu cen nemovitostí. Konkrétní pokles je však v každém kraji jiný. V Praze například klesly ceny nemovitostí oproti maximu pouze o 1 %, v Libereckém kraji potom pokles činil 13 %, podobné hodnoty vykazuje i Karlovarský a Moravskoslezský kraj. Dle přepočtů ČBA vlivem vysokých úrokových sazeb splátka hypotečního úvěru ve výši 3 milionů vzrostla zhruba o 6 tisíc měsíčně a v závislosti na délce splatnosti atakuje hranici 20 tisíc korun. (ČBA, 2023)

7.2.7 Mikroekonomická analýza

Hlavním cílem mikroekonomické analýzy je analýza finančních a nefinančních dat. Finanční data budou zanalyzována v rámci finanční analýzy. Tato data jsou získána primárně z výkazů zveřejňovaných ve výroční zprávě.

V rámci makroekonomické analýzy je důležitý zejména počet akcií společnosti a vývoj jejich cen na burze. Společnost Kofola ČeskoSlovensko a.s. se obchoduje na regulovaném trhu, v segmentu Prime Market. Sem spadají nejvýznamnější akcie na české burze cenných

papírů Praha. V březnu 2023 společnost vykazuje 22 291 948 kusů akcií s tržní kapitalizací 5 617,57 mil. Kč. IPO společnosti proběhlo v říjnu 2015.

Tabulka 3 Základní údaje o akciích Kofola ČeskoSlovensko a.s. (vlastní zpracování, PSE, 2023)

Trh	Regulovaný trh
Tržní segment	Prime Market
Typ cenného papíru	Akcie
Ticker Bloomberg	KOFOL CP Equity
Ticker Reuters	KOFOL.PR
Ticker Xetra	KOFOL
Počet cenných papírů	22 291 948 ks
Tržní kapitalizace	5 617,57 mil CZK

Na obrázku níže je shrnutí tržních fundamentů společnosti. Hodnota tržní kapitalizace je k začátku roku, proto je odlišná od hodnoty zveřejněné burzou cenných papírů Praha. Ukazatel P/E je poblíž hodnoty 23. Společnost také vyplácí dividendy. Momentální výše dividend je 11,30 Kč za akcii, došlo ke snížení z hodnoty 13,50 Kč z důvodu nestabilní makroekonomické situace. Společnost však plánuje její opětovné navýšení. Průměrná cílová cena se momentálně odhaduje na 337 Kč. Cena akcie k 6. 3. 2023 byla 250 Kč. Čistý zisk na akcii je ve výši 11,16 Kč. Ve zveřejňovaných fundamentech není uvedený koeficient Beta, proto je nutný její odhad.

Tabulka 4 Fundamenty společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. (vlastní zpracování, Patria, 2023)

Tržní kapitalizace	5 639,86 mil CZK
P/E	22,67 CZK
Zisk na akcii (EPS)	11,16 CZK
Dividenda	11,30 CZK
Den výplaty dividendy	7.11.2022
Ex-dividenda den	29.9.2022
Průměrná cílová cena	337 CZK

7.3 Finanční analýza

Součástí následující kapitoly je finanční analýza ročních výkazů společnosti za roky 2016 až 2021. Tato analýza je nutná pro podrobné zjištění finanční situace firmy a následné vytvoření plánovaných výkazů a stanovení hodnoty.

7.3.1 Stručná analýza odvětví

Pro srovnání vybraných ukazatelů společnosti byla zpracovaná stručná analýza poměrových ukazatelů odvětví z dat, která zveřejňuje Ministerstvo průmyslu a obchodu. Data jsou z odvětví CZ-NACE 11 – výroba nápojů. Jelikož data za rok 2021 nebyly dostupné, analýza poměrových ukazatelů je zpracovaná v letech 2016 – 2020. Interpretace hodnot uvedených v tabulce níže je zpracovaná spolu s interpretací poměrových ukazatelů společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. v příslušných kapitolách.

Tabulka 5 Analýza poměrových ukazatelů v odvětví (Zdroj: MPO, 2023)

	2016	2017	2018	2019	2020
ROS	11%	13%	10%	15%	13%
ROA	7,5%	9%	7,5%	11,1%	8,7%
ROE	10,2%	12,7%	10,3%	14,5%	12,8%
Běžná likvidita	1,1	1,15	1,25	1,18	1,01
Pohotová likvidita	0,75	0,78	0,83	0,81	0,72
Hotovostní likvidita	0,25	0,21	0,27	0,22	0,18
Obrat celkových aktiv	0,67	0,70	0,75	0,73	0,66
obrat kr. pohledávek	5,71	5,27	6,36	5,16	4,02
obrat kr. závazků	2,73	2,91	3,24	2,89	2,08
doba obratu kr. pohl.	63,07	68,25	56,56	69,73	89,53
doba obratu kr. závazků	131,9	123,8	111,2	124,4	173,3
celková zadluženost	52%	53%	52%	44%	49%
míra zadluženosti	108%	113%	109%	78%	95%
dl. CZ/dl. kapitál	0,35	0,36	0,36	0,23	0,23
VK/dl. A	0,68	0,68	0,70	0,83	0,78
dl. zdroje/dl. A	0,36	0,39	0,40	0,25	0,24
úrokové krytí z EBIT	5,60	6,62	5,25	8,44	14,78
Z-skóre	1,51	1,58	1,61	1,92	1,58

7.3.2 Horizontální a vertikální analýza aktiv

Tabulka 6 Horizontální analýza aktiv společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. (Zdroj: Kofola, 2022)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Aktiva celkem	8019883	6578868	6563030	6916438	7537249	7235598
Dlouhodobý majetek	4915863	4786195	4348833	4393998	5683537	5306289
Zásoby	4915863	494508	496103	485313	519192	641234
Pohledávky	1081680	994155	1095035	1247034	783420	866810
Peněžní prostředky	1421014	289594	619300	774495	543889	391517

U společnosti lze pozorovat stabilní růst aktiv s výjimkami v letech 2017 a 2021. Pokles o téměř 20 % v roce 2017 byl zapříčiněn zejména snížením hotovosti, která byla použita dle

výroční zprávy na snížení závazků k úvěrovým společnostem, úhradu kapitálových investic, výplatu dividend a také odkup vlastních akcií. Naopak zvýšení celkových aktiv, zejména v oblasti dlouhodobého majetku bylo výsledkem akvizice dceřiných společností, kdy došlo k pořízení pozemků, budov a zařízení. Společnost si do roku 2019 také držela stabilní hladinu zásob. Tato situace se s rokem 2020 změnila kdy došlo k navýšení zásob a poté v roce 2021 znovu. Z hodnot lze také vypočítat, že firma dokázala v roce 2020 a 2021 snížit hodnotu svých pohledávek a během roku 2020 dokonce o cca 35 %.

Tabulka 7 Vertikální analýza aktiv (vlastní zpracování)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Aktiva celkem	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Dlouhodobý majetek	61,3%	72,8%	66,3%	63,5%	75,4%	73,3%
Zásoby	6,1%	7,5%	7,6%	7,0%	6,9%	8,9%
Pohledávky	13,5%	15,1%	16,7%	18,0%	10,4%	12,0%
Peněžní prostředky	17,7%	4,4%	9,4%	11,2%	7,2%	5,4%

Z vertikální analýzy aktiv je zřejmé, že společnost si drží téměř tři čtvrtiny celkových aktiv v dlouhodobém majetku. V průběhu zkoumaných let společnost zvyšovala svůj poměr dlouhodobého majetku vůči celkovým aktivům zejména již zmíněnou akvizicí dceřiných společností, a tedy nabytí pozemků budov a zařízení. Podíl zásob vůči celkové hodnotě aktiv se během sledovaného období zvýšil z 6 na 9 %. Podíl peněžních prostředků se naopak snížil z necelých 18 na 5 %.

7.3.3 Horizontální a vertikální analýza pasiv

Tabulka 8 Horizontální analýza pasiv (zdroj: Kofola, 2022)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Pasiva celkem	8019883	6578868	6563030	6916438	7537249	7235598
Celkový vlastní kapitál	2739468	1973986	1475246	1513550	1307192	1296959
Základní kapitál	2229500	2229500	1114597	1114597	1114597	1114597
Celkové závazky	5280415	4604882	5087784	5402888	6230057	5938639
Krátkodobé závazky	3700058	2749230	2473925	2560385	2236789	2502673
Dlouhodobé závazky	1580357	1855652	2613859	2842503	3993268	3435966

Jak již bylo zmíněno u aktiv, u pasiv je taktéž znatelný nárůst s výjimkou let 2017 a 2021. Velmi zajímavý je pokles vlastního kapitálu v průběhu let, zejména snížení základního kapitálu na polovinu v roce 2018. Jednalo se o zrušení cca 3000 ks vlastních akcií a snížení jmenovité hodnoty zbylých akcií ze 100 Kč na 50 Kč. Celkové závazky se drží na poměrně stabilní hodnotě. Avšak struktura krátkodobých a dlouhodobých závazků se mění, kdy část krátkodobých závazků byla v roce 2017 splacena, a naopak dlouhodobé závazky se v průběhu let zvýšily o jednu tolik. Nárůst v roce 2018 byl způsoben zejména vydanými dluhopisy, novými akvizicemi a ostatními výdaji.

Tabulka 9 Vertikální analýza pasiv (vlastní zpracování)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Pasiva celkem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Celkový vlastní kapitál	34,2%	30,0%	22,5%	21,9%	17,3%	17,9%
Základní kapitál	27,8%	33,9%	17,0%	16,1%	14,8%	15,4%
Celkové závazky	65,8%	70,0%	77,5%	78,1%	82,7%	82,1%
Krátkodobé závazky	46,1%	41,8%	37,7%	37,0%	29,7%	34,6%
Dlouhodobé závazky	19,7%	28,2%	39,8%	41,1%	53,0%	47,5%

Jak již bylo zmíněno v horizontální analýza pasiv, společnost v průběhu sledovaného období zaznamenala pokles vlastního kapitálu a základního kapitálu na polovinu. Podíl celkových závazků vzrostl do roku 2021 na 82 %, z čehož tedy vychází, že společnost má 18 % vlastního majetku a 82 % cizích zdrojů. Jedná se o velmi agresivní finanční strukturu majetku, která může být velmi riziková. Z tabulky je také zřejmé, že v průběhu let se změnila poměry krátkodobých a dlouhodobých závazků. V roce 2016 převládaly krátkodobé závazky vůči dlouhodobým, naopak v roce 2021 převyšuje poměr dlouhodobých závazků ty krátkodobé.

