

DIPLOMOVÁ PRÁCE

Ocenění společnosti Kofola a.s.

Valuation of the company Kofola a.s.

STUDIJNÍ PROGRAM

Podnikání a komerční inženýrství v průmyslu

STUDIJNÍ OBOR

Podnikání a management v průmyslu

VEDOUCÍ PRÁCE

doc. RNDr. Ing. Hana Scholleová, Ph.D.

NOVOTNÝ



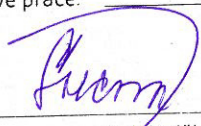
MARTIN

2017

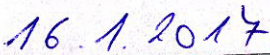
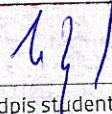
I. OSOBNÍ A STUDIJNÍ ÚDAJE

Příjmení:	Novotný	Jméno:	Martin	Osobní číslo:	377755
Fakulta/ústav:	Masarykův ústav vyšších studií (MÚVS)				
Zadávací katedra/ústav:	Oddělení ekonomických studií				
Studijní program:	Podnikání a komerční inženýrství v průmyslu				
Studijní obor:	Podnikání a management v průmyslu				

II. ÚDAJE K DIPLOMOVÉ PRÁCI

Název diplomové práce:	Ocenění společnosti Kofola a.s.		
Název diplomové práce anglicky:	Valuation of the company Kofola a.s.		
Pokyny pro vypracování:	Cíl: stanovení hodnoty konkrétního podniku pro potenciálního investora, příprava podkladu k rozhodnutí o investici Osnova práce: Úvod - teoretický základ - podnik a prostředí - strategická analýza - finanční analýza - finanční plán - vymezení použitelných metod Vlastní přínos - analytická část - analýza stavu a potenciálu oceňovaného subjektu - výběr metody adekvátně ke stavu společnosti - kvantifikace vstupních parametrů - kvantifikace hodnoty Závěr - doporučení a omezující podmínky dané hodnoty, diskuze.		
Seznam doporučené literatury:	MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5. KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1		
Jméno a pracoviště vedoucí(ho) diplomové práce:	doc. RNDr. Ing. Hana Scholleová, Ph.D.		
Jméno a pracoviště konzultanta(ky) diplomové práce:			
Datum zadání diplomové práce:	5.1.2017	Termín odevzdání diplomové práce:	5.5.2017
Platnost zadání diplomové práce:	30.9.2018		
			
Podpis vedoucí(ho) práce	Podpis vedoucí(ho) ústavu/katedry	Podpis děkana(ky)	

III. PŘEVZETÍ ZADÁNÍ

	
Datum převzetí zadání	Podpis studenta(ky)

NOVOTNÝ, Martin. *Ocenění společnosti Kofola a.s.*. Praha: ČVUT 2017. Diplomová práce.
České vysoké učení technické v Praze, Masarykův ústav vyšších studií.



**MASARYKŮV ÚSTAV
VYŠŠÍCH STUDIÍ
ČVUT V PRAZE**

PROHLÁŠENÍ

Prohlašuji, že jsem svou diplomovou práci vypracoval samostatně. Dále prohlašuji, že jsem všechny použité zdroje správně a úplně citoval a uvádím je v příloženém seznamu použité literatury.

Nemám závažný důvod proti zpřístupňování této závěrečné práce v souladu se zákonem č. 121/2000 Sb., o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) v platném znění.

V Praze dne:

Podpis:

PODĚKOVÁNÍ

Rád bych touto cestou vyjádřil poděkování vedoucí mé diplomové práce doc. RNDr. Ing. Haně Scholleové, Ph.D. za veškerou pomoc, cenné rady a informace poskytnuté při zpracování této diplomové práce.

Abstrakt

Cílem této diplomové práce je stanovit hodnotu podniku Kofola a.s. pro potenciálního investora za využití vybraných výnosových metod k datu 5.5.2017. Teoretická část práce obsahuje základní pojmy, postup a metody ocenění podniku. V praktická částí práce byla provedena strategická a finanční analýza, vytvořen finanční plán a v závěrečné části práce provedeno stanovení hodnoty daného podniku.

Klíčová slova

Oceňování podniku, strategická analýza, finanční analýza, finanční plán, metody ocenění.

Abstract

The aim of this thesis is to determine the value of Kofola a.s. for a potential investor using selected revenue methods dated 5.5.2017. The theoretical part of the thesis contains basic concepts, procedure and methods of valuation of the company. In the practical part of the thesis, a strategic and financial analysis was carried out, a financial plan was created and in the final part of the work the value of the given enterprise was determined.

Key words

Valuation of the company, strategic analysis, financial analysis, financial plan, valuation methods.

Obsah

Úvod.....	9
TEORETICKÁ ČÁST	10
1. Podnik a hodnota podniku.....	10
1.1 Definice podniku	10
1.2 Hodnota podniku.....	11
1.2.1 Hladiny hodnoty podniku	11
1.2.2 Národní předpisy a mezinárodní standardy	12
1.2.3 Kategorie hodnoty	14
1.2.4 Postup stanovení hodnoty podniku.....	18
1.2.5 Důvody pro stanovení hodnoty podniku	20
2. Analýza okolí podniku	21
2.1 Analýza makroprostředí.....	21
2.1.1 PEST analýza.....	21
2.2 Analýza mikroprostředí	22
2.2.1 Porterův model 5 sil	22
3. Finanční analýza	24
3.1 Absolutní ukazatele.....	26
3.1.1 Horizontální a vertikální analýza účetních výkazů	26
3.1.2 Pracovní kapitál	26
3.2 Poměrové ukazatele	27
3.2.1 Ukazatele rentability	28
3.2.2 Ukazatele likvidity	29
3.2.3 Ukazatele aktivity	30
3.2.4 Ukazatele zadluženosti.....	31
3.3 Bilanční pravidla	32
3.4 Ekonomická přidaná hodnota - EVA.....	33

4.	Finanční plán.....	34
5.	Metody oceňování	36
5.1	Metody založené na majetkovém principu	37
5.1.1	Metoda účetní hodnoty.....	37
5.1.2	Metoda substanční hodnoty	37
5.1.3	Metoda likvidační hodnoty	38
5.2	Metody založené na tržním principu.....	38
5.3	Metody založené na výnosovém principu	39
5.3.1	Metoda diskontovaného cash flow (DCF)	40
5.3.2	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	42
5.3.3	Metoda ekonomické přidané hodnoty EVA	42
	PRAKTICKÁ ČÁST.....	43
6.	Podnik Kofola a.s.....	43
6.1	Historie podniku.....	43
6.2	Základní informace	44
6.3	Struktura firmy	45
6.4	Produktové portfolio	46
6.5	Cíle společnosti	47
7.	Strategická analýza	48
7.1	Analýza makroprostředí.....	48
7.1.1	Politicko-právní faktory	48
7.1.2	Ekonomické faktory	50
7.1.3	Sociální faktory.....	53
7.1.4	Technické a technologické faktory.....	54
7.2	Analýza mikroprostředí	54
7.2.1	Porterův model 5 sil	54
8.	Finanční analýza	57

8.1	Analýza pomocí absolutních ukazatelů	57
8.1.1	Horizontální a vertikální analýza rozvahy	57
8.1.2	Analýza výkazu zisku a ztrát	61
8.2	Analýza pomocí poměrových ukazatelů.....	64
8.2.1	Ukazatele rentability	64
8.2.2	Ukazatele likvidity	65
8.2.3	Ukazatele aktivity	66
8.2.4	Ukazatele zadluženosti	67
8.3	Analýza pomocí bilančních pravidel	68
8.3.1	Zlaté bilanční pravidlo	68
8.3.2	Pravidlo vyrovnání rizika.....	69
8.3.3	Pari pravidlo.....	70
8.3.4	Růstové bilanční pravidlo	71
8.4	Analýza čistého pracovního kapitálu	72
8.5	Analýza pomocí hodnotového ukazatele EVA	73
9.	Finanční plán.....	76
9.1	Plánování výkazu zisku a ztráty	76
9.2	Plánování rozvahy	78
10.	Ocenění společnosti Kofola a.s.	80
10.1	Ocenění účetní hodnotou	80
10.2	Metoda diskontovaného cash flow (DCF).....	80
10.2.1	Diskontní míra	80
10.3	Model s využitím FCFF	82
10.3.1	Stabilní růstový model	83
10.3.2	Dvoufázový model	83
10.4	Model využívající ekonomickou přidanou hodnotu	84
Závěr	86

Seznam použité literatury	87
Seznam tabulek	89
Seznam grafů	91
Seznam obrázků	92
Evidence výpůjček	93

Úvod

Cílem této diplomové práce je stanovit hodnotu podniku Kofola a.s. zabývajícího se výrobou a distribucí nealkoholických nápojů. Diplomová práce je členěna do dvou hlavních částí - teoretické a praktické. Daný podnik je oceněn k datu 5.5.2017.

Teoretická část obsahuje podstatné informace, které tvoří základ pro část praktickou. Postupně je v jednotlivých kapitolách popsán postup ocenění podniku a jednotlivé činnosti pro tento účel nezbytné. V úvodní části práce je popsán podnik a definována jeho hodnota. Následující kapitoly se zabývají strategickou a finanční analýzou, jejímž obsahem je definování jednotlivých absolutních a poměrových ukazatelů, bilančních pravidel a ukazatele EVA. Dále je popsán finanční plán, důvody pro jeho zpracování a možné výstupy. Poslední kapitola teoretické části práce je věnována jednotlivým metodám, jež slouží k ocenění podniku, zejména potom takovým metodám, které byly pro zpracování ocenění prakticky využity.

Předmětem praktické části je v úvodní části představení společnosti Kofola a.s. včetně zajímavé historie vzniku a vývoje podniku a její činnost na českém trhu. Následující kapitoly byly zhotoveny na základě podkladů z teoretické části. V rámci strategické analýzy je zpracována PEST analýza ke zhodnocení makroprostředí a Porterův model pěti sil pro analyzování mikroprostředí podniku. Následuje provedení finanční analýzy a sestavení finančního plánu pro následné stanovení hodnoty podniku Kofola a.s. pomocí zvolených metod.

Výsledky práce se mohou stát důležitým podkladem pro rozhodnutí o investici pro potenciálního investora.

TEORETICKÁ ČÁST

1. Podnik a hodnota podniku

1.1 Definice podniku

Pojem podnik bývalo v minulosti možné definovat z více hledisek. Definice z hlediska právního dle § 5 obchodního zákoníku popisovala podnik jako:

„...soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná [1].”

V současné době se o podniku hovoří jako o obchodním závodě. Jeho přesná definice dle českého právního řádu, konkrétně § 502 zákona č. 89/2012 Sb. občanského zákona, zní:

„Obchodní závod je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu [2].”

V rámci tématu oceňování podniku, kterému se primárně věnuje tato práce, je třeba nahlížet na podnik z ekonomického hlediska, neboť obchodní i občanský zákoník nevystihují hlavní smysl podniku. Proto je podle Maříka et al. (2011, str. 16) přesnější vnímání podniku jako:

„účelné kombinace materiálních a nemateriálních hodnot, jejímž smyslem je nahospodařit zisk [1].”

1.2 Hodnota podniku

1.2.1 Hladiny hodnoty podniku

Existují dvě hladiny, na nichž může probíhat proces oceňování podniku, kterými se zabývá obchodní zákoník. Mimo doslovné citace paragrafů lze vymezení těchto hladin shrnout do několika všeobecných definic. Jejich konkrétní příklady jsou uvedeny v následujícím textu. Hladiny hodnoty podniku dělíme na:

Hodnota brutto

- Stanovení hodnoty podniku jako celku, jako podnikatelské jednoty (entity)
- Zahrnuje hodnotu pro vlastníky i pro věřitele
- Jedná se o obchodní majetek společnosti
- Je definována v § 6, odst. 1) takto:

„Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a peníze ocenitelné jiné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.“

- Majetek podniku zahrnuje pojem obchodní jmění a je definován v § 6, odst. 2):

„Pro účely tohoto zákona se soubor obchodního majetku a závazků vzniklých podnikateli, který je fyzickou osobou, v souvislosti s podnikáním označuje jako obchodní jmění (dále jen „jmění“). Jměním podnikatele, který je právnickou osobou, je soubor jeho veškerého majetku a závazků.“

Hodnota netto

- Stanovení hodnoty na úrovni vlastníků podniku - oceňován je tedy vlastní kapitál - v principu ocenění vlastního kapitálu. Pojetí vlastního kapitálu vždy nesouhlasí s pojetím účetním.
- Jedná se o čistý obchodní majetek společnosti.
- Je definována v § 6, odst. 3) takto:

„Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou.“

- Hodnota netto je dále zmíněna v §6, odst. 4) v definování vlastního kapitálu:

„Vlastní kapitál tvoří vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele a v rozvaze se vykazuje na straně pasiv [1].”

Základní diference ve vztahu mezi těmito dvěma hladinami, tedy mezi čistým obchodním majetkem a vlastním kapitálem podniku, spočívá především ve způsobu, jakým bude podnik oceňován. Tento rozdíl ovlivňuje i konkrétní položky, jež jsou do ocenění zahrnovány. V případě výrazných výsledných rozdílů mezi těmito dvěma hladinami tedy dochází na základě přímé souvislosti k odlišnému přístupu k ocenění podniku a jeho samotné následné realizaci.

1.2.2 Národní předpisy a mezinárodní standardy

Legislativa v České republice neupravuje a neřídí souhrnně veškerá přesná pravidla pro oceňování podniku. České právní předpisy nicméně částečně definují a vymezují pole možností a způsobů, které se při procesu oceňování podniku využívají. Jde-li o texty, obsahující tyto právní úpravy, primárně hovoříme o Zákoně o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazujících vyhláškách Ministerstva financí ČR a Metodickém pokynu České národní banky (v minulosti označovaném jako Komise pro cenné papíry). Pravidla oceňování podniku se řídí také úpravami mezinárodních právních předpisů, jako Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy a některými národními standardy jako Americké oceňovací standardy US PAP, či z evropských zemí Německý standard IDW S1.

České předpisy

Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR

Uvedený zákon se týká pouze některých dílčích položek majetku, kterými jsou nemovitosti, nehmotný majetek a další. Platí pouze při oceňování podniku [1]:

- v rámci zákona o konkurzu,
- v rámci zákona o vyrovnání,
- v rámci zákona o soudních poplatcích,
- v rámci zákona o dani dědické,
- v rámci zákona o dani darovací,

- v rámci zákona o dani z převodu nemovitostí,
- v rámci zákona o správních poplatcích,
- v rámci zákona o daních z příjmu,
- v rámci zákona o dani z přidané hodnoty.

Metodický pokyn České národní banky (dříve Komise pro cenné papíry)

Zaměření Metodického pokynu České národní banky se vztahuje na oceňovatele, kteří předkládají své znalecké posudky právě České národní bance. Tato metodika, dříve známá pod zkráceným označením ZNAL, se nachází v online podobě na oficiálních webových stránkách České národní banky www.cnb.cz [1].

Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy

Mezinárodní oceňovací standardy

Pro označení Mezinárodních oceňovacích standardů se užívá zkratka IVS, vzniklá odvozením od původního anglického názvu International Valuation Standards. Jejich vydávání spadá pod kompetence výboru nesoucího název Mezinárodní výbor pro oceňovací standardy, označovaného zkratkou IVSC (opět jde o zkratku anglického názvu, tentokrát International Valuation Standards Council). Tyto standardy jsou veřejně dostupné na oficiálních webových stránkách IVSC www.ivsc.org [1].