7.3.4 Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Tabulka 10 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty (zdroj: Kofola, 2022)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby z prodeje výrobků	6998960	6963278	6159179	6409467	6171455	6636218
Náklady na prodej výrobků	4210496	4134081	3303698	3344886	3349540	3710224
Hrubý zisk	2788464	2829197	2855481	3064581	2821915	2925994
Náklady na distribuci	1910997	2094727	1926870	2090502	2041718	2033550
Ostatní provozní náklady	56267	62114	43961	56249	101943	46284
Provozní zisk	263897	291722	517284	539761	293133	535410
Odpisy	523003	565228	567332	565927	632480	618213
EBITDA	786900	856950	1084616	1105688	925613	1153623
Zisk	83400	152195	339244	252695	65799	240491

Z horizontální analýzy výkazu zisku a ztráty je vidět, že podnik si tržby z prodeje drží na jednotné hladině. Co je však zajímavé, že společnosti se podařilo snížit náklady na prodej výrobků. Z výsledků je vidět, že pandemie, která ovlivňovala roky 2020 a 2021 se do tržeb

téměř nepropsala. Je sice vidět propad čistého zisku v roce 2020, ale v roce 2021 se společnost dokázala dostat zpět na předcovidová čísla.

V době zpracování této práce nejsou k dispozici data za rok 2022, pouze základní ukazatele tržeb a zisku, které společnost zveřejnila v půlce února 2023. Z předběžných údajů narostly tržby společnosti o 18,7 % na 7,88 ml. Kč. To je způsobeno několika fázovým zdražováním konečných cen produktů z důvodu nárůstu vstupních cen materiálu a energie. Zisk před odpise EBITDA dosáhl 1,1 mld Kč, takže je na stejné úrovni jako v roce 2021. V roce 2023 management odhaduje růst tržeb o 12 %.

Tabulka 11 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty (vlastní zpracování)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby z prodeje výrobků	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Náklady na prodej výrobků	60,2%	59,4%	53,6%	52,2%	54,3%	55,9%
Hrubý zisk	39,8%	40,6%	46,4%	47,8%	45,7%	44,1%
Náklady na distribuci	27,3%	30,1%	31,3%	32,6%	33,1%	30,6%
Ostatní provozní náklady	0,8%	0,9%	0,7%	0,9%	1,7%	0,7%
Provozní zisk	3,8%	4,2%	8,4%	8,4%	4,7%	8,1%
Odpisy	7,5%	8,1%	9,2%	8,8%	10,2%	9,3%
EBITDA	11,2%	12,3%	17,6%	17,3%	15,0%	17,4%
Zisk	1,2%	2,2%	5,5%	3,9%	1,1%	3,6%

Co se týče vertikální analýzy, je zřejmé, že více než polovina hodnoty tržeb je vynaložena na náklady na prodej výrobků. Téměř třetinu tržeb potom tvoří náklady na distribuci a zanedbatelné procento ostatní náklady. Odpisy jsou potom mezi 8 a 10 % z tržeb. Hodnoty čistého zisku se pak pohybují kolem 1 až 5 %, kdy roky 2018, 2019 a 2021 byly na čistý zisk příznivé.

7.3.5 Ukazatele rentability

Tabulka 12 Analýza ukazatelů rentability (vlastní zpracování)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Rentabilita tržeb – ROS	3,8%	4,2%	8,4%	8,4%	4,7%	8,1%
Rentabilita celkového kapitálu – ROA	3,3%	4,4%	7,9%	7,8%	3,9%	7,4%
Rentabilita úplatného kapitálu – ROCE	6,1%	7,6%	12,7%	12,4%	5,5%	11,3%
Rentabilita vlastního kapitálu – ROE	3,0%	7,7%	23,0%	16,7%	5,0%	18,5%

Rentabilita se též vysvětluje jako ziskovost vloženého kapitálu. Měří schopnost společnosti dosahovat zisku za použití vloženého kapitálu. V čitateli je vždy vybraná varianta zisku, ve jmenovateli potom položka rozvahy, jejíž ziskovost se počítá.

Prvním ukazatelem je rentabilita tržeb (return on sales – ROS). Tato hodnota se nejčastěji porovnává s výsledky v odvětví. Co se týče zvoleného časového horizontu, firma do roku 2018 zvyšovala svoji ziskovost tržeb a od té doby si ji až na odchylku v roce 2020 drží na hodnotě kolem 8 %. V odvětví se rentabilita tržeb drží těsně nad 10 %. Nejlepší hodnoty byly zaznamenány v roce 2019 před pandemií koronaviru.

Druhý typ rentability popisuje ziskovost celkového kapitálu (return on assets – ROA). U rentability celkového kapitálu je vidět stejný trend jako u rentability tržeb, a to růst do roku 2018, propad v roce 2020 a následná stabilizace v roce 2021 na původní hodnoty. Ziskovost celkového kapitálu je v odvětví také lepší než u společnosti Kofola. Ta začala dosahovat průměrných výsledků od roku 2018, poté v roce 2021.

Nejzajímavější hodnoty jsou u rentability vlastního kapitálu (return on ekvity – ROE). Zde nastal obrovský skok v roce 2018, kdy společnost zvýšila svoje zadlužení, čímž se snížil vlastní kapitál a zároveň zdvojnásobila svůj čistý zisk. V roce 2019 a 2021 dochází ke stabilizaci hodnot, kdežto v roce 2020 je opět vidět prudký propad způsobený poklesem tržeb o přibližně 75 %. Rentabilita vlastního kapitálu je jediný ukazatel ziskovosti, kde je společnost lepší než odvětví. Po změnách v kapitálové struktuře v roce 2018 prudce převýšila odvětví a kromě roku 2020 se výsledky drží nad odvětvím.

7.3.6 Ukazatele likvidity

Tabulka 13 Analýza ukazatelů likvidity (vlastní zpracování)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Běžná	0,84	0,65	0,90	0,99	0,83	0,77
Pohotová	0,68	0,47	0,69	0,79	0,59	0,50
Hotovostní	0,38	0,11	0,25	0,30	0,24	0,16

Ukazatele likvidity znázorňují, zda je společnost schopna splácet svoje krátkodobé závazky. V jednoduchosti poměřují položky rozvahy, kterými je možné závazky zaplatit s tím, co je potřeba splatit. Základní ukazatele likvidity využívají položky oběžných aktiv a krátkodobých závazků.

Ukazatel běžné likvidity znázorňuje podíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými závazky. Doporučená hodnota tohoto ukazatele je v rozmezí 1,5-2,5. Z výsledků je zřejmé, že společnost se nedostala ani přes hodnotu 1, což by znamenalo, že oběžná aktiva se rovnají krátkodobým závazkům. Znamená to tedy, že krátkodobé závazky jsou vyšší než celková oběžná aktiva. Co se týče odvětví, to také nesplňuje doporučené hodnoty. Je tedy možné předpokládat, že v oblasti výroby nápojů není běžné dosahování doporučených hodnot.

Ukazatel pohotové likvidity bere v čitateli v potaz krátkodobé pohledávky, krátkodobý finanční majetek a peněžní prostředky. Doporučená hodnota pohotové likvidity je 1-1,5. Z výsledků společnosti Kofola je opět jasně vidět, že je silně pod doporučenými hodnotami. Z odvětví je také vidět, že se drží těsně pod doporučenými hodnotami. Oproti společnosti jsou v odvětví hodnoty vyšší, ale nejedná se o nic extrémního.

Posledním typem likvidity je hotovostní likvidita, která bere v potaz pouze finanční majetek a peněžní prostředky. Doporučené hodnoty jsou 0,2 až 0,5. Toto je jediný ukazatel likvidity, kde se společnost až na výjimky v roce 2017 a 2021 pohybuje v doporučených hodnotách. Naopak hodnoty vyšší než 0,5 mohou svědčit o neefektivním využívání finančních prostředků. Obecně nejlepší rok, co se ukazatelů likvidity týče, je rok 2019. Během následujících let se firma potýkala s následky pandemie koronaviru COVID-19. V odvětví se v průběhu sledovaného období hodnoty držely kolem 0,2. Jsou tedy v rozmezí doporučených hodnot a nejsou znatelné dramatičtější výkyvy, jako například u firmy.

7.3.7 Ukazatele aktivity

Tabulka 14 Analýza ukazatelů aktivity (vlastní zpracování)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Obrat celkových aktiv	0,87	1,06	0,94	0,93	0,82	0,92
Obrat krátkodobých pohledávek	6,47	7,00	5,62	5,14	7,88	7,66
Obrat krátkodobých závazků	1,89	2,53	2,49	2,50	2,76	2,65
Doba obratu krátkodobých pohledávek	55,64	51,40	64,00	70,04	45,70	47,02
Doba obratu krátkodobých závazků	91,52	84,32	98,65	84,08	77,05	88,56

Ukazatele aktivity jsou ideální k tomu, aby se dalo zjistit, zda podnik využívá svoje zdroje efektivně. Vyjadřují se v počtech obratu, případně v době obratu.

Obrat celkových aktiv se počítá jako podíl tržeb a aktiv. V odborné literatuře se udává, že čím vyšší číslo, tím lépe a zároveň minimální doporučená hodnota je 1. Samozřejmě existují výjimky pro určitá odvětví. Společnost se ve sledovaném období blíží k 1, naopak odvětví se pohybuje kolem hodnoty 0,7. Výroba nápojů je technologicky a finančně náročná a podniky musí vlastnit a spravovat speciální výrobní linky. V tomto případě, i přestože hodnoty společnosti kofola nejsou jedničkou, je vidět velký náskok oproti odvětví.

Co se týče obratu krátkodobých pohledávek, společnost má opět příznivější výsledky oproti odvětví. U obratu krátkodobých závazků se drží na podobných hodnotách. Nejdůležitějším porovnáním je doba obratu pohledávek a závazků. Je žádoucí, aby doba obratu pohledávek byla kratší než doba obratu závazků, aby společnost měla prostředky na splacení svých závazků. V tomto případě není pochyb o tom, že by toto doporučení společnost nesplňovala, navíc má kratší doby obratu oproti odvětví.

7.3.8 Ukazatele zadluženosti

Tabulka 15 Analýza ukazatelů zadluženosti (vlastní zpracování)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Celková zadluženost	66%	70%	78%	78%	83%	82%
Míra zadluženosti	1,93	2,33	3,45	3,57	4,77	4,58
Dlouhodobé CZ/dlouhodobý kapitál	0,366	0,485	0,639	0,653	0,753	0,726
Vlastní kapitál/dlouhodobý majetek	0,557	0,412	0,339	0,344	0,230	0,244
Dlouhodobé zdroje/dlouhodobý majetek	0,32	0,39	0,60	0,65	0,70	0,65
Úrokové krytí z EBIT	2,52	2,69	4,98	3,67	2,43	3,13

Z analýzy zadluženosti a prvního poměrového ukazatele, tedy celkové zadluženosti je jasné vidět, že v průběhu sledovaného období společnost navýšila svoje zadlužení o cca 15 %. Doporučená hodnota, na které se shodují autoři odborné literatury se pohybuje mezi 30 – 60 %. Hlavní výhodou vyšší zadluženosti může být využívání daňového štítu. V tomto případě ale zadluženost okolo 80 % je velmi riziková a riskantní pro investory. Hodnoty celkové zadluženosti v odvětví se pohybují kolem 50 %. Jsou tedy v doporučených hodnotách.

Co se týče míry zadluženosti, je také jasné zřejmé, že cizí kapitál je několikanásobně vyšší než vlastní a zároveň po dobu sledovaného období rapidně roste. Doporučené hodnoty jsou okolo 1, hodnoty vyšší než 1,5 značí vysokou zadluženost. Odvětví hodnoty kolem 1 splňují, podnik ale svoji míru zadluženosti zvyšuje a je silně nad doporučenou hodnotou.

Co se týče podílu dlouhodobých cizích zdrojů a dlouhodobého kapitálu Společnost si kolem let 2016 a 2017 držela stejné hodnoty jako odvětví. Později se však hodnoty společnosti zvyšují a v odvětví naopak snižují. Další ukazatel poměru vlastního kapitálu a dlouhodobého majetku znázorňuje, jak velká část dlouhodobých aktiv je krytá vlastním kapitálem. Odvětví se drží kolem hodnot 0,7-0,8, na druhou stranu společnost začínala v roce 2016 na hodnotách kolem 0,5 a postupem času se tento poměr snížil až na hodnoty kolem 0,2. Znamená to tedy,

že většina dlouhodobých aktiv je pokryta cizím kapitálem. Podíl dlouhodobých zdrojů a dlouhodobého majetku se vyvíjí ve stejném trendu jako dlouhodobé cizí zdroje ku dlouhodobému kapitálu jak u společnosti, tak v odvětví. Posledním ukazatelem je úrokové krytí. Ten ukazuje, kolikrát je EBIT vyšší než nákladové úroky. Nejnižší doporučená hodnota je 3, některé zdroje udávají dokonce 2. Ideální hodnota je kolem 7. Z vypočtených hodnot je vidět, že společnost se v průběhu let pohybuje právě kolem hodnot 2 a 3. V roce 2018 dosáhla nejlepších výsledků, a to hodnoty kolem 5. Oproti tomu v odvětví nejvyšší hodnoty na 5 začínají a v průběhu období rostou.

7.3.9 Altmanova analýza

Tabulka 16 Altmanova analýza (vlastní zpracování)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ČPK/A	-0,07	-0,15	-0,04	-0,01	-0,05	-0,08
Nerozdělený zisk/aktiva	0,03	0,02	-0,04	0,05	0,02	0,02
EBIT/A	0,03	0,04	0,08	0,08	0,04	0,07
VK/CZ	0,52	0,43	0,29	0,28	0,21	0,22
V/A	0,87	1,06	0,94	0,93	0,82	0,92
Z-skóre	1,24	1,31	1,27	1,42	1,04	1,22

Altmanova analýza je rychlý a jednoduchý souhrnný ukazatel. Díky němu je možné z jednoho čísla posoudit celkové finanční zdraví podniku a zda je společnost náchylná k bankrotu. Za kritickou hodnotu se v odborné literatuře považují hodnoty menší než 1,8. Společnosti, jejichž Z-skóre je nižší než 1,8 jsou silně ohrožené bankrotem. Z výsledků společnosti je vidět, že její výsledky jsou značně pod hodnotou 1,8, což by mohlo naznačovat finanční problémy do budoucna.

Co se týče odvětví, tam se hodnota Z-skóre pohybuje kolem 1,5, v roce 2019 vyskočila k hodnotě 1,9. Z těchto výsledků se dá odvodit, že celé odvětví by mohlo být náchylné k bankrotu, přesto výsledky společnosti jsou znatelně horší než v odvětví.

7.3.10 Závěr finanční analýzy

Společnost Kofola ČeskoSlovensko a.s. z dlouhodobého pohledu dokáže tvořit zisk a umí překonat i nelehká období poslední doby, které započalo pandemií koronaviru COVID-19 a pokračovalo prudkými nárůsty cen vstupních materiálů a energií. Firma v těchto situacích dokáže včas jednat a přizpůsobit svůj finanční plán aktuální situaci. Svoje finanční úspěchy pak společnost financuje zejména cizími zdroji jak ve formě závazků z obchodních vztahů, tak dlouhodobými úvěry potřebnými k expanzi a investic do technologií.

Společnost během sledovaného období provedla akvizici nových značek a expanzi do zahraničí, což se promítlo na tržbách. V Česku a na Slovensku má společnost silnou základnu poptávky a může si tedy dovolit i riskantnější kroky, jako bylo například zavedení linky s označením cirkulka, která stáčí do vratných skleněných lahví.

Všechny poměrové ukazatele byly porovnány s hodnotami v odvětví a je potřeba zmínit, že ukazatele rentability jsou oproti odvětví průměrné a ukazatele likvidity jsou spíše slabé. Běžná a pohotová likvidita se nachází silně pod doporučenými hodnotami, i přestože v odvětví jsou hodnoty též podprůměrné. K doporučeným hodnotám se blížila pouze hotovostní likvidita. Co se táče ukazatelů aktivity, firma má velmi příznivé hodnoty zejména v oblasti doby obratu pohledávek a závazků. Podnik má kratší dobu obratu pohledávek před závazky, a tudíž nemá problémy s likviditou.

Velmi důležité jsou však ukazatele zadluženosti. V průběhu let podnik zvyšoval svoje zadlužení až na velmi rizikovou úroveň. Na druhou stranu ukazatel úrokového krytí popisuje, že společnost nemá problém s placením nákladových úroků ze zisku. Znamená to taky, že společnost by si mohla dovolit další bankovní úvěry.

Posledním ukazatelem byla Altmanova analýza, která zjišťovala, jestli má firma sklon k bankrotu. Výsledky nedopadly nejlépe, to může být způsobeno vysokým podílem cizích zdrojů a také množstvím akvizic, které společnost v průběhu posledních pár let uzavřela. Zároveň také má společnost politiku nízkých oběžných aktiv, zejména zásob. Jelikož skupina disponuje i vlastní dopravou, je na místě, že tuto položku udržuje na nižší úrovni.

8 PROJEKTOVÁ ČÁST

Projektová část se již zabývá samotným odhadem hodnoty společnosti na základě analýz zpracovaných v praktické části. Pro určení metody budou použity vybrané metody podrobněji popsané v následujících kapitolách.

8.1 Predikce finančních plánů

Tato kapitola se zabývá predikcí budoucích ekonomických dat společnosti, které slouží jako klíčové vstupy pro konkrétní odhad hodnoty společnosti. Základem pro odhad těchto hodnot je model ROE.

8.1.1 Model ROE

Základem modelu ROE je odhadnutí rentability vlastního kapitálu. V tomto případě se dá použít i upravená podoba pracující s průměrným vlastním kapitálem ROAE. Dle Gladiše (2019), se jedná o lehce sestavitelný model užitečný v oblasti investování.

Hodnoty modelu ROE jsou zobrazeny v tabulce níže. Prvním krokem je odhadnutí budoucí hodnoty ROE. Je vhodné vycházet z nejaktuálnějších hodnot, zejména proto, že podnik v budoucnu očekává podobné hodnoty. Hodnota ROE pro všechny predikované roky byla stanovena na 18,5 %.

Dalším bodem je odhadnutí výplatního poměru dividend společnosti. Ten se vypočítá jako poměr čistého zisku a hodnoty vyplacených dividend. Výplatní poměr z poslední dostupné účetní závěrky za rok 2021 byl 120 %. Z důvodu nestabilní situace na energetickém trhu však společnost snížila výplatu dividend z původních 13,5 Kč na akcii na 11,4 Kč na akcii. To se samozřejmě promítlo v plánu vyplácení dividend. Pro stanovení budoucího výplatního poměru bylo bráno v potaz, že výplatní poměr nad 100 % není dlouhodobě udržitelný. Společnost Kofola však chce zachovat vysoký poměr vyplácení dividend, případně co nejdříve to bude možné, vrátit hodnotu dividendy zpět na 13,5 Kč na akcii. Z toho důvodu byl stanoven výplatní poměr dividend pro predikované roky 2022 až 2026 na 97 %.

Predikce pro rok 2022 začíná položkou průměrného vlastního kapitálu. V první řadě muselo dojít ke snížení vlastního kapitálu o rozdíl mezi čistým ziskem a vyplacenými dividendami, jelikož výplatní poměr byl nad 100 %. Pro dopočítání čistého zisku predikovaného období se vychází ze stanovené hodnoty ROAE, tedy 18,5 %. Za pomoci výpočtu $VK \cdot ROAE$ byla stanovena hodnota čistého zisku. Z této hodnoty potom za pomoci hodnoty výplatního

poměru byla stanovena výše výplaty dividend. Stejný postup výpočtu byl poté aplikován i v následujících predikovaných letech.

Na závěr bylo stanovené očekávané tempo růstu dividend ve výši 1,006 %, který bude později použit jako parametr g.