Evropské oceňovací standardy

Evropské oceňovací standardy, obecně známé pod zkratkou EVS (podle anglického originálu European Valuation Standards), jsou vydávány Evropskou skupinou odhadcovských asociací. Její původní anglický název zní The European Group of Valuers Associations, z něž vychází zkrácené označení této asociace TEGoVA. Přesné znění aktuálních Evropských oceňovacích standardů se nachází na oficiálních webových stránkách www.tegova.org [1].

Národní standardy některých zemí

Americké oceňovací standardy US PAP

Zkratkou USPAP se rozumí Uniform Standards of Professional Appraisal Practice. Jedná se o standardy profesionálního oceňování. Jsou zpracovávány Americkou společností odhadců, v originále American Society of Appraisers, pro kterou se užívá zkratka ASA. Lze je dohledat na oficiálních webových stránkách www.appraisers.org. Součástí těchto standardů jsou také standardy pro oceňování podniku, zkráceně BVS (dle anglického originálu Business Valuation Standards) [1].

Německý standard IDW S1

Německé standardy IDW vydává institut německých auditorů (Institut der Wirtschaftsprüfer – www.idw.de), z jehož původního názvu je zkratka IDW odvozena [1].

1.2.3 Kategorie hodnoty

Dle Miloše Maříka vyplývají kategorie hodnoty podniku z následujících otázek [1]:

- Jaké je tržní ocenění?
- Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího?
- Jakou hodnotu lze považovat za nejméně spornou?

Udávají se čtyři základní kategorie hodnoty podniku [1]:

- Tržní hodnota,
- Subjektivní hodnota (= investiční hodnota),
- Objektivizovaná hodnota,
- Komplexní přístup na základě Kolínské školy.

Tržní hodnota

Základním principem tržní hodnoty je zodpovězení otázky „*Kolik je ochoten zaplatit běžný zájemce na trhu?*”

Tržní hodnotu je možné definovat takto:

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku [1].”

Další uvedená definice tržní hodnoty pracuje s myšlenkou nejlepšího možného využití v rámci mezinárodních oceňovacích standardů. Zní následovně:

„Nejpravděpodobnější použití majetku, které je fyzicky možné, odpovídajícím způsobem oprávněné, právně přístupné, finančně proveditelné a které má za následek nejvyšší hodnotu oceňovaného majetku [1].”

Subjektivní (investiční) hodnota

Základním principem subjektivní, či také investiční, hodnoty je schopnost odpovědět na otázku: *„Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího?”*

Subjektivní hodnotu je možné definovat takto:

„Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku [1].”

Objektivizovaná hodnota

Základním principem objektivizované hodnoty je odpověď na otázku: *„Jakou hodnotu lze považovat za obecně přijatelnou?”*

Objektivizovanou hodnotu je možné definovat takto:

*„Objektivizovaná hodnota (německy *der objektivierte Unternehmenswert*) představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby - vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhajícím daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném koceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku [3].”*

Kolínská škola

Základní funkce oceňování a funkce oceňovatele Kolínské školy odlišujeme podle následujících oblastí:

- funkce poradenská,
- funkce rozhodčí,
- funkce argumentační,
- funkce komunikační,
- funkce daňová.

Níže budou jednotlivé funkce blíže charakterizovány.

Funkce poradenská

- Je obecně považována za nejdůležitější z těchto funkcí.
- Poskytuje kupním stranám:
 - informace o takové **maximální ceně**, jež musí být zaplácena kupujícím za předpokladu, že kupující nesmí na dané transakci být prodělečný,
 - informace o takové **minimální ceně**, již může akceptovat prodávající, aby tato cena pro něj stále znamenala výdělek. Nesmí se tedy jednat o takovou cenu, která by pro prodávající znamenala prodělečnost.
- Z výše uvedeného vyplývá, že poradenská funkce pracuje s hraničními hodnotami oceňování napomáhajícími k učinění rozhodnutí za předpokladu, že je tato hodnota pro opačnou stranu neznámá.

Funkce rozhodčí

- V poradenské funkci se jedná o výkon rozhodčího.
- Rozhodčím se rozumí nezávislý oceňovatel.

- Povinnostmi takového rozhodčího jsou:
 - odhad hraniční hodnoty účastníků transakce
 - nalezení spravedlivé hodnoty v rámci odhadnutého rozmezí

Funkce argumentační

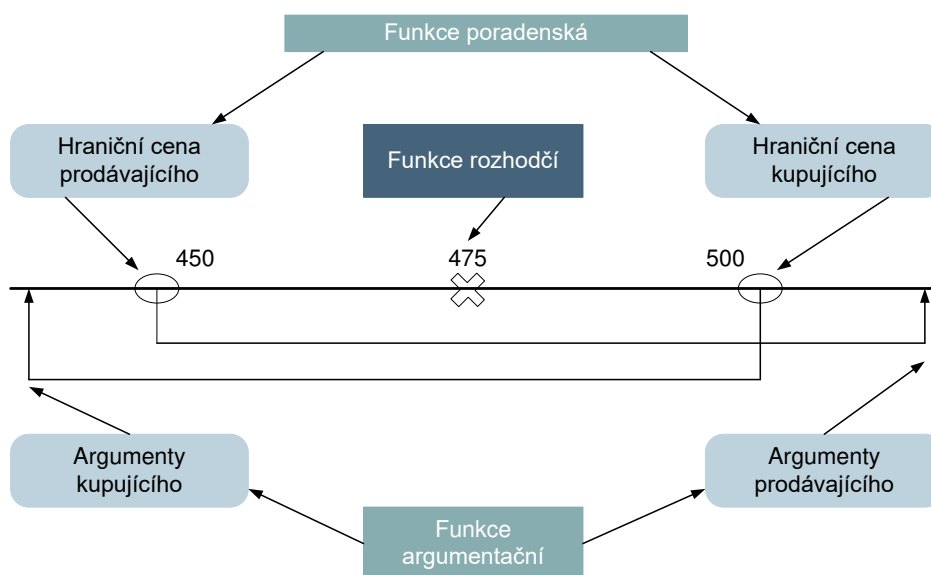
- V rámci této funkce pracuje nezávislý oceňovatel s argumenty za účelem jejich využití ke zlepšení pozice dané strany a jsou využity jako podklad pro jednání.

Funkce komunikační

- Cílem této funkce je poskytnutí podkladů pro komunikaci s veřejností, zejména pro komunikaci s investory a bankami.

Funkce daňová

- Cílem této funkce je poskytnutí dostatečných podkladů pro daňové účely [1].



Obrázek 1: Hlavní funkce oceňování podle Kolínské školy [1]

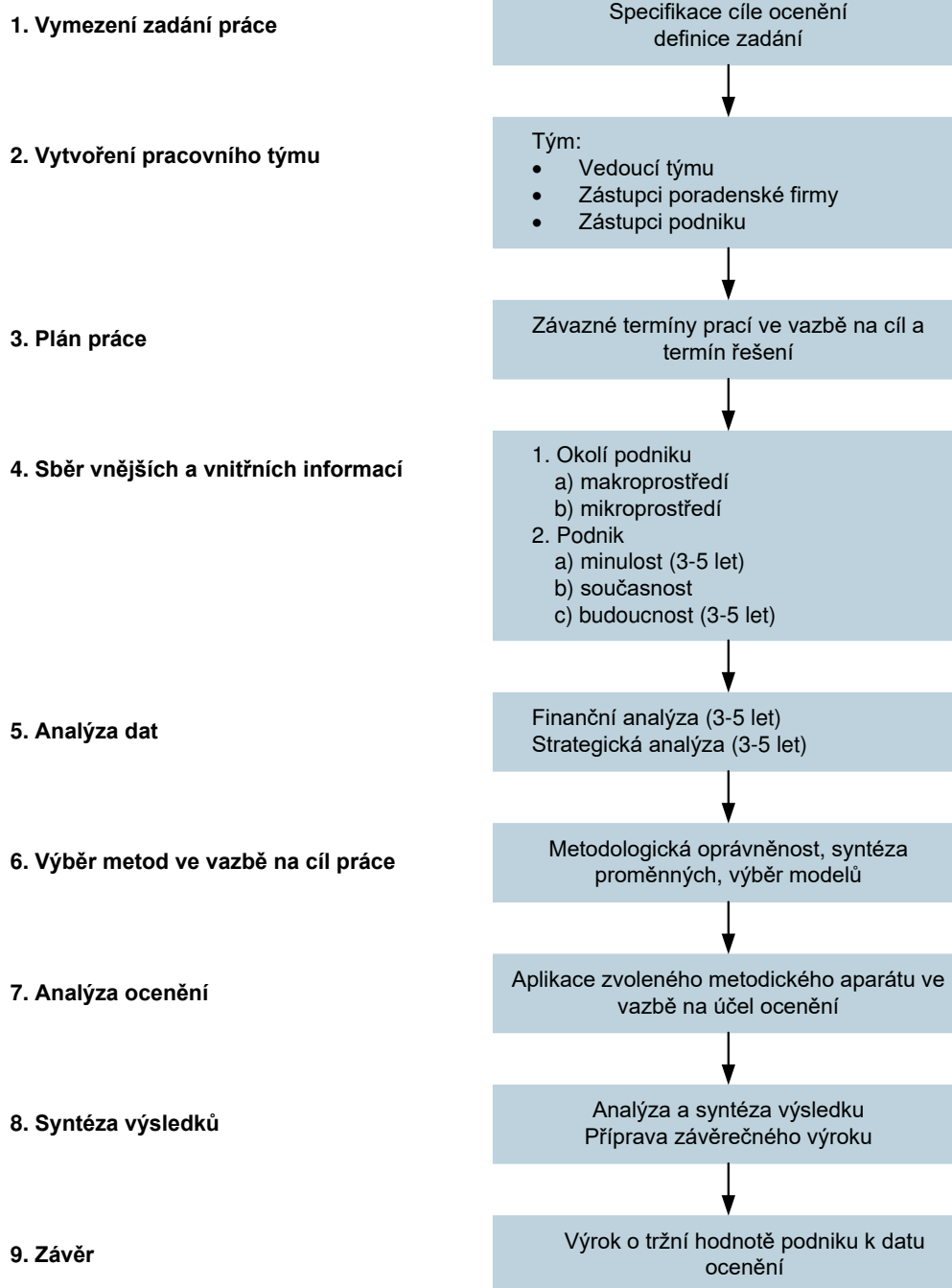
1.2.4 Postup stanovení hodnoty podniku

Neexistuje výlučně jediný správný postup doporučený ke stanovení hodnoty podniku. Vždy závisí na důvodech, které k samotnému oceňování podniku vedou. Postup oceňování podniku se liší na základě rozdílnosti účelu, za kterým se toto ocenění podniku provádí. Proto i postup popsany níže slouží jako nezbytný základ, jak při daném stanovení hodnoty podniku postupovat a který se s patřičným účelem bude dle nutnosti modifikovat v dané konkrétní situaci. Obecný postup pro ocenění podniku je následující [1]:

- Sběr vstupních dat
- Analýza dat
 - Strategická analýza,
 - Finanční analýza pro zjištění finančního zdraví podniku,
 - Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a provozně nenuťná,
 - Analýza a prognóza generátorů hodnoty,
 - Orientační ocenění na základě generátorů hodnoty,
- Sestavení finančního plánu
- Ocenění
 - Volba metody,
 - Ocenění podle zvolených metod,
 - Souhrnné ocenění.

Následující obrázek, dle Mlčocha, představuje širší pojetí postupu stanovení hodnoty podniku a obsahuje komplexnější přehled dílčích činností při oceňování vybraného podniku.

Postup při oceňování podniku



Obrázek 2: Postup při oceňování podniku dle Mlčocha [3]

1.2.5 Důvody pro stanovení hodnoty podniku

K uskutečnění stanovení hodnoty vybraného podniku existuje množství důvodů, ocenění se realizuje s různými záměry. Touto problematikou se zabývá následující kapitola. Nejčastějším důvodem k ocenění podniku je případ koupě, či naopak jeho prodeje. Dochází k němu ale také za situace vstupu nového společníka, případně většího množství nových společníků do podniku. Důležitými faktory iniciujícími potřebu ocenění podniku jsou i další vlastnické změny, dále pak změny struktury podniku, například při fúzích a jiných přeměnách podniku [1].

Na základě české legislativy je možné rozdělit důvody k ocenění podniku do dvou následujících skupin a daným zákonům [1]:

- Ocenění v případě, že dochází k vlastnickým změnám v daném podniku
- Ocenění v případě, že nedochází k vlastnickým změnám v daném podniku

2. Analýza okolí podniku

Každý existující podnik je do značné míry ovlivňován faktory působících na podnik z jeho okolí, které je děleno na makroprostředí a mikroprostředí. Smyslem této analýzy je vyhodnotit podnikovou činnost v období minulém i současném a stanovit prognózu dalšího vývoje jeho činnosti jako např. výnosový potenciál, možná rizika, která by mohla být s touto činností spojená. Analýza okolí podniku je jednou z neopomenutelných fází při oceňování podniku. V následujících podkapitolách jsou zanalyzována jednotlivá prostředí dle zvolených analyzačních metod pro tuto diplomovou práci [4].

2.1 Analýza makroprostředí

2.1.1 PEST analýza

V rámci této diplomové práce byla k analýze vnějšího prostředí a jeho vývoji v čase využita PEST analýza. Význam jednotlivých písmen označení PEST je Political, Economical, Social, Technological. Jedná se tedy o první písmena anglických názvů. PEST analýza dělí faktory makroprostředí do čtyř skupin, kterými jsou:

- politicko-právní faktory,
- ekonomické faktory,
- sociální faktory,
- technické a technologické faktory.

Politicko-právní faktory

- legislativa
- politická orientace vládní reprezentace,
- antimonopolní opatření,
- politika zdanění,
- vládní stabilita,
- sociální politika,
- zákony na ochranu životního prostředí [5].

Ekonomické faktory

- vývoj hrubého domácího produktu,
- stav ekonomiky s ohledem na hospodářský cyklus a její vývoj,

- míra inflace a její vývoj,
- míra úrokové sazby a její vývoj,
- míra nezaměstnanosti a její vývoj,
- vývoj devizových kurzů [5].

Sociální faktory

- demografický vývoj,
- životní úroveň obyvatelstva a její vývoj,
- úroveň vzdělanosti a její vývoj,
- věková struktura obyvatelstva a její vývoj
- sociální legislativa,
- mobilita pracovní síly,
- přístupy k práci apod. [5].

Technické a technologické faktory

- vládní podpora vědy a techniky,
- trendy v inovacích produktů,
- trendy ve vývoji technologií,
- zvyklosti patentoprávní ochrany v daném produkčním segmentu atd. [5].