Tabulka 17 Model ROE (vlastní zpracování)

MODEL ROE	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EAT	83400	152195	339244	252695	65799	240491	231630	232919	234214	235517	236827
průměrný vlastní kapitál	2739468	1973986	1475246	1513550	1307192	1296959	1249355	1256304	1263291	1270318	1277383
ROAE	3,04%	7,71%	23,00%	16,70%	5,03%	18,54%	18,50%	18,50%	18,50%	18,50%	18,50%
Průměrné ROAE	18,50%										
Výplatní poměr	97%										
Vyplacené dividendy	156051	311857	345789	285901	275039	288095	224682	225931	227188	228451	229722
Tempo růstu dividend (g)	1,006%										

8.1.2 Plán výkazu zisku a ztráty

Pro zpracování valuace podniku je nutná predikce budoucích účetních výkazů. Vytváření plánů začíná položkou zisku po zdanění ve výkazu zisku a ztráty, který byl odhadnut již v modelu ROE. Dá se tedy říct, že výkazy se tvoří od konce. V následujících bodech je vysvětleno, jak byly odhadnuty následující položky výkazu zisku a ztráty.

- Sazba daně z příjmu pro právnické osoby je v současné době 19 %. Momentálně se nejedná o jejím navyšování. Je však možné, že z důvodu vysokého zadlužení státu by se mohla daňová sazba pro právnické osoby zvýšit.
- Tržby společnosti byly v roce 2022 stanoveny s nárůstem 19 %. Jedná se o oficiální údaj z předběžných výsledků za rok 2022 zveřejněných v únoru 2023. Nárůst tržeb byl pro následující roky stanoven ve výši 10 %, jelikož podnik v budoucnu očekává velmi dynamický růst tržeb způsobený zejména fúzemi, akvizicemi a investicemi do nových produktů a technologií.

- Růst nákladů vynaložených na prodej výrobků se očekává ve stejné rovině jako růst tržeb. Je pravděpodobné, že bude patrný nárůst mezd a nákladů na energie. Zároveň si ale společnost zakládá na efektivitě těchto výdajů.
- Náklady na distribuci byly plánovány s navýšením o 8 % ročně. Momentálně je období, kdy všechny náklady prudce rostou a dopad to bude mít na několik následujících let. Společnost Kofola už má sice vytvořenou velmi silnou značku, zároveň však nastavila velmi vysoký standard zejména v oblasti reklamy, který musí neustále udržovat, což je patrné v nákladech.
- Růst administrativních nákladů byl již stanoven na 5 %. Tento nárůst je zejména v souvislosti s expanzí do ciziny a pravděpodobným rozšiřováním firmy, což s sebou nese samozřejmě nárůst i administrativních nákladů, zejména v oblasti informačních technologií.
- Ostatní provozní náklady již byly stanoveny s nárůstem pouze 2 %, tedy v souladu s inflačním cílem ČNB.
- Výše odpisů byla následně stanovena na základě predikovaného majetku, z kterého byly vypočteny odpisy ve výši 14 %, což je medián minulých období.
- Finanční náklady potom byly stanoveny ve výši 5 % z predikovaných krátkodobých a dlouhodobých bankovních úvěrů a půjček, což opět odpovídá mediánu minulých sledovaných období.

Tabulka 18 Plán výkazu zisku a ztráty (Vlastní zpracování)

Plán výkazu zisku a ztráty	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Tržby z prodeje	6 998 960	6 963 278	6 159 179	6 409 467	6 171 455	6 636 218	7 897 099	8 686 809	9 555 490	10 511 039	11 562 143
náklady vynaložené	4 210 496	4 134 081	3 303 698	3 344 886	3 349 540	3 710 224	4 415 167	4 944 987	5 538 385	6 202 991	6 947 350
hrubý zisk	2 788 464	2 829 197	2 855 481	3 064 581	2 821 915	2 925 994	3 481 933	3 741 823	4 017 105	4 308 048	4 614 793
náklady na distribuci	1 910 997	2 094 727	1 926 870	2 090 502	2 041 718	2 033 550	2 440 260	2 635 481	2 846 319	3 074 025	3 319 947
administrativní	444 957	395 783	436 407	453 819	425 653	466 400	559 680	587 664	617 047	647 900	680 295
ostatní provozní	56 267	62 114	43 961	56 249	101 943	46 284	55 541	56 652	57 785	58 940	60 119
provozní zisk	263 897	291 722	517 284	539 761	293 133	535 410	426 452	462 026	495 954	527 183	554 433
odpisy	523 003	565 228	567 332	565 927	632 480	618 213	660 272	666 875	673 544	680 279	687 082
EBITDA	786 900	856 950	1 084 616	1 105 688	925 613	1 153 623	1 102 512	1 128 901	1 169 498	1 207 463	1 241 515
Finanční náklady	104 911	108 391	103 905	147 083	120 606	170 893	174 584	176 982	179 424	181 910	184 442
Daň z příjmu	87 000	114 689	84 400	146 053	125 899	124 653	124 724	125 418	126 115	126 817	127 522
Zisk po zdanění EAT	83 400	152 195	339 244	252 695	65 799	240 491	231 630	232 919	234 214	235 517	236 827

8.1.3 Plán rozvahy

Tato kapitola se zaměřuje na predikci položek rozvahy společnosti, konkrétně aktiv, vlastního kapitálu a cizích zdrojů.

Prvním krokem jsou hodnoty vlastního kapitálu, které je možné doplnit z modelu ROE. Položka nerozděleného zisku ne navyšuje vždy o rozdíl mezi čistým ziskem a vyplacenými dividendami. Konkrétně tedy jelikož stanovený výplatní poměr je 97 %, každý rok se nerozdělený zisk minulých let navýší o 3 % z čistého zisku. Základní kapitál, emisní ážio a vlastní kapitál připadající nekontrolním podílům se v následujících letech odhaduje v konstantní výši. Ostatní kapitálové fondy a vlastní akcie jsou nastaveny s mírným růstem v rozmezí jednotek procent. Nárůst rezerv je poté nastaven na stabilní 2% růst.

Co se týče závazků, společnost by ráda snížila svůj podíl čistého dluhu k ukazateli EBITDA pod 3 %. To bylo jedno z hlavních kritérií tvorby finančního plánu společnosti. Není tedy očekávaný žádný prudký nárůst závazků k finančním institucím ani leasingu. Zároveň však společnost usiluje o udržení dominantní pozice na československém trhu a posílení tržní pozice v zahraničí. To vyžaduje neustálé investice do technologií a vývoje, což s sebou nese kapitálovou zátěž. Závazky z obchodních vztahů jsem následně stanoveny s nárůstem 5 % z důvodu zvyšování cen, ale také díky dobrému jménu společnosti. Závazky z daně z příjmu jsou vypočítány klouzavým průměrem z minulých let.

Na straně aktiv je vhodné začít položkou pohledávek z obchodních vztahů. Jelikož je tato položka rozvahy úzce spojena s tržbami, byl stanoven růst ve stejné výši jako růst tržeb. Co se týče dlouhodobých aktiv, společnost klade důraz na inovace, což značí nárůst na dlouhodobých aktivech. Zároveň zůstala zachována vertikální struktura dlouhodobých aktiv, konkrétně 60 % z dlouhodobých aktiv tvoří pozemky, budovy a zařízení, 12 % goodwill a 28 % nehmotný majetek. Ostatní pohledávky a odložená daňová pohledávka byla stanovena klouzavým průměrem z minulých let. Co se týče peněžních prostředků, byl stanoven mírný pokles zejména z toho důvodu, že společnost nechce zvyšovat svoje zadlužení, musí tedy peněžními prostředky splácet část závazků, zároveň však musí zůstat zachována bezpečná likvidita.

Tabulka 19 Plán aktiv (Vlastní zpracování)

Plánovaná aktiva v	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
dlouhodobá aktiva	4 915 863	4 786 195	4 348 833	4 393 998	5 683 537	5 306 289	5 359 352	5 412 945	5 467 075	5 521 746	5 576 963
pozemky, budovy a	3 442 624	3 384 892	2 959 954	3 127 018	3 448 570	3 221 419	3 215 611	3 247 767	3 280 245	3 313 047	3 346 178
goodwill	86 302	86 302	93 467	105 506	647 019	648 093	643 122	649 553	656 049	662 609	669 236
nehmotný majetek	1 164 092	1 090 190	1 054 524	956 832	1 339 224	1 249 419	1 500 619	1 515 625	1 530 781	1 546 089	1 561 550
investice do											
přidružených	67 782	70 260	66 894	0	0	0	0	0	0	0	0
ostatní pohledávky	51 142	70 703	118 959	163 518	208 651	160 058	128 839	141 788	153 635	159 415	158 731
ostatní aktiva	2 440	2 317	2 261	2 236	0	0	0	0	0	0	0
odložená daňová	101 481	81 531	52 774	38 888	40 073	27 304	57 009	49 596	44 274	42 857	43 519
Oběžná aktiva	3 104 020	1 792 672	2 214 197	2 522 440	1 853 712	1 929 309	1 917 408	2 127 218	2 118 835	2 368 282	2 396 751
zásoby	4 915 863	494 508	496 103	485 313	519 192	641 234	545 152	673 296	572 409	706 960	601 030
pohledávky z											
obchodních vztahů a	1 081 680	994 155	1 095 035	1 247 034	783 420	866 810	970 827	1 067 910	1 174 701	1 292 171	1 421 388
pohledávky z daně z	4 171	14 416	3 759	15 598	7 211	29 748	21 658	17 634	14 398	22 543	24 260
peněžní prostředky	1 421 014	289 594	619 300	774 495	543 889	391 517	379 771	368 378	357 327	346 607	350 073
Celkem	8 019 883	6 578 868	6 563 030	6 916 438	7 537 249	7 235 598	7 276 760	7 540 163	7 585 910	7 890 027	7 973 714

Tabulka 20 Plán pasiv (vlastní zpracování)

Pasiva	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Vlastní kapitál	2 739 468	1 973 986	1 475 246	1 513 550	1 307 192	1 296 959	1 249 355	1 256 304	1 263 291	1 270 318	1 277 383
základní kapitál	2 229 500	2 229 500	1 114 597	1 114 597	1 114 597	1 114 597	1 114 597	1 114 597	1 114 597	1 114 597	1 114 597
ážio a											
reorganizační	-1 962 871	-1 962 871	-1 962 871	-1 962 871	-1 962 871	-1 962 871	-1 962 871	-1 962 871	-1 962 871	-1 962 871	-1 962 871
kapitálové											
fondy											
ostatní	2 075 994	2 048 985	2 438 776	2 463 337	2 449 921	2 533 344	2 512 219	2 511 215	2 509 935	2 508 446	2 506 695
kapitálové											
fondy											
fondy z											
přepočtů cizí	165 925	37 030	28 954	33 011	60 067	-730	21 640	23 804	26 184	28 803	31 683
měny											
vlastní akcie	-915	-491 565	-490 208	-490 164	-490 151	-477 333	-478 463	-479 593	-480 723	-481 853	-482 983
nerozdělený	228 939	116 591	-264 177	372 120	166 828	129 457	81 853	88 802	95 789	102 816	109 881
zisk											
Vlastní kapitál											
případající	2 896	-3 684	-8 156	-16 480	-31 199	-39 505	-39 620	-39 620	-39 620	-39 620	-39 620
nekontrolním											
podílům											
Dlouhodobé	1 580 357	1 855 652	2 613 859	2 842 503	3 993 268	3 435 966	3 407 536	3 548 712	3 464 473	3 637 837	3 588 347
závazky											
bankovní úvěry	880 318	1 480 488	2 308 429	2 229 162	3 252 207	2 783 697	2 839 371	2 867 765	2 896 442	2 925 407	2 954 661
a půjčky											
závazky z	167 295	112 876	88 288	314 396	322 372	301 924	310 982	320 311	329 921	339 818	350 013
leasingu											
rezervy	27 002	85 483	34 063	37 600	41 315	40 241	41 046	41 867	42 704	43 558	44 429
jiné závazky	15 925	0	28 480	70 408	91 390	16 631	51 727	57 539	54 322	45 055	21 564
odložený	162 745	176 814	154 609	190 937	285 984	293 473	164 410	261 230	141 084	283 999	217 680
daňový závazek											
krátkodobé	3 700 058	2 749 230	2 473 925	2 560 385	2 236 789	2 502 673	2 619 870	2 735 148	2 858 146	2 981 873	3 107 983
závazky											
bankovní úvěry	1 672 723	682 025	605 295	783 800	685 157	633 307	652 306	671 875	692 032	712 793	734 176
a půjčky											
závazky z	58 603	57 573	47 490	105 395	132 422	125 239	126 491	127 756	129 034	130 324	131 627
leasingu											
závazky z	1 779 351	1 630 999	1 697 724	1 496 952	1 320 878	1 632 590	1 714 220	1 799 930	1 889 927	1 984 423	2 083 645
obchodních											
vztahů a jiné											
závazky											
závazky z daně	17 562	5 300	38 936	59 420	31 467	19 859	28 757	30 623	34 844	34 162	29 952
z příjmů											
rezervy	157 235	40 820	84 480	114 818	66 865	91 678	98 095	104 962	112 309	120 171	128 583
závazky celkem	5 280 415	4 604 882	5 087 784	5 402 888	6 230 057	5 938 639	6 027 406	6 283 859	6 322 618	6 619 710	6 696 330
Celkem	8 019 883	6 578 868	6 563 030	6 916 438	7 537 249	7 235 598	7 276 760	7 540 163	7 585 910	7 890 027	7 973 714

8.1.4 Plán cash flow

Pro valuaci společnosti a výpočet modelu DCF Equity je nutné vyjádřit volné cash flow. Prvním krokem pro výpočet volného cash flow je zisk po zdanění, k němu se poté přičtou odpisy z plánovaného výkazu zisku a ztráty. Co se týče investiční činnosti, společnost ve své výroční zprávě udává, že chce své investice držet ve výši 35 % z ukazatele EBITDA. Po sečtení všech hodnot vyjde volné cash flow pro vlastníky, které bude základem pro následující výpočet valuačního modelu DCF Equity pro společnost Kofola ČeskoSlovensko a.s.

Tabulka 21 Výpočet volného cash flow (vlastní zpracování)

Plánované cash flow v tis. Kč	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EAT	231630	232919	234214	235517	236827
Odpisy	660272	666875	673544	680279	687082
Investiční činnosti	385879	395115	409324	422612	434530
FCF pro vlastníky	506023	504678	498434	493184	489379

8.2 valuační metody

Pro valuaci společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. byly stanoveny dva valuační modely, a to DCF Equity a DDM model. Oba modely byly vysvětleny již v teoretické části. Pro použití valuačních modelů je nutné vyčíslit koeficient Beta a následně diskontní míru, které jsou nedílnou součástí modelů.

8.2.1 Výpočet koeficientu BETA

Koeficient Beta je nezbytná součást odhadu hodnoty společnosti. Jelikož pro firmu Kofola ČeskoSlovensko a.s. není veřejně dostupná hodnota Beta, je nutné provést její odhad. V oceňovací praxi existuje řada způsobů, zde je použitý výpočet Beta na základě Porterova modelu. Na základě kvalifikace rizikovosti jednotlivých kritérií Porterovy analýzy blíže popsané v strategické analýze. Čím vyšší bodové ohodnocení, tím vyšší je riziko v jednotlivé kategorii. Nejvyšší riziko bylo identifikované u vyjednávací síly odběratelů. Naopak velmi nízké riziko je v případě vstupu nové konkurence na trh, jelikož se jedná o přesycený trh, kde se společnost Kofola řadí na nejvyšší příčky. Zbylé dva parametry byly označeny s nízkým rizikem.

Tabulka 22 Odhad koeficientu Beta pomocí Porterovy analýzy (vlastní zpracování)

Beta Porter	1	2	3	4	5
rizikovost	velmi nízká	nízká	průměrná	vysoká	velmi vysoká
vliv odběratelů				3	
vliv dodavatelů		2			
nová konkurence	1				
substituční produkty		2			
Beta = (součet hodnot/4)*0,5	1,00				

Na základě přiřazených bodů se vypočítá průměr, který se poté vynásobí 0,5. Výsledek 1 je možné označit za koeficient Beta vybrané společnosti. Je však nutné zmínit, že tato metoda stanovení hodnoty Beta může být silně zkreslena subjektivním pohledem oceňovatele. Z toho důvodu byl proveden vážený průměr hodnot z Porterovy analýzy a koeficientu Beta dostupného ze stránek profesora Damodarana. Jelikož Beta získaná ze stránek profesora Damodarana je podložena podrobnějším výzkumem, byla této hodnotě přiřazena váha 2. Vážený průměr obou hodnot tedy vyšel 0,77. Na základě podrobné analýzy Refinitivu (2023) byla stanovena regresní Beta pro společnost Kofola ČeskoSlovensko a.s. ve výši 0,7. To je v souladu s výsledky odhadu Beta v této práci.

Tabulka 23 Vážený průměr koeficientů Beta (vlastní zpracování)

koeficient Beta	hodnota	váha
Beta Porterova analýza		1
Beta Damodaran	0,66	2
vážený průměr	0,77	

8.2.2 Diskontní míra

Na vyčíslení koeficientu Beta navazuje vyjádření diskontní míry. Pro ten bude použit model CAPM, který byl již zmiňovaný v teoretické části.

$$E(ri) = rf + \beta_i * [E(rm) - rf]$$

rf – bezriziková míra

rm – očekávaný výnos portfólia

β_i – koeficient Beta

Jednotlivé části modelu CAPM byly stanoveny následovně:

- Koeficient Beta – vypočtena v předchozí kapitole pomocí Porterovy analýzy a dat profesora Damodarana ve výši 0,77
- Očekávaný výnos tržního portfolia lze zjistit ze stránek společnosti S&P (Standart & Poor, 2023). Hodnota této výnosnosti je pro Českou republiku stanovena ve výši 5,20 %.
- Bezrizikovou úrokovou míru lze zjistit z aktuální výnosnosti 10Y letých státních dluhopisů. Ke dni 28.2. 2023 je jejich výnosnost 4,61 %. (kurzy.cz)

$$E(r_i) = 4,61 + 0,77 * [(5,20 - 4,61)]$$

Na základě dosazení do modelu CAPM vyšla diskontní míra ve výši 5,06 %.

8.2.3 Model FCF Equity

Hlavním konceptem modelu FCF Equity je diskontování volných peněžních toků na současnou hodnotu za pomoci diskontní míry vyjádřené v minulé kapitole. Tento postup je společný pro všechny valuační modely a jeho obecný vzorec je zobrazen níže.

$$DCF = \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

8.2.4 Dvoufázový propočet FCF Equity

Pro potřeby valuace společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. je nutné využít takzvaný dvoufázový propočet modelu FCF Equity. Hodnota DFCFE jsou diskontované volné cash flow pro vlastníky podniku. Ostatní parametry byly již vysvětleny u jiných výpočtů. Za parametr g , tedy očekávaný růst do nekonečna, byla dosažena hodnota očekávaného růstu dividend.

$$\text{Hodnota vlastního kapitálu podniku} = \frac{DFCFE_t}{(1+r_e)^t} + \frac{DFCFE_{n+1}}{r_e - g_n} * (1+r_e)^{-n}$$

Vstupní parametry:

- DFCFE – diskontované volné peněžní toky pro vlastníky
- Očekávaný růst do nekonečna = 1,006 %
- Diskontní míra = 5,06 %

Hodnota podniku pomocí výpočtu FCF Equity je dána součtem diskontovaných hodnot volných peněžních toků pro vlastníky. Predikce hodnoty je rozdělena na dvě části, z čehož první je součet diskontovaných peněžních toků za predikované období 2022 – 2026. Druhá fáze znázorňuje období do nekonečna, kde se počítá s hodnotou posledního roku, tedy 2026 a očekávaným růstem.

Tabulka 24 Model diskontovaného FCF Equity (vlastní zpracování)

model FCF Equity	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	perpetuita
EAT	231 630	232 919	234 214	235 517	236 827	
Odpisy	660 272	666 875	673 544	680 279	687 082	
Investiční činnosti	385 879	395 115	409 324	422 612	434 530	
FCF pro vlastníky	506 023	504 678	498 434	493 184	489 379	489 379
Diskontované FCF pro vlastníky	481 652	457 235	429 828	404 818	382 347	9 526 238
celková hodnota společnosti	11 682 118 949					
vnitřní hodnota akcie	524,05					

Odhadnutá hodnota společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. je 11 682 118 949 CZK. Společnost emitovala 22 291 948 ks akcií s nominální hodnotou 50 Kč.

Zjištěná hodnota společnosti se následně podělí počtem emitovaných akcií, díky čemuž byla odhadnutá vnitřní hodnota na akcii ve výši 524,05 CZK.

Jelikož se jedná o odhadovanou hodnotu, je potřeba výsledek brát s rezervou. V následující kapitole je proveden výpočet pomocí dividendového modelu.