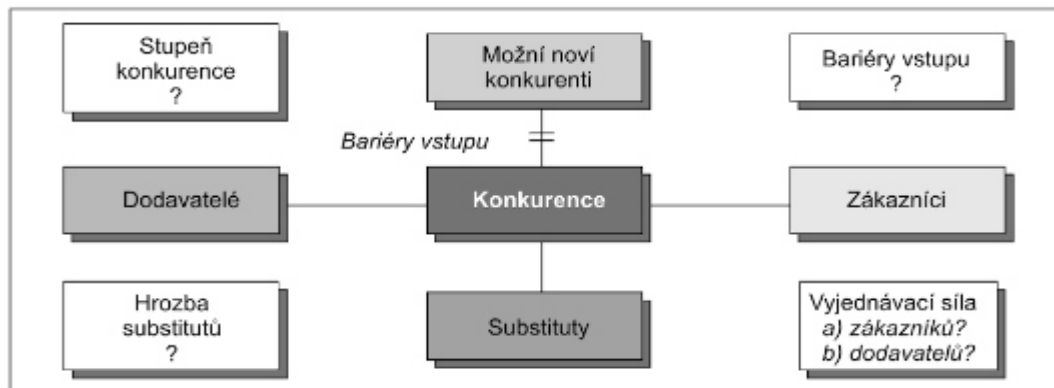
2.2 Analýza mikroprostředí

2.2.1 Porterův model 5 sil

Jedním ze základních nástrojů a velmi často využívanou metodou analýzy mikroprostředí je Porterova analýza, nebo-li Porter's five forces, jež analyzuje pět oblastí konkurenčního prostředí. Tato analýza odhaluje případné hrozby pro činnost podniku a také příležitosti, které se v daném prostředí podniku nabízejí a jež by měly být implementovány do firemní strategie s ohledem na vytváření a získávání konkurenčních výhod. Zabývá se vývojem odvětví v minulých letech i současného stavu, zároveň vede ke stanovení prognóz budoucího vývoje daného odvětví založených zejména na vývoji tržeb a zisků [6].

Zmíněné konkurenční faktory Porterovy analýzy jsou:

- Riziko vstupu potencionálních konkurentů
- Rivalita mezi podniky uvnitř mikrookolí
- Smluvní síla dodavatelů
- Smluvní síla kupujících
- Hrozba substitučních výrobků



Obrázek 3: Porterův model pěti sil [7]

3. Finanční analýza

Vypracování finanční analýzy je nezbytnou součástí při stanovení hodnoty vybraného podniku. Finanční analýza staví na informacích, které čerpá z finanční uzávěrky, jež je tvořena rozvahou a výkazem zisků a ztrát [8]. Obecně je možné tuto podstatnou část ocenění podniku definovat dle Holečkové takto:

„Standardní finanční analýza poskytuje hrubý obraz o finanční situaci, který je možno ještě doladit podle podrobnějších informací z účetní závěrky, přílohy k účetní závěrce a z výroční zprávy. Výsledkem provedené analýzy je úsudek finančního analytika o finanční důvěryhodnosti a finanční spolehlivosti podniku, podmíněný i jeho subjektivními názory, které se opírají o jeho zkušenosti [9].“

Vypovídá zejména o finanční výkonnosti daného podniku a jejím hlavním cílem je definovat finanční zdraví podniku, tedy informovat o současném stavu i z hlediska dalšího vývoje v budoucnu. Pomáhá odhalit a posoudit rizika a to především z finančního a provozního hlediska. Výsledkem finanční analýzy by měly být s ohledem na její dvě základní funkce údaje o celkovém finančním zdraví podniku posledních let, současného stavu s ohledem na schopnost prognózy vývoje v následujících letech. Zároveň by výstupní data finanční analýzy měla sloužit jako základní stavební kámen pro vytvoření finančního plánu společnosti. Na základě finanční analýzy by mělo být možné predikovat perspektivitu podniku v budoucím období [1].

V rámci finanční analýzy jsou předmětem zkoumání následně uvedené ukazatele a procesy [10]:

- Analýza absolutních ukazatelů
 - Horizontální analýza účetních výkazů:
 - horizontální analýza rozvahy,
 - horizontální analýza výkazu zisku a ztráty,
 - Vertikální analýza účetních výkazů:
 - vertikální analýza rozvahy,
 - vertikální analýza výkazu zisku a ztráty,
- Analýza poměrových ukazatelů:
 - analýza ukazatelů rentability:
 - rentabilita aktiv (ROA),

- rentabilita vlastního kapitálu (ROE),
 - rentabilita tržeb (ROS),
 - rentabilita investovaného kapitálu (ROCE),
- analýza ukazatelů likvidity:
 - běžná likvidita
 - pohotová likvidita
 - okamžitá likvidita
- analýza ukazatelů aktivity:
 - obrat aktiv,
 - obrat zásob,
 - obrat pohledávek,
 - obrat krátkodobých závazků,
 - doba obratu aktiv,
 - doba obratu zásob,
 - doba splatnosti pohledávek,
 - doba splatnosti krátkodobých závazků,
- analýza ukazatelů zadluženosti:
 - celková zadluženost,
 - ukazatel úrokového krytí,
- analýza ukazatelů kapitálového trhu:
 - účetní hodnota akcie,
 - čistý zisk na akcii,
 - poměr tržní ceny akcie k zisku na akcii,
 - výplatní poměr,
 - aktivační poměr,
 - tempo růstu g,
- analýza ukazatelů produktivity:
 - osobní náklady k přidané hodnotě,
 - produktivita práce z přidané hodnoty,
- Analýza pomocí bilančních pravidel:
 - zlaté bilanční pravidlo,
 - pravidlo vyrovnaní rizika,
 - růstové pravidlo,
 - pravidlo Pari,

- Analýza čistého pracovního kapitálu (WC)
- Analýza pomocí hodnotového ukazatele ekonomické přidané hodnoty (EVA)
- Souhrnné ukazatele hodnocení podniku:
 - Altmanova analýza,
 - Index IN05.

3.1 Absolutní ukazatele

3.1.1 Horizontální a vertikální analýza účetních výkazů

Základním prvkem finanční analýzy je horizontální a vertikální analýza absolutních ukazatelů účetních výkazů, jejichž vstupními daty. Těmito vstupními daty jsou absolutní hodnoty jednotlivých položek rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Po matematické stránce je stanovení těchto propočtů velice snadné a přesto se jedná o základní krok v rámci finanční analýzy. Horizontální analýza, též vodorovná, sleduje vývoj jednotlivých položek účetních výkazů v čase a informuje, jak velkých změn dosahuje meziročně nebo za několik účetních období. Existují dva způsoby provedení horizontální analýzy absolutních veličin. Jedná se o tzv. rozdílovou analýzu doporučenou zejména pro menší podniky, jež nedisponují ustálenou strukturou kapitálu a majetku, a tzv. podílovou, jež se vztahuje pro větší přehlednost při sledování vývoje oproti rozdílové na větší podniky. Oproti tomu vertikální analýza, též svislá, vyjadřuje podíl jednotlivých položek rozvahy a výkazu zisku a ztráty vzhledem k jisté základní veličině během jednoho konkrétního období. Vertikální analýza sleduje konkrétně tyto podíly [8, 10]:

- podíl jednotlivých majetkových složek na celkových aktivech
- podíl jednotlivých zdrojů financování na celkových pasivech
- podíl jednotlivých položek výkazu zisku a ztráty na celkových tržbách

3.1.2 Pracovní kapitál

Čistý pracovní kapitál

Jednotlivá vysvětlení pojmů pracovního kapitálu [10]:

- Pracovní kapitál = Working Capital (WC) - odpovídá hodnotě oběžných aktiv

$$WC = \text{oběžná aktiva}$$

- Čistý pracovní kapitál = Net Working Capital (NWC) - odpovídá oběžným aktivům sníženým o krátkodobé závazky

$$NWC = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé závazky}$$

- Nefinanční pracovní kapitál = Noncash Working Capital (NCWC) – odpovídá součtu hodnot zásob a pohledávek

$$NCWC = \text{zásoby} + \text{pohledávky} - \text{krátkodobé závazky}$$

Nejvýznamnějším vyjádřením pracovního kapitálu pro standardní chod podniku se využívá čistého pracovního kapitálu, jenž vyjadřuje množství oběžného majetku, který není kryt z krátkodobých zdrojů, nýbrž ze zdrojů dlouhodobých [8].

Obratový cyklus peněz

Obratový cyklus peněz řeší otázku uskutečnění zakázky z hlediska množství financí a potřebnou dobu investování do výroby. Jedná se o součet doby, po kterou jsou zásoby vázány v podniku, s dobou obratu pohledávek zkrácený o dobu splatnosti krátkodobých závazků. Obecně platí, že čím větší obratový cyklus peněz je, tím větší je potřeba peněz na uhrazení výdajů po dobu obratového cyklu peněz. Cílem podniku je snižovat obratový cyklus peněz a s tím související využívané prostředky [10].

$$OCP = \text{doba vázanosti zásob} + \text{doba obratu pohledávek} \\ - \text{doba splatnosti krátkodobých závazků}$$

3.2 Poměrové ukazatele

Poměrové ukazatele lze považovat za velmi oblíbený ukazatel finančního zdraví a efektivnosti podniku využívaný při procesu tvorby finanční analýzy díky vysoké využitelnosti v praxi. Poměrové ukazatele vychází z dat účetních výkazů a charakterizují vztah absolutních hodnot dvou položek účetních výkazů z jejich vzájemného poměru [8].

Pro účely této diplomové práce byly využity v rámci finanční analýzy následující uvedené a blíže charakterizované poměrové ukazatele:

- ukazatele rentability,
- ukazatele likvidity,
- ukazatele aktivity,
- ukazatele zadluženosti.

Předtím než budou popsány jednotlivé skupiny poměrových ukazatelů, je nezbytné definovat položky využité pro následné výpočty uvedených jednotlivých poměrových ukazatelů.

- EBIT = Zisk před zdaněním a úroky (Earnings Before Interest and Taxes)
- EAT = Čistý zisk (Earnings After Taxes)

3.2.1 Ukazatele rentability

Nejčastěji využívanými poměrovými ukazateli jsou právě ukazatele rentability. Vyjadřují výnosnost podnikového kapitálu určením míry schopnosti podniku dosahovat zisku a vytvářet nejen ekonomickou hodnotu s využitím investovaného kapitálu. Jak je z jednotlivých vzorců níže patrné, poměrují zisk s dalšími položkami. Obecně platí vzájemná úměrnost mezi mírou rentability a hospodařením podniku. Tedy čím vyšší rentability je podnikem dosahováno, tím je jeho hospodaření s majetkem a kapitálem lepší [10]. Dále jsou uvedeny a popsány základní ukazatele ROA, ROE, ROS a ROCE využité pro účely této práce [8].

Rentabilita aktiv (ROA, Return On Assets)

Poměrový ukazatel rentability ROA, nebo-li rentabilita aktiv, je považován za hlavní ukazatel rentability a udává poměr zisku podniku k celkovým vloženým prostředkům [10].

$$ROA = \frac{EBIT}{aktiva}$$

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE, Return On Equity)

Rentabilita vlastního kapitálu udává poměr čistého zisku k vlastnímu kapitálu, tedy kolik čistého zisku odpovídá jedné koruně investované vlastníky společnosti [10].

$$ROE = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{vlastní kapitál}}$$

Rentabilita tržeb (ROS, Rentability On Sales)

Rentabilita tržeb poměřuje čistý zisk po zdanění a tržby utržené za prodej zboží a vlastních výrobků a služeb.

$$ROS = \frac{EAT}{\text{tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb} + \text{tržby z prodeje zboží}}$$

Rentabilita investovaného kapitálu (ROCE, Return On Capital Employed)

Rentabilita investovaného kapitálu udává, jakého provozního hospodářského výsledku před zdaněním dosáhl podnik z jedné koruny investované akcionáři a věřiteli [11].

ROCE

$$= \frac{EBIT}{\text{vlastní kapitál} + \text{rezervy} + \text{dlouhodobé závazky} + \text{dlouhodobé bankovní úvěry}}$$

3.2.2 Ukazatele likvidity

Důležitost ukazatelů likvidity je nezpochybnitelná, neboť je nezbytné, aby podnik byl schopný splácet včas a v dostatečné míře své vlastní závazky, v opačném případě nemůže být takový podnik rentabilní. Jedná se o tři ukazatele, kterými jsou běžná, pohotová a okamžitá likvidita [8].

Běžná likvidita (Current Ratio)

Vychází z poměru oběžných aktiv a krátkodobých závazků.

$$\text{běžná likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

Pohotová likvidita (Quick Asset Ratio)

Udává poměr mezi hodnotou oběžných aktiv sníženou o zásoby a krátkodobých závazků. Jedná o přesnější vyjádření běžné likvidity s ohledem na schopnost splácet krátkodobé závazky [8].

$$\text{pohotová likvidita} = \frac{(\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby})}{\text{krátkodobé závazky}}$$

Okamžitá likvidita (Cash Position Ratio)

Jedná o nejpřísnější ukazatel likvidity. Okamžitá likvidita vyjadřuje schopnost podniku uhradit jakýkoliv krátkodobý závazek právě v tomto okamžiku, matematicky potom pomocí poměru mezi finančním majetkem a krátkodobými závazky [8].

$$\text{okamžitá likvidita} = \frac{\text{finanční majetek}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

3.2.3 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity popisují, jak podnik využívá jednotlivé vlastní majetkové části. Existují dva typy těchto ukazatelů - doba obratu a obratovost, nebo-li počet obrátů [10].

- obratovost (počet obrátů)
- doba obratu

Ukazatele, jež udávají obratovost, porovnávají dané položky s hodnotou tržeb podniku. V případě obratu aktiv se jedná o poměr tržeb a aktiv, obrat zásob poměruje tržby a zásoby, obrat pohledávek je vyjádřen podílem tržeb a pohledávek.

Obrat aktiv (Total Assets Turnover Ratio)

$$\text{obrat aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}}$$

Obrat zásob (Inventory Turnover Ratio)

$$\text{obrat zásob} = \frac{\text{tržby}}{\text{zásoby}}$$

Doba obratu zásob (Inventory Turnover)

Pro podnik je žádoucí snižující se doba obratu zásob v závislosti na rostoucím obratu zásob. Jedná o počet dní, po které jsou zásoby vázány v podniku, než dojde k jejich spotřebě či prodeji.

$$\text{doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\frac{\text{tržby}}{360}}$$

Doba splatnosti pohledávek (Average Collection Period)

Ukazatel doby splatnosti pohledávek udává dobu, za kterou dojde k převedení pohledávek do peněžní podoby, tedy počet dní, za který dojde ke splacení daných pohledávek.

$$\text{doba splatnosti pohledávek} = \frac{\text{pohledávky}}{\frac{\text{tržby}}{360}}$$

Doba splatnosti krátkodobých závazků (Creditors Payment Period)

Doba splatnosti krátkodobých závazků vyjadřuje dobu, po kterou zůstávají tato závazky neuhrazeny a je vyjádřena podílem krátkodobých závazků a aktiv.

$$\text{doba splatnosti krátkodobých závazků} = \frac{\text{krátkodobé závazky}}{\text{aktiva}}$$

3.2.4 Ukazatele zadluženosti

Posouzení, do jaké míry je podnik schopný splácet své dluhy vyjadřují právě ukazatele zadluženosti. Zároveň poměří cizí a vlastní zdroje podniku. Dvěma ukazateli využitých současně v analytické části této práce jsou celková zadluženost a ukazatel úrokového krytí [10].