8.2.5 Dividendový model DDM

Tento model je velmi podobný již zmiňovanému model FCF Equity. Na rozdíl od tohoto modelu, je však v model DDM diskontovaná částka vyplácených dividend.

8.2.6 Dvoufázový model DDM

Pomocí modelu DDM bude proveden druhý odhad hodnoty vlastního kapitálu společnosti. Za parametr DDM byly dosaženy diskontované výplaty dividend. Zbylé parametry jsou stejné jako v modelu DCF Equity.

$$\text{Hodnota vlastního kapitálu podniku} = \frac{DDM_t}{(1+r_e)^t} + \frac{DDM_{n+1}}{r_e - g_n} * (1+r_e)^{-n}$$

Tento výpočet vychází z modelu ROE, kde byly predikované jednotlivé dividendové platby pro roky 2022 – 2026. Tyto hodnoty je nutné převést na současnou hodnotu diskontní mírou z modelu CAPM. Pro druhou část výpočtu se opět použije hodnota z posledního predikovaného roku, tedy 2026.

Tabulka 25 Model DDM (vlastní zpracování)

Model DDM	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	perpetuita
EAT	231 630	232 919	234 214	235 517	236 827	
Průměrný vlastní kapitál	1 249 355	1 256 304	1 263 291	1 270 318	1 277 383	
Vyplácené dividendy	224 682	225 931	227 188	228 451	229 722	229 722
Diskontované dividendy	213 860	215 050	216 246	217 449	218 658	5 608 054
Celková hodnota společnosti	6 689 315 888					
Vnitřní hodnota akcie	300,1					

Na základě modelu DDM je odhadnutá hodnota společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. 6 689 315 888 CZK. Společnost emitovala 22 291 948 ks akcií s nominální hodnotou 50 Kč. Zjištěná hodnota společnosti se následně podělí počtem emitovaných akcií, díky čemuž byla odhadnutá vnitřní hodnota na akcii vypočtena ve výši 300,1 CZK.

Výsledek tohoto modelu je pouze odhad, který bude následně zohledněn v konečném stanovení očekávané hodnoty vybraného podniku. Dividendový diskontní model lze považovat za přesnější, proto mu bude v závěru přiřazena větší váha.

Stanovení výsledné hodnoty společnosti

Na základě vyčíslení hodnoty podniku pomocí obou modelů je možné provést úpravu, která vede k určení celkové hodnotě společnosti. Jelikož podle Foerster a Sappa (2005) se dá model DDM považovat za přesnější, bude mu přiřazena vyšší váha. Naopak modelu FCF Equity bude přiřazena váha nižší.

Tabulka 26 Stanovení hodnoty podniku (vlastní zpracování)

Stanovení hodnoty podniku	Váha	Hodnota	Jednotky
Model FCF Equity	1	11 682 119	tis. CZK
Model DDM	3	6 689 316	tis. CZK
Celková hodnota		7 937 517	tis. CZK
Počet akcií		22 291 948	ks
Vnitřní cena akcie		356	CZK

Pomocí váženého průměru byla zjištěna hodnota z obou modelů. Subjektivní hodnota společnost Kofola ČeskoSlovensko a.s. se tedy dá vyčíslit na 7 937 517 tisíc korun. Při přepočtu na jednu akcii je poté vnitřní hodnota 356 CZK.

8.3 Budoucí vývoj a jeho predikce

Predikce budoucího vývoje společnosti bude zpracována pro dlouhodobý horizont určená výhradně pro dlouhodobé investory.

Tato kapitola vychází z výsledků kapitol již zmíněných v práci, zejména ze SWOT analýzy, Porterovy analýzy, dále finanční a fundamentální analýzy a predikovaných finančních výsledků podniku.

8.3.1 Predikce vývoje společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s.

Na základě poznatků z teoretické části a výsledků dosažených v praktické a projektové části je možné odhadnout budoucí vývoj společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s.

Jedná se o podnik s dlouhou historií, což vyvolává důvěru ve stakeholderech a následně i shareholderech. Za dobu své existence si společnost vybudovala silnou značku a stala se lídrem na Československém trhu a následně expandovala v rámci střední a východní Evropy. Společnost se neustále snaží rozšiřovat svoje portfolio, aby získala dominantní pozici nejen na trhu sycených ochucených nápojů, ale také minerálních vod, ovocných šťáv a nově také v oblasti výroby cideru.

Z výsledků SWOT analýzy vyšlo, že společnost má silné zázemí díky dlouho historii společnosti a značce, kterou během svého působení vybudovala. Dále se podnik pyšní širokým portfoliem produktů, které se snaží neustále rozšiřovat. Během své historie si také získala velmi silné postavení na silně konkurenčním českém a slovenském trhu s nealkoholickými nápoji. Na závěr se společnost pyšní špičkovým managementem, který dělá vše pro úspěch firmy.

Mezi slabé stránky však patří primárně malé zastoupení v segmentu balených vod. Společnost se pyšní zastoupením několika značek balených vod, za lídrem trhu však neustále zaostává. Další slabou stránkou je slabá vyjednávací pozice vůči odběratelům, zejména větším supermarketovým a hypermarketovým řetězcům. Tato slabá stránka je však společná pro řadu potravinářských společností.

Mezi příležitosti společnosti patří zvyšující se zájem o tuzemské výrobky a trend zdravého životního stylu. To se týká zejména balených vod, značek UGO a Leros. Dále firma využila hnutí upřednostňování ochrany životního prostředí a založila projekt Cirkulka zaměřující se na stáčení nápojů do vratných skleněných recyklovatelných lahví. Dále se také společnost orientuje na expanzi, je tedy možné v budoucnu očekávat rozšiřování do dalších evropských zemí. Již zmíněný zájem o ochranu životního prostředí by však v budoucnu mohl být i hrozbou, zejména pro produkty stáčené do plastových lahví. Další hrozbou je velmi silná konkurence na trhu. Oblast nealkoholických nápojů ovládá pouze malé množství společností a jsou zde velké bariéry pro vstup do odvětví. Největší hrozbou pro společnost je však aktuální nestálá ekonomická situace v České republice, která se nese v duchu vysoké inflace a hrozby zpomalení ekonomiky. Z dostupných údajů však společnost na tuto situaci dokázala zareagovat, a i přes několikanásobné zdražování svých produktů dokázala ustát nárůst cen energií a vstupních surovin. Otázkou však zůstává, zda je společnost schopná tuto pozici udržet i v delším období.

Na základě PEST analýzy bylo zjištěno, že velmi významnou roli v podnikání společnosti hraje mezinárodní legislativa, která může podpořit nebo naopak utlumit růst podniku. Z ekonomických faktorů je to poté vysoká inflace, která sužuje společnost a s ní spojené vysoké úrokové sazby, zmiňované zejména z důvodu vyššího zadlužení podniku. Zároveň společnost prostřednictvím analytiků Fio banky (2023) uvádí, že energie nakupuje za spotové ceny. Aktuální situace, kdy se ceny energií pomalu snižují, aktuálně hraje ve prospěch společnosti.

Na konci února proběhlo setkání s managementem. Společnost zde prezentovala výsledky za rok 2022 a výhled na rok 2023 a následující roky. Dosud není zveřejněná výroční zpráva za rok 2022, je tedy nutné pracovat pouze s velmi omezeným množstvím dat, které management zveřejnil. Z výsledků je však zřejmé, že i přes nestabilní rok 2022 se společnosti podařilo rok ukončit s velmi dobrým hospodářským výsledkem. Vlivem vysoké inflace a vysokým nárůstem vstupních surovin byla společnost nucena celkem třikrát zdražovat své výrobky. To se však neprojevilo na objemu prodeje, který meziročně vzrostl. Růst tržeb byl poté ve znamení dvojciferného růstu, konkrétně 19 %. Společnost očekává obdobný trend i v roce 2023. (Fio, 2023)

Podnik také velmi pozitivně hodnotí výši zadluženosti, která se jim v roce 2022 podařila dostat do stanoveného intervalu, po velkém výkyvu způsobeném zejména v roce 2020 pandemií Covidu-19. Dále také management komentoval vývoj dividend v následujících

letech. Po výkyvu výplaty dividend, kdy se propadla z 13,5 korun na 11,3 očekává společnost v roce 2023 minimální růst, dlouhodobým cílem však zůstává její růst minimálně na původní hodnotu. Výše dividendy však bude zveřejněna až v průběhu června 2023. (Fio, 2023)

Níže je zobrazen graf vývoje cen akcie společnosti od jejího prvního uvedení na burzu po březen 2023.

KOFOLA CS



Obrázek 6 Graf vývoje ceny akcie společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. (zdroj: Degiro, 2023)

8.3.2 Doporučení pro investory

Na základě zpracování všech částí praktické a projektové části je na místě doporučení pro investory. To bývá obvykle ve formě investorského reportu, který by měl obsahovat všechny důležité informace pro rozhodování investora. Tento report je zobrazen na další straně. Tento report je završením celé diplomové práce.

Na základě výsledků jednotlivých částí této diplomové práce bylo stanoveno investiční doporučení BUY (koupit). Zejména z toho důvodu, že aktuální tržní cena aktiva se pohybuje výrazně pod její stanovenou vnitřní hodnotou, která je ve výši 356 CZK. To znamená, že je

vhodná chvíle pro to, aby investoři nakupovali akcie této společnosti. Není důvod v tuto chvíli akcie prodávat, protože je možné předpokládat růst tržní ceny do budoucna.

Podle analýzy FIO banky (2023) je společnost Kofola momentálně v revizi. Podle posledního doporučení byla cílová cena za akcii 351 CZK s doporučením BUY. To je v souladu s výsledky této práce. Analytici brokera Degiro (2023) předpovídají růst ceny akcie v následujících 12 měsících o 40 %, tedy na hodnotu 332 Kč.

Investorský report



Kofola ČeskoSlovensko a.s. - stabilní společnost
s potenciálem do budoucnosti

Název společnosti: Kofola ČeskoSlovensko a.s.

Předmět podnikání: výroba, prodej a distribuce nealkoholických nápojů

Odvětví: Výroba/nealkoholické nápoje

Datum 23.3.2023

Burza: Burza cenných papírů Praha

Aktuální tržní cena akcie: 242 CZK

Vnitřní cena akcie: 356 CZK

Tržní kapitalizace: 5 617 570 000 CZK

Odhadnutá hodnota společnosti: 7 937 517 000 CZK

Očekávaný výplatní poměr: 97 %

Doporučení pro investory: BUY (koupit)

ZÁVĚR

Tato diplomová práce se věnovala valuaci společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. Pro zpracování byly použity vybrané valuační modely a byla provedena strategická, finanční a projektová analýza. V teoretické části byly popsány základní pojmy a metody valuace, které jsou nezbytné k správnému ocenění společnosti. Cílem teoretické části bylo provedení literární rešerše, čímž byla splněna zásada číslo 1.

Cílem praktické části bylo zpracování dat pro následné provedení valuace v projektové části. V rámci strategické části bylo prezentováno bližší představení společnosti, historie a produktové portfolio. Dále byla provedena SWOT analýza, PEST analýza a Porterova analýza, které umožnily lépe pochopit vnitřní a vnější prostředí společnosti.

Finanční analýza zahrnovala bankrotní model a analýzu finančních ukazatelů. I přes útlum způsobený pandemií si společnost Kofola ČeskoSlovensko stále vedla relativně dobře, avšak vykazovala vysoké zadlužení. Společnost však na této skutečnosti pracuje a má plány na snížení zadlužení v budoucnu.

V projektové části jsme se zaměřili na predikci budoucích ekonomických dat a následné stanovení hodnoty společnosti. Finanční plán byl sestaven na základě modelu ROE a samotná valuace společnosti byla provedena dvěma metodami, z nichž poté váženým průměrem vzešla jedna hodnota. Závěrem jsme provedli predikci budoucího vývoje společnosti a dospěli k investičnímu doporučení BUY, jelikož z valuačních metod vyplývá, že hodnota společnosti je vyšší než její aktuální tržní cena.

Výsledky této práce jsou důležité pro investory, kteří uvažují o investování do společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s.

Jednou z hlavních překážek, které se v průběhu zpracování naskytly bylo pracování ekonomické predikce společnosti, tedy finančního plánu. Jedná se o běžnou překážku v oceňovací praxi. Všechny hodnoty jsou však podloženy oficiálním vyjádřením společnosti, či jsou postavené na racionálních základech. Na základě výsledků ocenění společnosti je také zřejmé, že výsledek této práce je ve shodě s valuací analytiků.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

Aktivita na realitním trhu loni propadla o 50 %, 2023. ČBA [online]. [cit. 2023-02-24]. Dostupné z: <https://cbaonline.cz/nemovitosti-2022-vyvoj-trhu-a-vyhled>

BREALEY, Richard A., Stewart C. MYERS a Franklin ALLEN, [2017]. *Principles of corporate finance*. Twelfth edition. New York: McGraw-Hill Education, xxvii, 896 s. The McGraw-Hill/Irwin series in finance, insurance, and real estate. ISBN 978-1-259-25333-1.

ČBA Hypomonitor leden 2023: Úroková sazba klesla na 5,93 %, 2023. ČBA [online]. [cit. 2023-02-24]. Dostupné z: <https://cbaonline.cz/cba-hypomonitor-leden-2023>

ČESKO. § 420 odst. 1 zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník - znění od 6. 1. 2023. In: *Zákony pro lidi.cz* [online]. © AION CS 2010-2023 [cit. 24. 3. 2023]. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2012-89#p420-1>

ČIŽINSKÁ, Romana a Mária REŽŇÁKOVÁ. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. Praha: Grada, 2007, 222 s. Finanční trhy a instituce. ISBN 9788024719221.

ČIŽINSKÁ, Romana. *Základy finančního řízení podniku*. Praha: Grada Publishing, 2018, 240 s. Prosperita firmy. ISBN 9788027101948.

DA, Zhi; GUO, Re-Jin; JAGANNATHAN, Ravi. CAPM for estimating the cost of equity capital: Interpreting the empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 2012, 103.1: 204-220.

DAMODARAN, Aswath., 2012. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. Third ed. Hoboken: J. Wiley. ISBN 9781118130735.

Dividenda Kofoly ČeskoSlovensko v roce 2022 a dalších letech, 2022. *Fio Banka* [online]. [cit. 2023-02-20]. Dostupné z: <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/zpravy-z-burzy/272802-dividenda-kofoly-ceskoslovensko-v-roce-2022-a-dalsich-letech-komentar-analytika>

FOERSTER, Stephen R.; SAPP, Stephen G. The dividend discount model in the long-run: A clinical study. *Journal of Applied Finance*, 2005, 15.2.

GLADIŠ, Daniel. *Akciové investice*. 2., rozšířené vydání. Praha: Grada Publishing, 2021, 214 s. Investice. ISBN 978-80-271-3122-8.

HAILE, Meaza Birhane, 2017. *Modeling of SWOT analysis evaluation and improvement of weaknesses using fuzzy aggregation and case based reasoning: dissertation thesis*. Pardubice: University of Pardubice. ISBN 978-80-7560-115-5.

HOŘEJŠÍ, Bronislava, Jana SOUKUPOVÁ, Libuše MACÁKOVÁ a Jindřich SOUKUP. *Mikroekonomie*. 6. aktualizované a doplněné vydání. Praha: Management Press, 2018, 581 s. ISBN 9788072615384.

HRDÝ, Milan a Michaela KRECHOVSKÁ. *Finance podniku*. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2009, 179 s. ISBN 9788073574925.

HUNDAL, Shab; ESKOLA, Anne; TUAN, Doan. Risk–return relationship in the Finnish stock market in the light of Capital Asset Pricing Model (CAPM). *Journal of Transnational Management*, 2019, 24.4: 305-322.

Inflace v lednu 2023 v souladu s prognózou. ČNB [online]. [cit. 2023-02-20]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/komentare-cnb-ke-zverejnenym-statistickym-udajum-o-inflaci-a-hdp/Inflace-v-lednu-2023-v-souladu-s-prognozou/>

Investiční doporučení a cílovou cenu na akcie Kofoly ČeskoSlovensko dáváme do revize, 2022. *Fio Banka* [online]. [cit. 2023-02-20]. Dostupné z: <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/analyzy/262820-investicni-doporuceni-a-cilovou-cenu-na-akcie-kofoly-ceskoslovensko-davame-do-revize>

KARLÍČEK, Miroslav. *Základy marketingu*. 2., přepracované a rozšířené vydání. Praha: Grada, 2018, 285 s. ISBN 9788024758695.

KEŘKOVSKÝ, Miloslav a Oldřich VYKYPĚL. *Strategické řízení: teorie pro praxi*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2006, xiv, 206 s. C.H. Beck pro praxi. ISBN 8071794538.

KISELÁKOVÁ, Dana a Miroslava ŠOLTĚS. *Modely řízení finanční výkonnosti v teorii a praxi malých a středních podniků*. Praha: Grada Publishing, 2017, 185 s. Prosperita firmy. ISBN 9788027106806.

KISLINGEROVÁ, Eva, 2001. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, xvi, 367 s. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-529-1.

KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ, Daniel REMEŠ a Karel ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 3., kompletně aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2017, 228 s. Prosperita firmy. ISBN 9788027105632.

Kofola Československo as, 2023. *Degiro* [online]. [cit. 2023-03-23]. Dostupné z: <https://trader.degiro.nl/trader/#/products/8565591/overview>

Kofola ČeskoSlovensko a.s. [online], 2023. [cit. 2023-03-24]. Dostupné z: <https://investor.kofola.cz/>

Kofola ČS, 2023. *Prague Stock Exchange* [online]. [cit. 2023-03-24]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/detail/CZ0009000121>

Kofola ČS. *Patria* [online]. [cit. 2023-03-22]. Dostupné z: <https://www.patria.cz/akcie/9501d010-d622-4769-8271-65abe186d68f/kofola-cs/online.html>

Kofola: EBITDA mírně nad odhady. *J&T banka* [online]. [cit. 2023-02-28]. Dostupné z: <https://www.jtbank.cz/svet-ocima-banky/1188955-kofola-ebitda-mirne-nad-odhady-letos>

Kofola: Nárůst nákladů je podle Samarase enormní, firma omezí některé produkty, 2022. *Kurzy* [online]. [cit. 2023-02-28]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/zpravy/673628-kofola-narust-nakladu-je-podle-samarase-enormni-firma-omezi-nektere-produkty/>

Kofola: shrnutí setkání managementu s analytiky, 2023. *Fio Banka* [online]. [cit. 2023-02-20]. Dostupné z: <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/zpravy-z-burzy/278765-kofola-shrnuti-setkani-managementu-s-analytiky>

KOTLER, Philip a Kevin Lane KELLER. *Marketing management*. 15. Boston: Pearson, [2016], 714, A14, E58, G10, I36. ISBN 9781292092621.

KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada, 2009, 261 s. Prosperita firmy. ISBN 9788024728650.

LANDA, Martin a Michal POLÁK. *Ekonomické řízení podniku*. Brno: Computer Press, 2008, xiv, 198 s. ISBN 9788025119969.

Lidé více preferují tuzemské výrobky. Co vše prozradil výzkum o kvalitě potravin?, 2021. *Akademie kvality* [online]. [cit. 2022-07-28]. Dostupné z: <https://www.akademiekvality.cz/clanek/lide-vice-preferuji-tuzemske-vyrobky-co-vse-prozradil-vyzkum-o-kvalite-potravin>

Makroekonomická predikce - leden 2023. *Ministerstvo financí* [online]. Praha [cit. 2023-02-20]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2023/makroekonomicka-predikce-leden-2023-50123>

MARÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018, 551 s. ISBN 9788087865385. Dostupné také z: <http://www.academia.cz/metody-ocenovani-podniku-4-upravene-a-rozsirene-vydani--marik-milos-a-kolektiv--ekopress--2018>

MARÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Druhé, upravené vydání. Praha: Ekopress, 2018, 548 s. ISBN 9788087865422.

NÝVLTOVÁ, Romana a Pavel MARINIČ. *Finanční řízení podniku: Moderní metody a trendy*. Grada, 2010, 1 online zdroj (208 stran). ISBN 978-80-247-6701-7. Dostupné také z: <https://www.bookport.cz/AccountSaml/SignIn/?idp=https://shibboleth.utb.cz/idp/shibboleth&returnUrl=/kniha/financni-rizeni-podniku-443/>

PORTER, Michael E. *Competitive strategy: techniques for analyzing industries and competitors*. New York: Free Press, 2004, xxviii, 396 s. ISBN 0743260880.