Celková zadluženost (Total Debt to Total Assets)

Celková zadluženost měří míru zadlužení podniku a vypovídá o tom, do jaké míry podnik při svém financování využívá cizích zdrojů. Použití cizího kapitálu je pro daný podnik levnějším způsobem financování, ale současně výrazně klesá důvěra věřitelů.

$$\text{celková zadluženost} = \frac{\text{celkové dluhy}}{\text{celková aktiva}}$$

Ukazatel úrokového krytí (Times Interest Earned Ratio)

Stanovení ukazatele úrokového krytí je dosaženo pomocí výpočtu, tedy uvedeným poměrem zisku před zdaněním a úroky s nákladovými úroky. Tento ukazatel udává, kolikrát je možné pokrýt úrokové platby celkovým ziskem. S vyšší hodnotou tohoto ukazatele je zároveň o to vyšší schopnost podniku hradit náklady za využívání cizích zdrojů [10].

$$\text{ukazatel úrokového krytí} = \frac{EBIT}{\text{nákladové úroky}}$$

3.3 Bilanční pravidla

Bilanční pravidla jsou souborem doporučení pro vyvážené financování podniku a udržení jeho celkové stability. Jednotlivá pravidla porovnávají vzájemný vztah určitých složek aktiv a pasiv. Ve všech případech není možné docílit splnění všech bilančních pravidel současně. Důležitá jsou však s ohledem na celkovou činnost daného podniku. Celkem jsou známa a posuzována čtyři základní bilanční pravidla uvedená a charakterizovaná níže [8, 10].

Bilanční pravidla:

- zlaté bilanční pravidlo,
- pravidlo vyrovnání rizika,
- růstové pravidlo,
- pari pravidlo.

Zlaté bilanční pravidlo

Dle zlatého bilančního pravidla by měl být krátkodobý majetek financován z krátkodobých zdrojů a dlouhodobý majetek z dlouhodobých zdrojů, tedy z vlastního kapitálu a dlouhodobého cizího kapitálu. Poměr aktiv a pasiv by měl být vyrovnaný. Ne vždy bývá financování zcela vyvážené, proto je třeba zmínit další dva způsoby financování [10]:

- Konzervativní - V tomto případě je využíváno dlouhodobého kapitálu zároveň k financování krátkodobého majetku. Jedná se o vhodné řešení pro menší podniky z důvodu nižší rizikovosti, přestože je toto řešení dražší.
- Agresivní - Agresivní způsob financování oproti tomu variantou levnější, ale také rizikovější, kterou volí některé velké podniky. Spočívá ve financování dlouhodobého majetku z krátkodobých zdrojů.

Pravidlo vyrovnání rizika

Pravidlo vyrovnání rizika doporučuje využívat zároveň vlastní i cizí zdroje za předpokladu převahy vlastních zdrojů nad cizími [10].

Růstové pravidlo

Růstové bilanční pravidlo se vyznačuje doporučením, na jehož základě by nemělo být tempo růstu investic vyšší než tempo růstu tržeb. Jeho hlavní myšlenkou je, aby investice směřovaly do takového majetku, aby bylo naplněno očekávání zvýšení tržeb [10].

PARI pravidlo

Pari pravidlo doporučuje podniku využívat maximálně tolik vlastního kapitálu, kolik může být uloženo do dlouhodobého majetku, nebo méně pro dosažení rezervy pro financování dlouhodobým cizím kapitálem [10].

3.4 Ekonomická přidaná hodnota - EVA

Ekonomická přidaná hodnota (EVA = Economic Value Added) vychází ze tří hodnot – hodnota čistého provozního zisku zvýšeného po zdanění, celkový investovaný kapitál a průměrné náklady na kapitál [8].

$$EVA = NOPAT - C \times WACC,$$

kde NOPAT – čistý provozní zisk,

C – celkový investovaný kapitál,

WACC – průměrné náklady na kapitál.

Provozní zisk po zdanění (NOPAT = Net Operating Profit After Taxes) představuje provozní zisk podniku po zdanění dosaženého hlavní činností podniku. Stanoví se dle vzorce [8]:

$$NOPAT = EBIT \times (1 - t),$$

kde EBIT – zisk před zdaněním a úroky,

t – sazba daně z příjmů právnických osob.

4. Finanční plán

Následuje další nezbytný krok v procesu oceňování podniku, kterým je vytvoření finančního plánu, jež je součástí celkového podnikového plánu a je s ním v souladu z dlouhodobého hlediska a naplňuje předpoklady podnikových strategií a cílů. Jeho nepostradatelnost se projevuje zejména v případě, kdy je podnik oceňován některou z výnosových metod. V takovém případě je kladen patřičný důraz na vytvoření finančního plánu, jehož smyslem je cílení na maximalizaci tržní hodnoty podniku v dlouhodobém časovém pojetí [1].

Při vytváření finančního plánu je nezbytné vycházet z analýzy generátorů hodnoty, tedy z rozvahy, výkazu zisku a ztráty a peněžních toků. Je žádoucí uvést si také položky, jež zásadně ovlivňují hodnotu podniku a jsou základním pilířem celého finančního plánu. Jedná se především o tržby z prodeje hlavních produktů, ziskovou marži, plánovanou výši zásob či výchozí prognózu investic do dlouhodobého majetku. Pro dosažení kompletního finančního plánu musí být tyto generátory hodnoty doplněny o [1]:

- Plán financování, jehož součástí by měly být informace ke splácení úvěrů, získávání nových úvěrů, případně nutné navýšení vlastního kapitálu.
- Další plánované hodnoty, které nemají významný vliv na výsledné ocenění podniku.
- Položky nesouvisející s hlavním provozem zisku, měly by být oceňovány samostatně. Například se může jednat o:
 - plán odprodeje nepotřebného majetku a zisky z prodeje majetku z toho vyplývající,
 - investice do cenných papírů v případě peněžních přebytků vyplývajících z finančního plánu.
- Předpokládané výplaty dividend nebo podílů na zisku vlastníkům za současného předpokladu, že nedochází k neúměrnému nárůstu peněžních prostředků v rozvaze. Tím by nemělo dojít k ovlivnění hodnoty podniku, nýbrž pouze zvýšit věrohodnost finančního plánu.
- Formální dopočty všech položek nezbytných pro úplné sestavení finančních výkazů, jež nebyly doposud vypočítány během sestavování jednotlivých dílčích plánů. Jako příklady je možné uvést:
 - celkové peněžní toky,

- nerozdělený zisk,
- ziskové fondy pro sestavení rozvahy,
- výši dlouhodobého majetku ke konci každého roku.

5. Metody oceňování

Pro samotné ocenění podniku existuje řada metod, jejichž výběr bude ovlivněn účelem, za kterým se oceňování daného podniku provádí. Primárním smyslem ocenění je vyjádření peněžní hodnoty podniku. Dle Miloše Maříka by měly být v ideálním případě použity všechny tři metody. Těmito základními skupinami metod jsou [1]:

- Metody založené na majtkovém principu
 - Metoda účetní hodnoty
 - Metoda substanční hodnoty
 - Metoda likvidační hodnoty
- Metody založené na tržním principu
 - Tržní multiplikátory
 - Metody srovnatelných transakcí
- Metody založené na výnosovém principu
 - Metoda kapitalizovaných výnosů
 - Dividendový diskontní model
 - Metody diskontovaného volného peněžního toku (discounted cash flow)
 - Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF adjusted present value)
 - Metoda ekonomické přidané hodnoty (economic value added)
- Kombinované metody
 - Schmalenbachova metoda střední hodnoty (metoda praktiků)
 - Švýcarská metoda
 - Model diferenciální renty (superzisku)

V následujících podkapitolách budou některé jednotlivé metody blíže popsány. Tato kapitola se z pohledu charakteristiky metod oceňování podniku zaměřuje především na metody využití v analytické části při ocenění společnosti Kofola a.s., jež je předmětem této práce. Výhradně se jedná o metody výnosového charakteru.

5.1 Metody založené na majetkovém principu

Metody, jež jsou založeny na majetkovém principu, se vyznačují bezproblémovou srozumitelností a jednoduchostí. Tyto metody vychází při stanovení hodnoty podniku z dat účetní uzávěrky. Hodnota podniku představuje souhrn individuálně oceněných položek majetku ponížený o individuálně oceněné závazky. S patřičným důrazem je nezbytné zmínit vliv předpokladů, se kterými jsou majetkové struktury oceňovány, především závisí na úvaze o dalším existenčním pokračování podniku. Z tohoto hlediska jsou definována dvě základní kritéria předpokladů [1]:

- Going concern princip - princip trvalé existence podniku, ocenění na principu reprodukčních cen.
- Princip nepředpokládané dlouhodobé existence podniku, s tímto principem souvisí tzv. likvidační hodnota.

Následující podkapitoly se zabývají konkrétními typy metod, jež jsou založeny na majetkovém principu. Jedná se o metodu účetní hodnoty a metodu substanční hodnoty.

5.1.1 Metoda účetní hodnoty

Vzhledem k povinnosti podniků vést záznamy o účetnictví je možné tyto údaje využít při určení účetní hodnoty. Díky účetní evidenci se dostává při nejmenším informací, kterými jsou [8]:

- hodnota podniku celkem: jedná se o hodnotu aktiv, případně pasiv,
- hodnota základního kapitálu: počet akcií \times nominální hodnota akcie,
- hodnota vlastního kapitálu: aktiva (nebo pasiva) – cizí zdroje.

5.1.2 Metoda substanční hodnoty

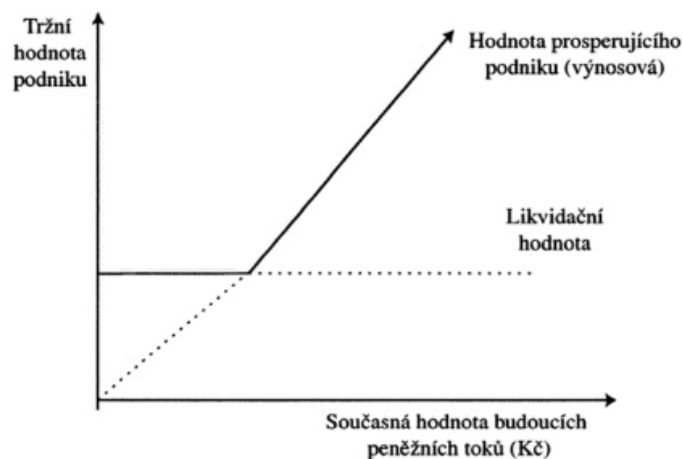
V případě využití metody substanční hodnoty vede ke stanovení hodnoty podniku proces, při němž by měl odhadce postupovat následujícím způsobem, kdy je v první řadě nezbytné definovat majetkovou podstatu oceňovaného podniku. K tomuto účelu bývají využívána základní data z podnikové evidence. Při stanovení hodnoty prostřednictvím substanční metody jsou předmětem zkoumání jednotlivé majetkové části a jejich ocenění je založeno na principu going-concern. Výsledkem je stanovená aktualizovaná pořizovací hodnota nebo čisté reprodukční náklady.

Jak uvádí Kislingerová, využívá se tato metody zejména v případech, v nichž je [8]:

- nevyjasněn podnikatelský záměr,
- finanční zdraví podniku narušené,
- disponováno speciálními aktivy, která není možné využít pro jiné účely.

5.1.3 Metoda likvidační hodnoty

Veškeré metody, jež slouží ke stanovení hodnoty podniku, vychází z předpokladu existenčně neomezené životnosti podniku, tedy principu going-concern. Toto se však netýká všech podniků, existují případy, kdy není podnik schopný zajistit svou budoucí existenci a je postaven před rozhodnutí o ukončení činnosti a likvidaci podniku. V případech jako je tento, je nejnižší hodnotou podniku hodnota, která se označuje likvidační. Likvidační hodnota je oceněním podniku v situaci, kdy je likvidační hodnota vyšší než hodnota, které dosahuje současná hodnota budoucích výnosů. Na obrázku níže je vyjádřen vztah likvidační hodnoty a hodnoty podniku, který prosperuje [8].



Obrázek 4: Vztah likvidační a výnosové hodnoty podniku [8]

5.2 Metody založené na tržním principu

Základní princip metod založených na tržním principu, nebo také metod označovaných jako metody relativního oceňování, se zakládá na odvození hodnoty aktiv či kapitálu společnosti z dostupných srovnatelných aktiv. Podmínky, že se jedná o relativní oceňování, jsou následující [8]:

- nalezení podniku srovnatelného s podnikem, který je předmětem ocenění,
- převedení hodnoty srovnatelného podniku do standardizovaného tvaru, jelikož není možné srovnávat absolutní hodnotu,

- porovnání standardizované hodnoty či multiplikátoru se srovnatelným aktivem.

Nezbytnou součástí je vymezení srovnatelných podniků a podmínek, jež takové podniky musí splňovat. „*Informace o firmách lze získat např. z Value Line při burze v New Yorku [8].*” Obvykle se jedná o výběr 6-8 podniků, které jsou porovnány na základě několika různých hledisek:

- předmět,
- obor,
- velikost,
- historie,
- kapitálová struktura.

Zde jsou uvedeny multiplikátory, které jsou nejčastěji využívány:

- Price to Earnings ration (P/E)
- Price to Earnings Eefore Interest and Taxes (P/EBIT)
- Price to Cash Flow (P/CF)
- Price to Book Value (P/BV)

5.3 Metody založené na výnosovém principu

Metody založené na výnosovém principu vychází z faktu, že očekávaný užitek pro majitele v podobě očekávaných výnosů určuje hodnotu statku. Z teoretického hlediska jsou za tyto výnosy považovány peněžní příjmy, které plynou z oceňovaného podniku jeho majiteli. V rámci této kapitoly o výnosových metodách ocenění podniku budou popsány metody využití v praktické části této práce k ocenění podniku Kofola a.s., typy metod založené na výnosovém principu jsou metoda diskontovaného peněžního toku - DCF, metoda kapitalizovaných čistých výnosů, metoda ekonomické přidané hodnoty – EVA a metody kombinující výnosové ocenění s oceněním majetku [1].

5.3.1 Metoda diskontovaného cash flow (DCF)

Metoda diskontovaného cash flow označovaná jako DCF (discounted cash flow) má v praxi největší využití právě pro existenci velkého množství modelů této metody. Metoda DCF je založena na předpokladech, kdy je možné tyto modely prakticky využít [8]:

- kapitálové trhy jsou efektivní,
- struktura kapitálu podniku je tvořena jen vlastním jměním a dluhem,
- existuje pouze daň z příjmů,
- podnik (na základě principu going concern) musí trvale investovat do výše odpisů.

Jak bylo již zmíněno v prvním odstavci této podkapitoly, existují konkrétně tři modely této oceňovací metody založené na skutečnosti, pro koho jsou peněžní toky určeny [1]:

- metoda „entity“, či také Entity approach (entity = jednotka)
- metody „equity“, či také Equity approach (equity = vlastní kapitál)
- metoda „APV“ (APV = Adjusted present value, jedná se o upravenou současnou hodnotu)

Metoda DCF Entity

Při stanovení hodnoty podniku touto metodou se postupuje ve dvou následujících krocích. Diskontování těchto peněžních toků vede k zisku hodnoty podniku jako celku. Následným odečtením hodnoty cizího kapitálu ke dni ocenění lze vypočítat hodnotu vlastního kapitálu [1].

Model stabilního růstu

$$V(F) = \frac{FCFF_1}{WACC - g_n}$$

kde $FCFF_1$ – volný peněžní tok v prvním roce,

$WACC$ – vážené kapitálové náklady,

g_n – tempo růstu udržitelné do nekonečna.

Dvoufázový model

$$V(F) = \sum_{j=1}^{n-1} \frac{FCFF_j}{(1+WACC)^j} + \frac{FCFF_n}{WACC_n - g_n} \times \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

Metoda DCF Equity

Hodnota vlastního podniku se získá diskontováním peněžních toků, jež jsou k dispozici jen vlastníkům tohoto podniku [1].

Model stabilního růstu

$$V(E) = \frac{FCFE_1}{(r_e - g)}$$

kde V – hodnota podniku,

$FCFE_1$ – volný peněžní tok pro akcionáře v prvním roce,

r_e – náklady na vlastní kapitál,

g – tempo růstu.

Dvoufázový model

$$V(F) = \sum_{j=1}^{n-1} \frac{FCFE_j}{(1+r_e)^j} + \frac{FCFE_n}{r_{en} - g_n} \times \frac{1}{(1+r_e)^n}$$

Metoda DCF APV

Ke stanovení hodnoty podniku metodou DCF APV vedou opět dva kroky. Zjištění hodnoty podniku jako celku součtem hodnoty podniku při nulovém zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Nejedná o tak častou metodu, jako je tomu v případě předchozích dvou typů metod [1].

Model stabilního růstu

$$V(E) = \frac{DPS}{(r_e - g)}$$

Dvoufázový model

$$V(E) = \sum_{j=1}^{n-1} \frac{DPS_j}{(1+r_e)^j} + \frac{DPS_n}{r_{en} - g_n} \times \frac{1}{(1+r_e)^n}$$

5.3.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Tato metoda byla vytvořena a také využívána zejména v německy mluvících zemích. Výsledkem této metody je přímo hodnota vlastního kapitálu. Jsou známy dvě varianty metody kapitalizovaných čistých výnosů. První variantou je určení čistého výnosu pomocí peněžních toků. Druhá varianta využívá pro stanovení čistého výnosu upravené výsledky hospodaření [1].

5.3.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty EVA

Ekonomická přidaná hodnota byla již popsána v kapitole týkající se finanční analýzy. Ekonomická přidaná hodnota ale nenabízí své uplatnění pouze v rámci finanční analýzy, využívá se také při samotném ocenění podniku zejména proto, že doplňuje nedostatky např. ukazatelů rentability, jež se pro tyto účely využívaly dříve. Využitím této metody se zjišťuje ekonomický zisk. V rámci metody ekonomické přidané hodnoty lze využít opět využít model stabilního růstu či dvoufázový model [1].

Model stabilního růstu

$$V(F) = \frac{EVA}{(WACC - g)} + C$$

Dvoufázový model

$$V(F) = \sum_{j=1}^{n-1} \frac{DPS_j}{(1 + WACC)^j} + \frac{EVA_n}{WACC_n - g_n} \times \frac{1}{(1 + WACC)^n}$$

PRAKTICKÁ ČÁST

6. Podnik Kofola a.s.

Společnost Kofola a.s. se zabývá výrobou a distribucí nealkoholických sycených nápojů, ke které dosavadně dochází v sedmi závodech. Zároveň je společnost na území České republiky a Slovenska výhradním distributorem značek Evian, Badoit, Rauch, Vincentka. Společnost Kofola a.s. působí na pěti trzích - v České republice, na Slovensku, v Polsku, Slovinsku a nově také v Chorvatsku [12].

Společnost Kofola a.s. navíc aktivně přispívá k ochraně životního prostředí a tento fakt patří mezi nejpřednější zásady a vize společnosti společně se zdravým životním stylem a výrobou kvalitní produktů bez konzervantů. Na území České republiky a Slovenska obsahují obaly těchto kolových nápojů značku Zeleného bodu. Zásluhy Zeleného bodu řídí společnost Ekocom, která pomáhá podniku Kofola a.s. s naplněním cílů v souvislosti s tříděním odpadu a recyklací plastů, nápojových kartónů, papíru a skla. Každý rok se společnosti podaří nasbírat a recyklovat na šest tisíc tun odpadů. Důkazem toho, že společnosti Kofola leží na srdci blaho nejen jejich zaměstnanců dodavatelů, obchodních partnerů či zákazníků, je od roku 2014 členem Asociace společenské odpovědnosti [12].

6.1 Historie podniku

Tradiční kolový nápoj Kofola je populaci znám od přelomu padesátých a šedesátých let devatenáctého století. Od představení nápoje v roce 1960 rostla obliba a zájem o tento nápoj. Poprvé spojila firma výrobní program s tímto nápojem v roce 2000 uzavřením licenční smlouvy na jeho stáčení s toho času vlastníkem značky farmaceutickou firmou Ivax z Opavska. V roce 2004 se dočkal tento tradiční nápoj nové příchuti, byla uvedena Kofola Citrus. Postupem času se stále rozšiřovalo produktové portfolio společnosti, přibývaly další značky, mimo jiné i pramenité vody Rajec, nápoje Chito Tonic a další. V listopadu 2006 byl vyčleněn holding jako společnost, jež měla vlastní právní subjektivitu a název Kofola Holding, a.s. Od roku 2012 je společnost Kofola Holding a.s. přejmenována na Kofola ČeskoSlovensko a.s. Roku 2015 začala být Kofola obchodována na pražské burze, zaměstnanci se stávali akcionáři skupiny. V roce 2016

rozšířila Kofola pole působení vstupem na chorvatský trh. Nyní je společnost Kofola a.s., jež je součástí skupiny Kofola S.A., jedním z předních výrobců nealkoholických nápojů na území Evropy [12].

6.2 Základní informace

Základní informace o společnosti Kofola a.s. byly čerpány z webových stránek Ministerstva spravedlnosti ČR [13].

Datum zápisu: 15. května 2006

Spisová značka: B 3021 vedená u Krajského soudu v Ostravě

Obchodní firma: Kofola a.s.

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

Identifikační číslo: 277 67 680

Právní forma: Akciová společnost

Předmět podnikání: Pronájem nemovitostí, bytů a nebytových prostor bez poskytování jiných než základních služeb spojených s pronájmem

Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona

Činnost účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence

Statutární orgán – představenstvo:

- Janis Samaras, předseda představenstva
- René Musila, místopředseda představenstva
- Ing. Daniel Buryš, MBA, člen představenstva
- Roman Zúrik, člen představenstva
- Karel Hrbek, člen představenstva

6.4 Produktové portfolio

- Kofola - tradiční, československý kolový nápoj,
- Vinea - sycený hroznový nápoj,
- Rajec - pramenitá voda,
- Jupí - sirupy a ovocné nápoje,
- Jupík - dětský ovocný nápoj z pramenité vody,
- RC Cola - americký kolový nápoj,
- Semtex - energetický nápoj,
- Rauch - ovocné šťávy,
- Top Topic - jemně perlivý hroznový nápoj,
- Chito - tonik, nealkoholický nápoj,
- CitroCola - český kolový nápoj,
- Orangina - jemně sycený nápoj,
- UGO - čerstvé ovocné a zeleninové šťávy,
- Evian - exkluzivní minerální voda,
- Badoit - prémiová přírodní minerální voda,
- Vincentka - minerální voda [12].



Obrázek 5: Produkty společnosti Kofola a.s. [12]

6.5 Cíle společnosti

Informace k podkapitole Cíle společnosti byly čerpány z <http://firma.kofola.cz/obsah/mise> [12].

Mise

My jsme Kofola. S nadšením usilujeme o to, co je v životě opravdu důležité: milovat, žít zdravě a stále hledat nové cesty.

Vize

Do roku 2017 chceme být československou jedničkou v gastru a impulsu, udržet postavení v retailu a nabídneme naše nápoje ve zdravější podobě. Stejně jako dosud budeme naše produkty vyrábět s co největší péčí a láskou.

7. Strategická analýza

Hlavním významem strategické analýzy je stanovení celkového výnosového potenciálu dané společnosti Kofola a.s. z hlediska vnitřního potenciálu a vlivů vnitřního prostředí a zároveň z hlediska vnějšího potenciálu a vlivů vnějšího prostředí společnosti. V rámci analýzy makroprostředí a mikroprostředí budou identifikovány, analyzovány a vyhodnoceny jednotlivé faktory, které přímo či nepřímo ovlivňují výkonnost podniku.

7.1 Analýza makroprostředí

V rámci analýzy makroprostředí společnosti Kofola a.s. bude využita PEST analýza. V rámci této analýzy budou identifikovány faktory ovlivňující podnik a jeho výkonnost v rámci čtyř základních skupin, kterými jsou politická situace a právní faktory, ekonomické faktory, vývoj populace v dané oblasti v rámci sociálních faktorů a technické a technologické faktory.

7.1.1 Politicko-právní faktory

Společnosti zabývající se výrobou a distribucí nealkoholických nápojů se musí řídit stejně jako firmy v jiných odvětvích řadou zákonů, vyhlášek a právních předpisů, které platí na území České republiky a zároveň zákony a vyhláškami platné pro státy Evropské unie. Některými hlavními zákony, kterými se firmy podnikající v této oblasti musí řídit včetně daňových zákonů, jsou:

- Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník [14].

Datum účinnosti 1.1.2014. Tento zákon rekonstruuje české soukromé právo a nahrazuje československý občanský zákoník platný od roku 1964, konkrétně zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník.

- Zákon č. 262/2006 Sb., zákoník práce [14].

Zákoník práce upravuje české pracovní právo od 1.1.2007, kdy nabyl účinnosti.

- Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích [14].

Jedná se o zkrácený název zákona o obchodních společnostech a družstvech s datem účinnosti 1.1.2014.

- Zákon č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty, ve znění pozdějších předpisů [14].

Datum účinnosti k 1.5.2004.

- Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů [14].

Datum účinnosti k 1.1.1993.

Některé další zákony a vyhlášky týkající se podniků, které podnikají v dané oblasti:

- Zákon č. 180/2016 Sb., o potravinách a tabákových výrobcích.

Tento zákon s datem účinnosti 7.9.2016 nahradil předchozí zákon č. 139/2014 Sb., o potravinách a tabákových výrobcích a dlouhodobě platný zákon č. 110/1997 Sb., o potravinách a tabákových výrobcích z roku 1997 [15].

- Zákon č. 138/2014 Sb., o Státní zemědělské a potravinářské inspekci.

Tento zákon s datem účinnosti 1.9.2014 nahradil po dvanácti letech předchozí zákon č. 146/2002 Sb., o Státní zemědělské a potravinářské inspekci [15].

Dále budou uvedeny podstatné vyhlášky v rámci legislativních faktorů ovlivňujících činnost podniku Kofola a.s.:

- Vyhláška č. 330/2013 Sb., kterou se mění vyhláška č. 335/1997 Sb., kterou se provádí § 18 písm. a), d), h), i), j) a k) zákona č. 110/1997 Sb., o potravinách a tabákových výrobcích a o změně a doplnění některých souvisejících zákonů, pro nealkoholické nápoje a koncentráty k přípravě nealkoholických nápojů, ovocná vína, ostatní vína a medovinu, pivo, konzumní líh, lihoviny a ostatní alkoholické nápoje, kvasný ocet a droždí, ve znění pozdějších předpisů.

Tato vyhláška s datem účinnosti 28.10.2013 nahradila vyhlášku Ministerstva zemědělství č. 335/1997 Sb., kterou se provádí § 18 písm. a), d), h), i), j) a k) zákona č. 110/1997 Sb., o potravinách a tabákových výrobcích a o změně a doplnění některých souvisejících zákonů, pro nealkoholické nápoje a koncentráty k přípravě nealkoholických nápojů, ovocná vína, ostatní vína a medovinu, pivo, konzumní líh, lihoviny a ostatní alkoholické nápoje, kvasný ocet a droždí [15].

- Vyhláška č. 417/2016 Sb., o některých způsobech označování potravin.

Touto vyhláškou s datem účinnosti 1.1.2017 byla nahrazena původní vyhláška č. 113/2005 Sb., o způsobu označování potravin a tabákových výrobků z roku 2005 [15].

- Vyhláška č. 153/2013 Sb., kterou se mění vyhláška č. 157/2003 Sb., kterou se stanoví požadavky pro čerstvé ovoce a čerstvou zeleninu, zpracované ovoce a zpracovanou zeleninu, suché skořápkové plody, houby, brambory a výrobky z nich, jakož i další způsoby jejich označování, ve znění pozdějších předpisů.

Tato vyhláška s datem účinnosti 1.7.2013 nahradila vyhlášku č. 157/2003 Sb., kterou se stanoví požadavky pro čerstvé ovoce a čerstvou zeleninu, zpracované ovoce a zpracovanou zeleninu, suché skořápkové plody, houby, brambory a výrobky z nich, jakož i další způsoby jejich označování [15].

- Vyhláška č. 282/2016 Sb., o požadavcích na potraviny, pro které je přípustná reklama a které lze nabízet k prodeji a prodávat ve školách a školských zařízeních [14].

Tato vyhláška byla zařazena do sbírky zákonů 5.9.2016 a vzešla v platnost 20.9. toho roku. Dle této vyhlášky není možné prodávat na školách nezdravé potraviny včetně nápojů.

7.1.2 Ekonomické faktory

Dále budou v rámci strategické analýzy analyzovány makroekonomické ukazatele jako hrubý domácí produkt, míra inflace, míra nezaměstnanosti a devizové kurzy.

Makroekonomické ukazatele

Jednotlivé makroekonomické ukazatele byly definovány již v teoretické části této diplomové práce. Nyní budou jednotlivé ukazatele charakterizovány v souvislosti s oceňovaným podnikem Kofola a.s..

i. Hrubý domácí produkt

Hrubý domácí produkt (HDP) měří ekonomickou výnosnost a ekonomický vývoj země. Vývoj HDP v České republice v letech 2011 až 2015 vyjadřuje tabulka č. 1 níže. V roce 2011 byl meziroční nárůst HDP 2 %. Po tomto roce však nastal zlom a došlo k drobnému poklesu tempa růstu HDP v roce 2012. V tomto roce se Česká republika dostala do fáze recese. Tento vývoj následoval i v dalším roce 2013. Až v roce 2014 bylo ukončeno období recese vývoje hrubého domácího produktu a tempo růstu HDP

mělo opět rostoucí charakter. Meziroční nárůst stálých cen dosahoval přibližně 2,7 %. V roce 2015 činil meziroční nárůst tempa růstu hrubého domácího produktu 4,5 %, jednalo se o nejvyšší hodnotu tempa růstu ve sledovaném období. Podstatný vliv na tento fakt mělo i vyšší tempo spotřeby domácností, které činilo 3,1 %. Na následujících pět let (2016 až 2020) byl predikován růst konstantním tempem v hodnotách od 2,3 % do 2,6 % patrný z tabulky č. 2.

Tabulka 1: Hrubý domácí produkt v letech 2011 až 2015 (užití ve stálých cenách) [16]

Hlavní makroekonomické indikátory	2011	2012	2013	2014	2015
HDP (mld. Kč)	4 033	4 001	3 981	4 089	4 275
HDP na 1 obyvatele	384 289	386 317	389 900	409 870	432 006
HDP (růst v %)	2,0	-0,8	-0,5	2,7	4,5

Tabulka 2: Predikce vývoje HDP v dalších letech (užití ve stálých cenách) [16]

Hlavní makroekonomické indikátory	2016 (odhad)	2017 (predikce)	2018 (predikce)	2019 (výhled)	2020 (výhled)
HDP (mld. Kč)	4 382	4 494	4 603	4 716	4 826
HDP (růst v %)	2,5	2,6	2,4	2,4	2,3

ii. Inflace

Inflace je v ekonomii chápána jako všeobecný růst cenové hladiny v čase. Je měřena cenovými změnami spotřebitelských cen mezi jednotlivými obdobími [17]. Vývoj inflace byl rovněž sledován v časovém období let 2011 až 2015. Údaje vypovídající o vývoji inflace v České republice jsou zachyceny v tabulce č. 3, informace byly čerpány ze stránek Českého statistického úřadu (ČSÚ). V roce 2012 je patrný meziroční růst míry inflace na nejvyšší hodnotu sledovaného období 3,3 %. Od roku 2012 má míra inflace klesající charakter, v roce 2015 dosáhla její hodnota 0,3 %. Dle údajů na webových stránkách Českého statistického úřadu se jedná o druhou nejnižší míru inflace v historii ČR. V nadcházejícím období je očekáván růst v roce 2017 na hodnotu 2,0 způsobený růstem spotřebitelských cen.