Prognóza ČNB – zima 2023. ČNB [online]. [cit. 2023-02-20]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/prognoza/>

ROTHBARD, Murray. N., 2005. *Zásady ekonomie: od lidského jednání k harmonii trhů*. Praha: Liberální institut. ISBN 9788086389271.

RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza - 5. aktualizované vydání: metody, ukazatele, využití v praxi*. Grada, 2015, 1 online zdroj (160 stran). ISBN 978-80-247-5534-2. Dostupné také z: <https://www.bookport.cz/AccountSaml/SignIn/?idp=https://shibboleth.utb.cz/idp/shibboleth&returnUrl=/kniha/financni-analyza-5-aktualizovane-vydani-2497/>

SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. *Strategická analýza*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2006, xi, 121 s. C.H. Beck pro praxi. ISBN 8071793671.

ŠLOSÁROVÁ, A. a kol., 2006. *Analýza účtovnej závierky*. Bratislava: Iura Edition, spol. s.r.o. ISBN 80-8078-070-6.

Unikátní výzkum poprvé popsal nerovné vyjednávání obchodních řetězců a dodavatelů, 2015. *Ekolist* [online]. Praha [cit. 2022-08-22]. Dostupné z: <https://ekolist.cz/cz/zpravodajstvi/zpravy/unikatni-vyzkum-poprve-popsal-nerovne-vyjednani-obchodnich-retezcu-a-dodavatelu>

VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. Grada, 2011, 1 online zdroj (248 stran). ISBN 978-80-247-7462-6. Dostupné také z: <https://www.bookport.cz/AccountSaml/SignIn/?idp=https://shibboleth.utb.cz/idp/shibboleth&returnUrl=/kniha/metody-komplexniho-hodnoceni-podniku-600/>

VOCHOZKA, Marek. *Finance podniku: komplexní pojetí*. Praha: Grada Publishing, 2021, 312 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-271-3267-6.

Výhledy české ekonomiky pro rok 2023. *Deloitte* [online]. [cit. 2023-02-20]. Dostupné z: <https://www2.deloitte.com/cz/cs/pages/about-deloitte/articles/vyhledy-ceske-ekonomiky.html>

Výnos dluhopisu 10R - ČR, 2023. *Kurzy.cz* [online]. [cit. 2023-02-20]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/vynos-dluhopisu-10r-cr/>

Výpis z obchodního rejstříku. *Justice* [online]. [cit. 2022-08-22]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=715045&typ=PLATNY>

Výroční zprávy společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. 2016-2021 [online], 2023. [cit. 2023-03-24]. Dostupné z: <https://investor.kofola.cz/investor/reporty-a-prezentace/financi-reporty>

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

APV	Adjusted Present Value
CAPM	Capital Assets Pricing Model
CP	Cenný papír
CZK	Česká koruna
ČBA	Česká bankovní asociace
ČNB	Česká národní banka
DCF	Discounted Cash Flow
DDM	Diskontní dividendový model
FCF	Free Cash Flow
HDP	Hrubý domácí produkt
IPO	Initial Public Offering
WACC	Weighted Average Cost of Capital

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1 Vlastnická struktura společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. (Kofola, 2022)..	42
Obrázek 2 SWOT analýza společnosti (vlastní zpracování)	44
Obrázek 3 Meziroční vývoj inflace v % (Zdroj: kurzy.cz, 2023).....	51
Obrázek 4 Vývoj základních úrokových sazeb ČNB (vlastní zpracování)	52
Obrázek 5 Měnový kurz CZK/EUR (zdroj: ČNB, 2023)	53
Obrázek 6 Graf vývoje ceny akcie společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. (zdroj: Degiro, 2023).....	79
Obrázek 7 Investorský report společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. (vlastní zpracování)	81

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1 Hlavní makroekonomické indikátory (Zdroj: ČNB, ČSÚ, Eurostat, U. S. Energy Information Administration, MF ČR).....	50
Tabulka 2 Prognóza monetární politiky (Zdroj: ČNB, 2023).....	52
Tabulka 3 Základní údaje o akciích Kofola ČeskoSlovensko a.s. (vlastní zpracování, PSE, 2023).....	54
Tabulka 4 Fundamenty společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. (vlastní zpracování, Patria, 2023).....	55
Tabulka 5 Analýza poměrových ukazatelů v odvětví (Zdroj: MPO, 2023).....	56
Tabulka 6 Horizontální analýza aktiv společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. (Zdroj: Kofola, 2022).....	56
Tabulka 7 Vertikální analýza aktiv (vlastní zpracování).....	57
Tabulka 8 Horizontální analýza pasiv (zdroj: Kofola, 2022).....	58
Tabulka 9 Vertikální analýza pasiv (vlastní zpracování).....	58
Tabulka 10 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty (zdroj: Kofola, 2022).....	59
Tabulka 11 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty (vlastní zpracování).....	60
Tabulka 12 Analýza ukazatelů rentability (vlastní zpracování).....	61
Tabulka 13 Analýza ukazatelů likvidity (vlastní zpracování).....	62
Tabulka 14 Analýza ukazatelů aktivity (vlastní zpracování).....	63
Tabulka 15 Analýza ukazatelů zadluženosti (vlastní zpracování).....	64
Tabulka 16 Altmanova analýza (vlastní zpracování).....	65
Tabulka 17 Model ROE (vlastní zpracování).....	68
Tabulka 18 Plán výkazu zisku a ztráty (Vlastní zpracování).....	69
Tabulka 19 Plán aktiv (Vlastní zpracování).....	71
Tabulka 20 Plán pasiv (vlastní zpracování).....	71
Tabulka 21 Výpočet volného cash flow (vlastní zpracování).....	72
Tabulka 22 Odhad koeficientu Beta pomocí Porterovy analýzy (vlastní zpracování).....	73
Tabulka 23 Vážený průměr koeficientů Beta (vlastní zpracování).....	73
Tabulka 24 Model diskontovaného FCF Equity (vlastní zpracování).....	75
Tabulka 25 Model DDM (vlastní zpracování).....	76
Tabulka 26 Stanovení hodnoty podniku (vlastní zpracování).....	76

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha P I: Aktiva společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s.

Příloha P II: Pasiva společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s.

Příloha P III: Výkaz zisku a ztráty společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s.

**PŘÍLOHA P I: AKTIVA SPOLEČNOSTI KOFOLA
ČESKOSLOVENSKO A.S.**

Aktiva v tis. CZK	2016	2017	2018	2019	2020	2021
dlouhodobá aktiva	4915863	4786195	4348833	4393998	5683537	5306289
pozemky, budovy a zařízení	3442624	3384892	2959954	3127018	3448570	3221419
goodwill	86302	86302	93467	105506	647019	648093
nehmotný majetek	1164092	1090190	1054524	956832	1339224	1249419
investice do přidružených společností	67782	70260	66894	0	0	0
ostatní pohledávky	51142	70703	118959	163518	208651	160058
ostatní aktiva	2440	2317	2261	2236	0	0
odložená daňová pohledávka	101481	81531	52774	38888	40073	27304
Oběžná aktiva	3104020	1792672	2214197	2522440	1853712	1929309
zásoby	4915863	494508	496103	485313	519192	641234
pohledávky z obchodních vztahů a jiné pohledávky	1081680	994155	1095035	1247034	783420	866810
pohledávky z daně z příjmů	4171	14416	3759	15598	7211	29748
peněžní prostředky	1421014	289594	619300	774495	543889	391517
Celkem	8019883	6578868	6563030	6916438	7537249	7235598

**PŘÍLOHA P II: PASIVA SPOLEČNOSTI KOFOLA
ČESKOSLOVENSKO A.S.**

Pasiva v tis. CZK	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Vlastní kapitál	2739468	1973986	1475246	1513550	1307192	1296959
základní kapitál	2229500	2229500	1114597	1114597	1114597	1114597
	-	-	-	-	-	-
ážio a reorganizační kapitálové fondy	1962871	1962871	1962871	1962871	1962871	1962871
ostatní kapitálové fondy	2075994	2048985	2438776	2463337	2449921	2533344
fondy z přepočtů cizí měny	165925	37030	28954	33011	60067	-730
vlastní akcie	-915	-491565	-490208	-490164	-490151	-477333
nerozdělený zisk	228939	116591	-264177	372120	166828	129457
Vlastní kapitál připadající nekontrolním podílům	2896	-3684	-8156	-16480	-31199	-39505
Dlouhodobé závazky	1580357	1855652	2613859	2842503	3993268	3435966
bankovní úvěry a půjčky	880318	1480488	2308429	2229162	3252207	2783697
závazky z leasingu	167295	112876	88288	314396	322372	301924
rezervy	27002	85483	34063	37600	41315	40241
jiné závazky	15925	0	28480	70408	91390	16631
odložený daňový závazek	162745	176814	154609	190937	285984	293473
Krátkodobé závazky	3700058	2749230	2473925	2560385	2236789	2502673
bankovní úvěry a půjčky	1672723	682025	605295	783800	685157	633307
závazky z leasingu	58603	57573	47490	105395	132422	125239
závazky z obchodních vztahů a jiné závazky	1779351	1630999	1697724	1496952	1320878	1632590
závazky z daně z příjmů	17562	5300	38936	59420	31467	19859
rezervy	157235	40820	84480	114818	66865	91678
závazky celkem	5280415	4604882	5087784	5402888	6230057	5938639
Celkem	8019883	6578868	6563030	6916438	7537249	7235598

PŘÍLOHA P III: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY SPOLEČNOSTI
KOFOLA ČESKOSLOVENSKO A.S.

výkaz zisku a ztráty v tis. CZK	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby z prodeje výrobků	6998960	6963278	6159179	6409467	6171455	6636218
náklady vynaložené na prodej výrobků	4210496	4134081	3303698	3344886	3349540	3710224
hrubý zisk	2788464	2829197	2855481	3064581	2821915	2925994
náklady na distribuci	1910997	2094727	1926870	2090502	2041718	2033550
administrativní náklady	444957	395783	436407	453819	425653	466400
ostatní provozní náklady	56267	62114	43961	56249	101943	46284
provozní zisk	263897	291722	517284	539761	293133	535410
odpisy	523003	565228	567332	565927	632480	618213
EBITDA	786900	856950	1084616	1105688	925613	1153623
Finanční náklady	104911	108391	103905	147083	120606	170893
Daň z příjmu	87000	114689	84400	146053	125899	124653
Zisk po zdanění EAT	83400	152195	339244	252695	65799	240491