Tabulka 3: Míra inflace v letech 2011 až 2015 [17]

Hlavní makroekonomické indikátory	2011	2012	2013	2014	2015
Průměrná míra inflace (%)	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3

Tabulka 4: Predikce vývoj míry inflace v dalších letech [16]

Hlavní makroekonomické indikátory	2016 (predikce)	2017 (predikce)	2018 (predikce)
Průměrná míra inflace (%)	0,7	2,0	1,6

iii. Nezaměstnanost

Průměrná podíl nezaměstnaných dosahoval v roce 2011 hodnoty 6,7 %. Do roku 2013 se tato situace ohledně nezaměstnanosti zhoršila o 0,3 procentního bodu na 7,0 %, tato úroveň průměrné míry nezaměstnanosti se až do roku 2013 nezměnila. Ke zlepšení situace na pracovním trhu došlo až po roce 2013, do roku 2014 došlo k meziročnímu poklesu na 6,1 %. Tento trend pokračoval i do roku následujícího, právě v roce 2015 hodnota dosahovala již 5,0 %. Následující tabulka č. 5 zachycuje vývoj míry nezaměstnanosti v letech 2011 až 2015. Tento vývoj pokračujícího poklesu míry nezaměstnanosti vytváří kladná očekávání vývoje ekonomiky, vede k vyššímu spotřebě domácností. V tabulce č. 6 je uveden odhad vývoje míry nezaměstnanosti pozitivního charakteru, jež vyjadřuje stálý pokles míry nezaměstnanosti s výhledem do roku 2020, kdy by měla dle odhadu hodnota dosáhnout 3,8 %.

Tabulka 5: Míra nezaměstnanosti v letech 2011 až 2015 [16]

Hlavní makroekonomické indikátory	2011	2012	2013	2014	2015
Průměrná míra nezaměstnanosti (%)	6,7	7,0	7,0	6,1	5,1

Tabulka 6: Predikce vývoje míry nezaměstnanosti v dalších letech [16]

Hlavní makroekonomické indikátory	2016 (odhad)	2017 (predikce)	2018 (predikce)	2019 (výhled)	2020 (výhled)
Průměrná míra nezaměstnanosti (%)	4,0	3,9	3,9	3,8	3,8

iv. Devizové kurzy

Devizový kurz je vyjádřením jedné měny v hodnotě měny druhé. Následující tabulka sleduje vývoj postavení české koruny vůči euru a americkému dolaru. Po celé sledované období se nominální měnové kurzy CZK/EUR a CZK/USD vyvíjely s rostoucí tendencí. Od roku 2011 do roku 2015 se nominální měnový kurz CZK/EUR změnil z hodnoty 24,59 na hodnotu 27,28 v roce 2015. Nominální měnový kurz CZK/USD s hodnotou

17,69, které dosahoval v roce 2011, dosáhl v roce 2015 hodnoty 24,65. Tento vývoj, během něhož česká koruna postupně oslabovala ve vztahu k uvedeným zahraničním cenovým měnám, by se dle vyjádření České národní banky měl pozastavit přibližně v roce 2016 a předpokládá se posílení české koruny. To vyplývá i z tabulky č. 8 odhadovaného vývoje devizových kurzů. Zde je patrné očekávané posílení české koruny.

Tabulka 7: Devizové kurzy v letech 2011 až 2015 [17]

Hlavní makroekonomické indikátory	2011	2012	2013	2014	2015
CZK/EUR	24,59	25,14	25,98	27,53	27,28
CZK/USD	17,69	19,59	19,57	20,75	24,65

Tabulka 8: Predikce vývoje devizových kurzů v následujících letech [16]

Hlavní makroekonomické indikátory	2016 (odhad)	2017 (predikce)	2018 (predikce)	2019 (výhled)	2020 (výhled)
CZK/EUR	27,04	26,9	26,3	25,6	25,0
CZK/USD	24,44	25,6	25,0	24,4	23,8

7.1.3 Sociální faktory

Mezi přední sledované sociální faktory jsou řazeny demografický vývoj populace ČR, životní úroveň obyvatelstva, pracovní mobilita, úroveň vzdělání obyvatelstva, kvalita zaměstnanců a další. Pozornost je zaměřena také na současné trendy, kterými jsou zejména zvýšený zájem o zdravý životní styl a rostoucí zájem o ochranu životního prostředí. Na tyto trendy podnik Kofola a.s. reaguje v podobě ovocných a zelenivých šťáv UGO. Aktivní je také v oblasti ochrany životního prostředí, Kofola je držitelem Zeleného bodu, který přiděluje společnost Ekokom. Aktivita podniku Kofola a.s. je značná, zejména oslovuje své spotřebitele a vytváří silné povědomí o značce díky populárním televizním či internetovým reklamám (např. „Nene, já nemusím, já už ho vidím.“, či „Fofola.“, nebo „Když ji miluješ, není co řešit.“ atd.).

7.1.4 Technické a technologické faktory

Dle vyjádření ve výroční zprávě z roku 2014 jsou inovace pro podnik Kofola a.s. důležité a obecně pro podniky zabývající se výrobou a distribucí sycených nealkoholických nápojů je nezbytnou součástí jejich činnosti inovace s ohledem na větší rozmanitost příchutí jednotlivých nápojů i v souvislosti s aktuálně oblíbenými limitovanými edicemi. Podstatný vliv na spotřebitele mají reklamy a vizuální stránka - úprava obalů, etiket, balení. Například poslední nové příchutě syceného nealkoholického nápoje Kofola jsou Kofola meruňková, Kofola melounová. V případě kategorie produktů jsou novinkou dětské nápoje Jupík, či nejmladší inovace - fresh bary Pan UGO [12].

7.2 Analýza mikroprostředí

Analýza mikroprostředí sledovaného podniku pomocí metod Porterovy analýzy 5 sil.

7.2.1 Porterův model 5 sil

V rámci analýzy mikroprostředí byla provedena analýza pomocí Porterova modelu pěti sil [6].

Riziko vstupu potencionálních konkurentů

- toto riziko platí vždy
- pouze menší množství potenciálních konkurentů disponuje širokým portfoliem
- přednost dostávají domácí výrobky, zejména ty s dlouhodobou tradicí
- vstup do daného odvětví je kapitálově velice náročný na výrobní budovy, výrobní stroje a zařízení, další technologie a procesy vedoucí k inovaci a vývoji produktů
- možný pokles tržeb se zvyšující se konkurencí
- široká nabídka nápojů včetně nejrůznějších příchutí a současně nižší úroveň potenciálu pro nové nápoje a příchutě

Rivalita mezi podniky uvnitř mikrookolí

- V prostředí nealkoholických nápojů je stupeň konkurenčního prostředí vysoký.
- Konkurenční boj se týká především cen, dále atraktivity etiket a obalů, reklamy, marketingových akcí jako např. limitované edice a příchutě atd.

- Hlavními konkurenty jsou Karlovarské minerální vody a.s., Coca-Cola HBC Czech Republic s.r.o., PepsiCo CZ s.r.o., Hanácká kyselka s.r.o. + privátní značky obchodních řetězců. Mezi stěžejní produkty nejvyšších z uvedených konkurentů patří níže uvedené nealkoholické nápoje.
 - *Coca-Cola HBC Czech Republic s.r.o.:* Coca-Cola, Fanta, Sprite, Nestea, Cappy, Powerade, Bon-aqua, Römerquelle [18]
 - *PepsiCo CZ s.r.o.:* Pepsi, Mirinda, Toma, 7up, Mountain Dew, Gatorade, Toma, Rockstar, Tropicana, Lipton, Korunní Slice, Evervess [19]
 - *Karlovarské minerální vody a.s.:* Mattoni, Magnesia, Aquila, Granini, Yo, Schweppes, Dr. Pepper, Poděbradka, Dobrá voda [20]

Smluvní síla dodavatelů

- Menší množství konkurentů mezi dodavateli.
- Menší množství substitutů dodávaného zboží.
- Nejpodstatnější suroviny ve výrobě nealkoholických nápojů jsou ropa, cukr, ovocné sirupy a koncentráty, složky sirupu KOFO a další [12].

Smluvní síla kupujících

- Mezi nejvýznamnější odběratele se řadí velkoobchody, hypermarkety, supermarkety, diskonty, maloobchodní řetězce.
- Koncovými uživateli jsou zejména lidé mladší generace, ale obecně se jedná o zákazníky všech věkových skupin.
- Široké portfolio Kofoly má veliký potenciál na oslovení více zákazníků.
- Sycené nealkoholické nápoje mají jedno z nejširších zastoupení v rámci segmentů
- Velká možnost výběru dává zákazníkům velkou vyjednávací sílu
- Mezi rozhodující faktory patří cena, chuť nápojů, velký vliv na spotřebitele mají reklamy, rozhodování též ovlivňuje atraktivita obalů a balení a rostoucí zájem o zdravý životní styl a důraz na složení nejen sycených nealkoholických nápojů.

Hrozba substitučních výrobků

- Tato hrozba je středně vysoké úrovně vlivem velkého výběru ze široké nabídky produktů.
- Ohrožit prodej výrobků společnosti může ve větší či menší míře zhoršená ekonomická situace.

- Rostoucí zájem o neochucené vody s ohledem na složení.
- Další hrozba se může skrývat v produktech, jakými jsou kávy, čaje a další.

8. Finanční analýza

Finanční analýza byla již popsána v teoretické části práce, nyní budou provedeny jednotlivé analýzy absolutních a poměrových ukazatelů, analýzy pomocí bilančních pravidel, čistého pracovního kapitálu a souhrnných ukazatelů, pomocí nichž bude vyhodnoceno finanční zdraví podniku Kofola a.s. ve sledovaném období, tedy v letech 2011 až 2015.

8.1 Analýza pomocí absolutních ukazatelů

V rámci analýzy absolutních ukazatelů budou provedeny horizontální analýza rozvahy i výkazu zisků a ztrát a vertikální analýzy rozvahy i výkazu zisků a ztrát.

8.1.1 Horizontální a vertikální analýza rozvahy

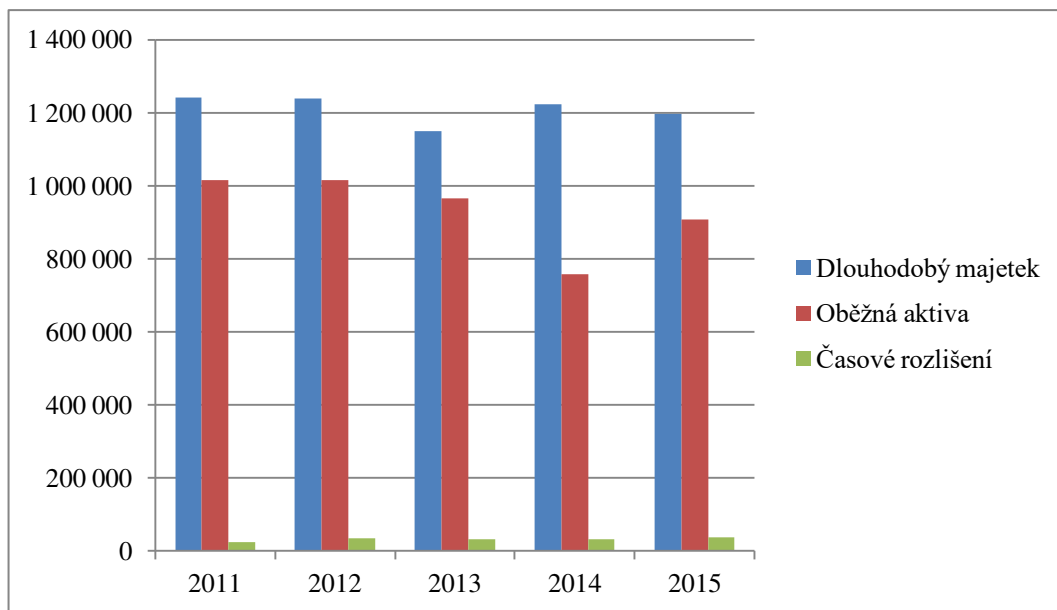
Analýza aktiv

Z následující tabulky je patrné, že se celková aktiva ve sledovaném časovém rozmezí let 2011 až 2015 mění přibližně o 140 milionů Kč. Hodnoty dlouhodobého majetku oscilují s rozdílem do 100 milionů Kč. Jednotlivé složky dlouhodobého majetku jako dlouhodobý nehmotný, hmotný a finanční majetek, se v čase mění s minimálními rozdíly v jednotlivých letech. Oběžná aktiva v letech 2011 a 2012 dosahovala téměř shodné hodnoty, ale v roce 2014 došlo k poklesu jejich hodnoty, který byl ještě výraznější v roce 2014, kdy došlo k poklesu až o 30 %. Následně se pokles zastavil a oběžná aktiva v roce 2015 opět dosahovala vyšší hodnoty. Ovšem tato hodnota v roce 2015, tedy na konci sledovaného období, dosahuje stále více než 100 miliónového rozdílu v Kč oproti začátku sledovaného období, konkrétně oproti hodnotám v letech 2011 a 2012. Příčinu je možné hledat v poklesu zásob, jež dosahují v inkriminovaném roce 2014 poloviční hodnoty oproti předchozí části sledovaného období. Nestálé hodnoty dosahují krátkodobé pohledávky, jejichž vývoj se s každým dalším rokem mění a pravidelně oscilují v rozmezí hodnot. Zároveň postupně vzrostla míra využitého krátkodobého finančního majetku v průběhu sledovaného období pěti let až téměř na pětinasobek. Rozdíl mezi lety 2011 a 2015 činí 155 milionů Kč. Tím byl vyrovnán pokles zásob v letech 2014 a 2015.

Tabulka 9: Horizontální analýza aktiv

ROZVAHA (v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
AKTIVA (celkem)	2 280 541	2 290 791	2 145 849	2 013 709	2 140 985
DLOUHODOBÝ MAJETEK	1 240 828	1 238 428	1 148 319	1 221 778	1 197 544
Dlouhodobý nehmotný majetek	387	235	84	722	404
Dlouhodobý hmotný majetek	1 117 433	1 115 185	1 025 227	1 098 048	1 074 132
Dlouhodobý finanční majetek	123 008	123 008	123 008	123 008	123 008
OBĚŽNÁ AKTIVA	1 014 333	1 016 488	964 975	758 288	906 651
Zásoby	316 900	341 191	322 038	169 937	185 264
Dlouhodobé pohledávky	110 301	106 398	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	546 684	529 527	602 835	437 254	525 891
Krátkodobý finanční majetek	40 448	39 372	40 102	151 097	195 496
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	25 380	35 875	32 555	33 643	36 790

V rámci vertikální analýzy aktiv jsou posouzeny jednotlivé položky celkových aktiv v jednotlivých letech sledovaného období. V prvních třech letech tohoto časového období, tedy v letech 2011 až 2013 je poměr mezi dlouhodobým majetkem a oběžnými aktivy poměrně vyrovnaný s převahou dlouhodobého majetku. S ohledem na pokles hodnoty oběžných aktiv a mírnému nárůstu dlouhodobého majetku dosahují hodnoty výrazného rozdílu, oběžná aktiva zde dosahují 40 % hodnoty dlouhodobého majetku. v Roce 2015 se poměr mezi dlouhodobým majetkem a oběžnými aktivy částečně stabilizoval s ohledem na předešlé roky, rozdíl v tomto roce činí přibližně necelých 200 milionů Kč.



Graf 1: Vertikální analýza aktiv

Analýza pasiv

Z tabulky č. 10 uvedené níže pod tímto odstavcem je patrné, že se celková pasiva ve sledovaném časovém rozmezí let 2011 až 2015 měnila přibližně o 140 milionů Kč, stejně jako v případě aktiv. Hodnoty vlastního kapitálu se v letech 2011, 2012 a 2014 pohybovaly v rozmezí 40 milionů Kč, je možné tyto rozdíly označit jako minimální v porovnání s dalším vývojem. V roce 2013 byla hodnota vlastního kapitálu nejnižší, oproti tomu v roce 2015 naopak nejvyšší. Rozdíl v hodnotách v porovnání těchto dvou let s minimální a maximální hodnotou činil 117 milionů Kč. Příčinu je možné nalézt ve vývoji hodnot výsledku hospodaření běžného účetního období, kdy právě v roce 2013 dosáhla tato položka nejnižší, dokonce záporné hodnoty. Hodnota cizích zdrojů, obdobně jako v případě oběžných aktiv při analýze aktiv, dosahovala nejnižší hodnoty v roce 2014, kdy byl pokles ovlivněn dvěma hlavními podsložkami rozvahy pasiv, kterými jsou krátkodobé závazky a bankovní úvěry a výpomoci.

Tabulka 10: Horizontální analýza pasiv

ROZVAHA (v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
PASIVA (celkem)	2 280 541	2 290 791	2 145 849	2 013 709	2 140 985
VLASTNÍ KAPITÁL	621 396	669 715	591 172	647 154	708 653
Základní kapitál	268 653	268 653	268 653	268 653	268 653
Fondy ze zisku	34 564	39 036	43 560	963	198
Výsledek hospodaření minulých let	241 337	274 416	312 841	285 804	332 038
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+-)	76 842	87 610	-33 882	91 734	107 540
CIZÍ ZDROJE	1 658 780	1 621 076	1 554 677	1 366 555	1 432 556
Rezervy	24 269	26 423	15 257	12 636	16 893
Dlouhodobé závazky	91 813	20 038	12 153	1 347	17 007
Krátkodobé závazky	747 584	782 604	851 178	770 078	880 449
Bankovní úvěry a výpomoci	795 114	792 011	676 089	582 494	518 207
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	365	0	0	0	0

Z hlediska vertikální analýzy se během sledovaného období snižoval poměr mezi vlastním kapitálem a cizími zdroji. Oceňovaný podnik Kofola a.s. využívá k financování převážně cizí zdroje, jejichž hodnoty mnohonásobně převyšují hodnoty vlastního kapitálu. V roce 2011 dosahoval vlastní kapitál 37 % hodnoty cizích zdrojů. V průběhu dalších čtyř let narostl vlastní kapitál a zároveň poklesly cizí zdroje v podniku a poměr ke konci sledovaného období mezi vlastním kapitálem a cizím kapitálem dosáhl poměru 1:2.



Graf 2: Vertikální analýza pasiv

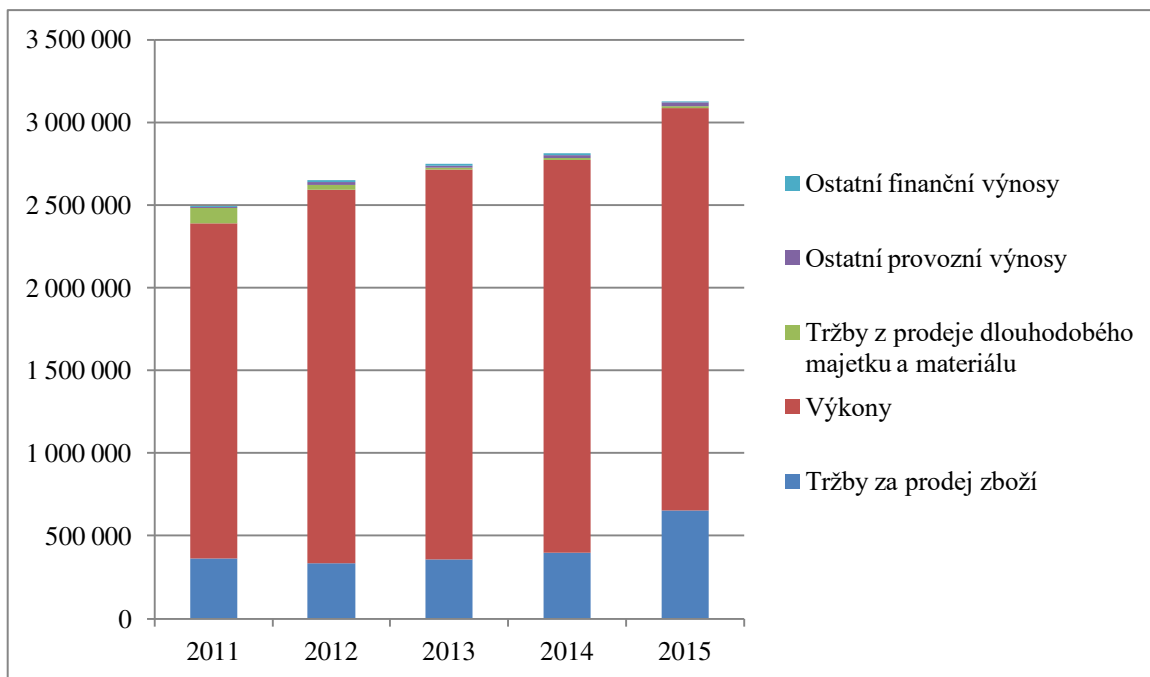
8.1.2 Analýza výkazu zisku a ztrát

Následující text se věnuje horizontální a vertikální analýze výkazu zisku a ztráty, neboli výsledovky. V průběhu posuzovaného časového období je z následující tabulky č. 11 patrný kontinuální růst tržeb za prodej zboží a výkonů. Právě výkony jsou nejvýznamnější kladnou položkou podílející se na vývoji výsledovky.

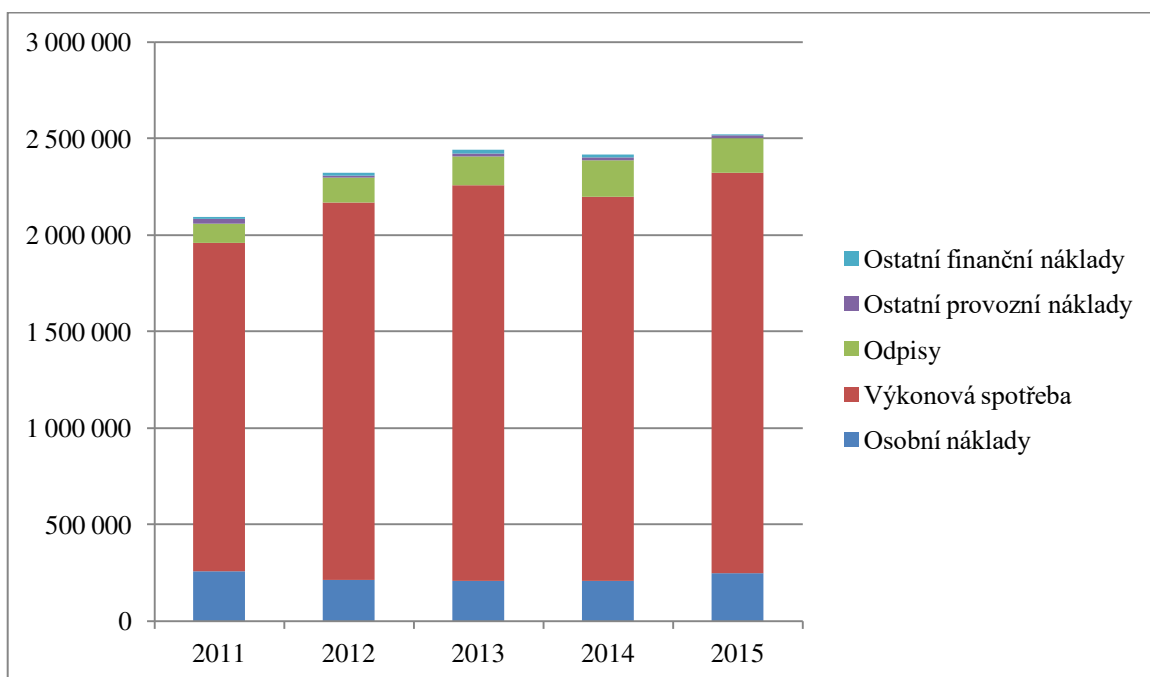
Tabulka 11: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

VZZ (v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby za prodej zboží	362 546	331 991	358 626	398 924	651 103
Výkony	2 023 766	2 262 509	2 355 114	2 373 137	2 434 444
Výkonová spotřeba	1 704 304	1 957 728	2 049 881	1 992 392	2 075 364
Osobní náklady	254 216	210 096	204 346	206 162	247 247
Odpisy	100 760	127 565	153 572	185 101	178 474
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	93 088	23 821	12 001	13 694	10 189
Ostatní provozní výnosy	9 147	19 045	12 099	17 666	24 656
Ostatní provozní náklady	21 018	12 364	11 119	17 913	14 668
Ostatní finanční výnosy	4 832	9 988	11 693	9 036	5 435
Ostatní finanční náklady	11 059	11 943	19 406	13 256	4 342
Prozovní výsledek hospodaření	107 638	135 431	122 450	130 701	157 356
HV z finančních operací	-28 343	-22 956	-22 348	-15 941	-7 694
HV za běžnou činnost	76 842	87 610	-33 882	91 734	107 540
HV za účetní období	76 842	87 610	-33 882	91 734	107 540

Dle uvedeného grafu č. 3 tvoří po celé období 80 až 85 % celkových výnosových složek. Nejpodstatnější zápornou položkou je výkonová spotřeba, jež se vyvíjela obdobně. její růst však dosáhl nižšího růstu než jakého dosáhly výkony. Na základě údajů grafu č. 4 je zřejmé, že stejně dominantní položkou nákladových složek výsledovky je výkonová spotřeba, jejíž zastoupení vůči ostatním položkám se pohybovalo přibližně okolo 80 %.



Graf 3: Vertikální analýza výnosových složek výkazu zisku a ztráty



Graf 4: Vertikální analýza nákladových složek výkazu zisku a ztráty

8.2 Analýza pomocí poměrových ukazatelů

Následně bude provedena analýza pomocí poměrových ukazatelů, konkrétně ukazatelů rentability, likvidity, aktivity, zadluženosti.

8.2.1 Ukazatele rentability

Budou využity čtyři ukazatele rentability - ROA, ROE, ROCE, ROS. Při výpočtu jednotlivých ukazatelů, jejichž hodnoty jsou uvedeny v tabulce č. 13, bylo využito vstupních veličin z tabulky č. 12.

Ukazatele rentability:

- ROA = rentabilita aktiv (Return on Assets)
- ROE = rentabilita vlastního kapitálu (Return on Equity)
- ROS = rentabilita tržeb (Return on Sales)
- ROCE = rentabilita investovaného kapitálu (Return on Capital Employed)

Ve sledovaném období rentabilita aktiv postupně rostla s výjimkou roku 2013, jež byl pro podnik ztrátový, z hodnoty 4,45 % na 7,41 %. Příčinu je možné nalézt především ve vývoji hodnoty EBIT v jednotlivých letech, kdy došlo ke zvýšení o 57 milionů Kč mezi roky 2011 a 2015, zároveň se na tomto faktu podílela snižující se hodnota aktiv, jelikož podnik snižoval zásoby materiálu a také pohledávky. Rentabilita vlastního kapitálu slabě kolísala s výjimkou roku 2013, kdy dosáhla výrazného poklesu až o 20 % a dosáhla záporné hodnoty -5,73 %. v souvislosti se záporným čistým ziskem podniku téhož roku. Nejstálejším ukazatelem ve svém vývoji byla rentabilita tržeb, která dosahovala hodnot v rozmezí 4,22 % a 5,22 %, tedy s minimální hodnotovými výchyly. Rentabilita investovaného kapitálu vzrostla až na konečných 18,66 % v roce 2015 v souvislosti s rostoucím EBIT. Pouze drobný pokles opět nastal v roce 2013.

Tabulka 12: Vstupní veličiny pro výpočet ukazatelů rentability

Vstupní veličiny (v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT (čistý zisk + daň + nákladové úroky)	101 467	133 540	114 776	126 504	158 676
EAT (čistý zisk)	76 842	87 610	-33 882	91 734	107 540
Aktiva	2 280 541	2 290 791	2 145 849	2 013 709	2 140 985
Vlastní kapitál	621 396	669 715	591 172	647 154	708 653
Tržby	2 387 775	2 557 574	2 721 567	2 782 116	3 095 553

Tabulka 13: Ukazatele rentability

Ukazatele rentability	2011	2012	2013	2014	2015
ROA (EBIT/A)	4,45%	5,83%	5,35%	6,28%	7,41%
ROE (EAT/VK)	12,37%	13,08%	-5,73%	14,17%	15,18%
ROS (EBIT/T)	4,25%	5,22%	4,22%	4,55%	5,13%
ROCE (EBIT/VK+DI.K)	10,65%	15,40%	13,93%	14,89%	18,66%

8.2.2 Ukazatele likvidity

Budou využity tři ukazatele likvidity - běžná likvidita, pohotová likvidita, okamžitá likvidita. Při výpočtu jednotlivých ukazatelů, jejichž hodnoty jsou uvedeny v tabulce č. 15, bylo využito vstupních veličin z tabulky č. 14.

- Běžná likvidita = Current Ratio
- Pohotová likvidita = QuickAsset Ratio
- Okamžitá likvidita = Cash Position Ratio

Doporučená hodnota běžného likvidity by se měla pohybovat v rozmezí 1,8 - 2,5. V případě podniku Kofola a.s. byly tyto hodnoty nižší a pohybovaly po celé sledované období okolo 0,7 v důsledku využití většího množství krátkodobých závazků a bankovních úvěrů vůči oběžným aktivům. Doporučená hodnota pohotové likvidity je v rozmezí 1 - 1,5. I tyto hodnoty jsou z pohledu podniku nižší než doporučený interval. První tři roky sledovaného časového období se hodnoty pohybovaly s rozdílem 0,05, mírné zvýšení a překonání hranice 0,5 přišlo v roce 2014, v roce 2015 bylo dosaženo nejvyšší hodnoty 0,56. Odůvodněním tohoto růstu v posledních dvou uvedených letech je pokles zásob a krátkodobých závazků v podniku. Pro okamžitou likviditu je doporučeným intervalem 0,2 - 0,5, ani tento rozsah není naplněn. Nejvyšší hodnoty bylo dosaženo v roce 2015, konkrétně 0,15.

Tabulka 14: Vstupní veličiny pro výpočet ukazatelů likvidity

Vstupní veličiny (v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
Oběžná aktiva	1 014 333	1 016 488	964 975	758 288	906 651
Zásoby	316 900	341 191	322 038	169 937	185 264
Finanční majetek	40 448	39 372	40 102	151 097	195 496
Krátkodobé závazky	747 584	782 604	851 178	770 078	880 449

Tabulka 15: Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity	2011	2012	2013	2014	2015
Běžná likvidita (OA/KZ)	0,76	0,71	0,73	0,65	0,70
Pohotová likvidita ((OA-zásoby)/KZ)	0,44	0,40	0,49	0,51	0,56
Okamžitá likvidita (fin. majetek/KZ)	0,03	0,03	0,03	0,13	0,15

8.2.3 Ukazatele aktivity

Budou využity následující dva typy ukazatele obratovosti založené na počtu obrátů a době obratu. Při výpočtu jednotlivých ukazatelů, jejichž hodnoty jsou uvedeny v tabulce č. 17 a č. 18, bylo využito vstupních veličin z tabulky č. 16.

Ukazatele aktivity dle počtu obrátů:

- $\text{Obrat aktiv} = \text{Total Assets Turnover Ratio}$
- $\text{Obrat zásob} = \text{Inventory Turnover Ratio}$

Ukazatele aktivity dle doby obratu:

- $\text{Doba obratu zásob} = \text{Inventory Turnover}$
- $\text{Doba splatnosti pohledávek} = \text{Average Collection Period}$
- $\text{Doba splatnosti krátkodobých závazků} = \text{Creditors Payment Period}$

Doporučená hodnota pro obrat aktiv je nad úrovní hodnoty 1. Tento předpoklad je v případě společnosti Kofola a.s. naplněn, hodnoty dosahují pomalého růstu ze spodní hranice 1,05 horní hranice 1,45 v roce 2015 díky růstu tržeb. Hodnoty obratu zásob narostly mezi 2012 a 2014 o více než dvojnásobek hodnoty z počátku sledovaného období na konečnou hodnotu 16,71. Při posouzení doby obratu zásob je viditelný méně kolísavý vývoj, který pokračuje zkrácením doby obratu v roce 2014 a v roce 2015 zůstává téměř stejný. Stejný vývoj je možné pozorovat v tabulce č. 17 také v případě doby obratu krátkodobých pohledávek i krátkodobých závazků. Pouze zkrácení doby obratu krátkodobých závazků začalo již v roce 2013. Příčinou snížení doby obratu uvedených ukazatelů zmíněné snížení zásob a lepší řízení pracovního kapitálu.

Tabulka 16: Vstupní veličiny pro výpočet ukazatelů aktivity

Vstupní veličiny (v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby	2 387 775	2 557 574	2 721 567	2 782 116	3 095 553
Aktiva	2 280 541	2 290 791	2 145 849	2 013 709	2 140 985
Zásoby	316 900	341 191	322 038	169 937	185 264
Krátkodobé pohledávky	546 684	529 527	602 835	437 254	525 891
Krátkodobé závazky	747 584	782 604	851 178	770 078	880 449
Krátkodobé bankovní úvěry	579 404	641 305	470 767	394 064	410 624

Tabulka 17: Ukazatele aktivity dle počtu obrátů

Ukazatele aktivity	2011	2012	2013	2014	2015
Obrat aktiv	1,05	1,12	1,27	1,38	1,45
Obrat zásob	7,53	7,50	8,45	16,37	16,71

Tabulka 18: Ukazatele aktivity dle doby obratu

Ukazatele aktivity	2011	2012	2013	2014	2015
Doba obratu zásob (dny)	47,78	48,03	42,60	21,99	21,55
Doba obratu krátkodobých pohledávek (dny)	82,42	74,54	79,74	56,58	61,16
Doba obratu krátkodobých závazků (dny)	200,07	200,43	174,86	150,64	150,15

8.2.4 Ukazatele zadluženosti

Dále budou využity ukazatele zadluženosti - celková zadluženost, dlouhodobá zadluženost, ukazatel úrokového krytí. Při výpočtu jednotlivých ukazatelů, jejichž hodnoty jsou uvedeny v tabulce č. 20, bylo využito vstupních veličin z tabulky č. 19.

- Celková zadluženost = Total Debt to Total Assets
- Dlouhodobá zadluženost
- Ukazatel úrokového krytí = Times Interest Earned Ratio

Vývoj celkové i dlouhodobé zadluženosti měl ve sledovaném období klesající tendenci. Opětovnou výjimku tvoří rok 2013, kdy došlo k růstu, ale následně hodnoty zahájily zmíněný pokles. Celková zadluženost se snížila o 6 %, dlouhodobá zadluženost dokonce na poloviční hodnotu 16,6 %. Tento způsob vývoje zadluženosti vede ke

snížení rizika a současnému zvyšování možnosti dalšího zadlužení. Při takto nízkých hodnotách je však prostor pro využívání cizího kapitálu široký. Pro úrokové krytí udává literatura jako doporučené minimum hodnotu 3. Tato podmínka je oceňovaným podnikem splněna a vyvíjí se v pozitivním duchu, neboť hodnoty rostou mezi roky 2011 a 2015 až na čtyřnásobnou hodnotu. V opačném případě by nebyl podnik schopný hradit náklady vynaložené na cizí kapitál.

Tabulka 19: Vstupní veličiny pro výpočet ukazatelů zadluženosti

Vstupní veličiny (v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
Cizí zdroje	1 658 780	1 621 076	1 554 677	1 366 555	1 432 556
Aktiva	2 280 541	2 290 791	2 145 849	2 013 709	2 140 985
EBIT	101 467	133 540	114 776	126 504	158 676
Nákladové úroky	22 172	21 065	14 674	11 744	9 014
Dlouhodobé cizí zdroje	331 792	197 167	232 732	202 413	141 483

Tabulka 20: Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti	2011	2012	2013	2014	2015
Celková zadluženost	72,7 %	70,8 %	72,5 %	67,9 %	66,9 %
Dlouhodobá zadluženost	34,8 %	22,7 %	28,2 %	23,8 %	16,6 %
Úrokové krytí	4,58	6,34	7,82	10,77	17,60

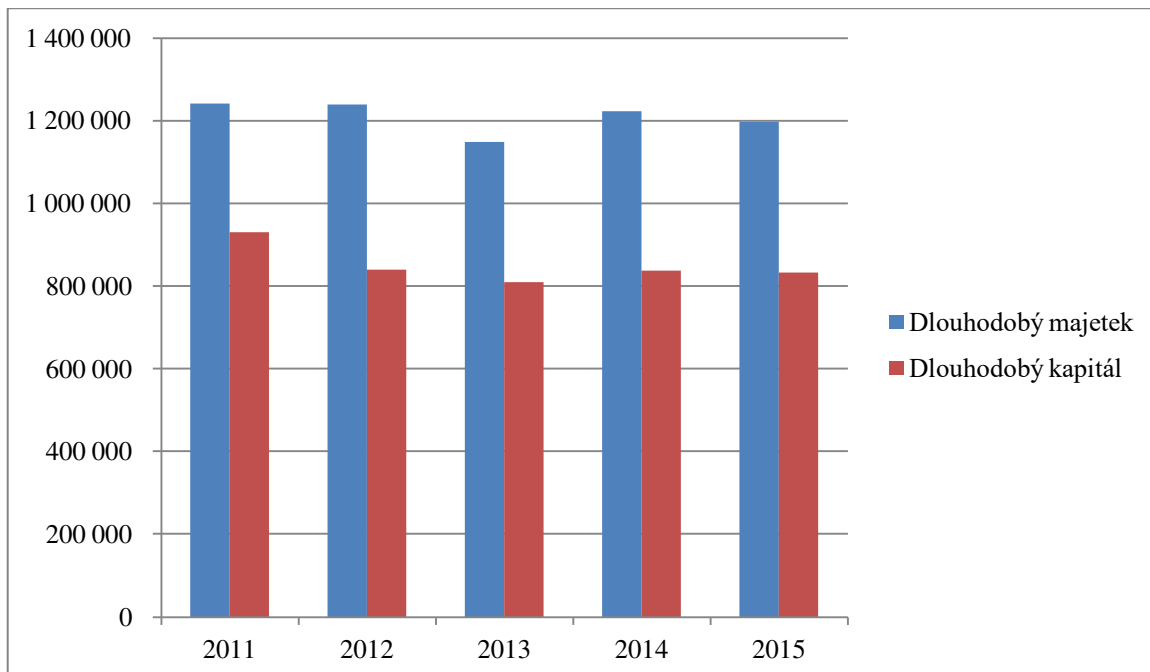
8.3 Analýza pomocí bilančních pravidel

Následně budou analyzována data pomocí bilančních pravidel, jež byla definována v teoretické části práce. K analýze budou využita všechna bilanční pravidla - zlaté bilanční pravidlo, pravidlo vyrovnání rizika, pari pravidlo a růstové bilanční pravidlo.

8.3.1 Zlaté bilanční pravidlo

Ve sledovaném období se poměr mezi položkami analyzovanými pomocí zlaté bilančního pravidla téměř nemění. Poměrové zastoupení dlouhodobého kapitálu je 40 % a podíl dlouhodobého majetku tedy ve vyšší hodnotě 60 %. Z grafu č. 5 je patrné, že podnik Kofola a.s. nevyužívá k financování dlouhodobého majetku pouze dlouhodobého kapitálu. Menší část dlouhodobého majetku byla v daném období financována z krátkodobých zdrojů. Tato varianta je pro podnik sice levnější, zároveň

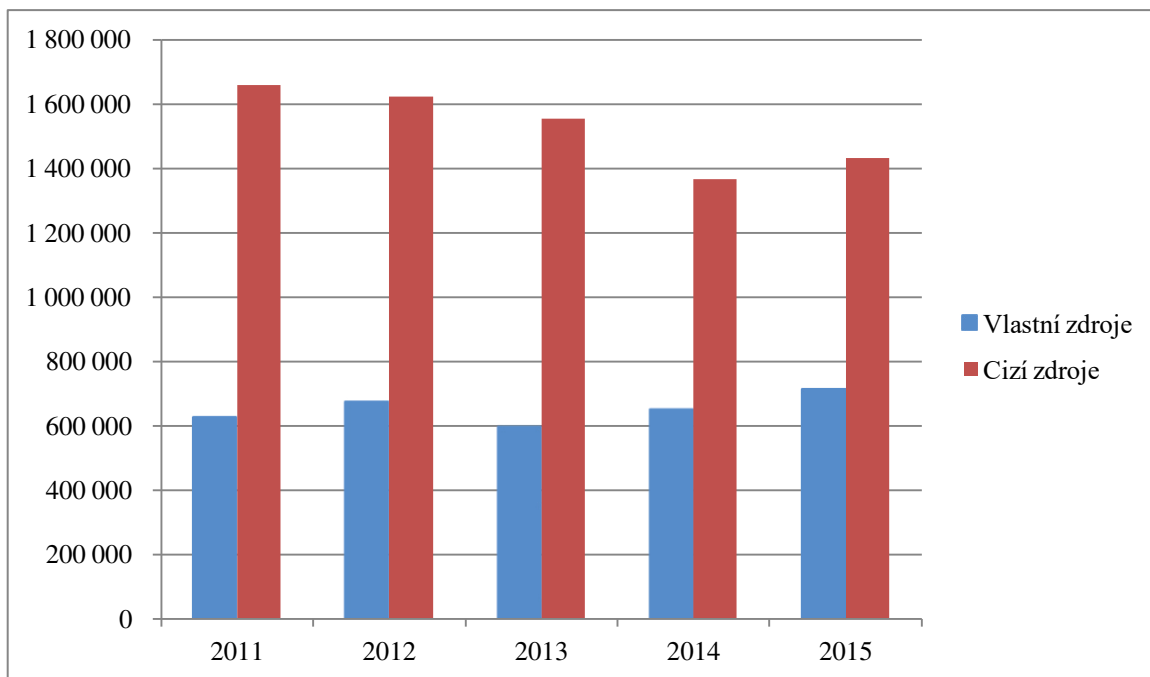
však rizikovější. Tento způsob financování podniku Kofola a.s. lze považovat za agresivní.



Graf 5: Zlaté bilanční pravidlo

8.3.2 Pravidlo vyrovnání rizika

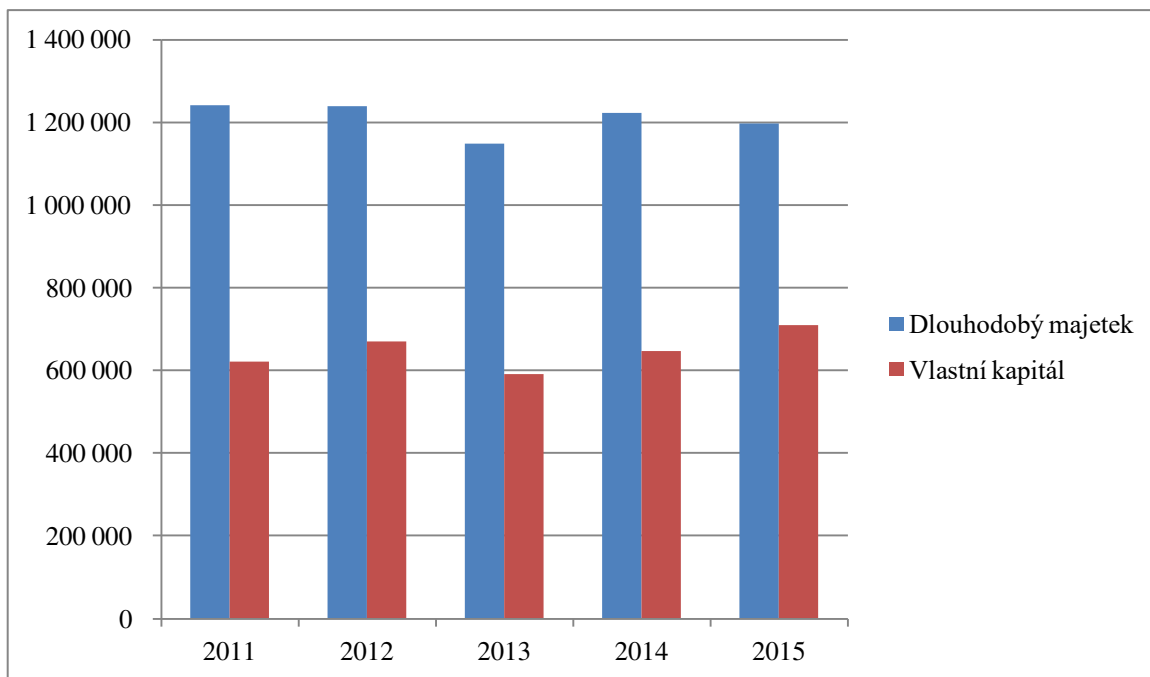
Pomocí bilančního pravidla vyrovnání rizika bylo porovnáno využití vlastních a cizích zdrojů podnikem Kofola a.s. a tuto situaci zobrazuje následující graf č. 6. Z něhož je viditelný fakt, že podnik nerespektuje a nesplňuje podmínku pravidla vyrovnání rizika, aby bylo využíváno minimálně stejné množství, v ideálním případě vyšší, vlastního kapitálu než cizích zdrojů. V roce 2011 bylo zastoupení vlastních zdrojů v podniku přibližně 37 %. V průběhu dalších čtyř let došlo k nárůstu vlastního kapitálu s výjimkou roku 2013, kdy podnik vykázal ztrátu, a současně ke snížení využitých cizích zdrojů, jak znázorňuje daný graf. V roce 2015 byl již poměr využitých vlastních a cizích zdrojů 1:2, tuto skutečnost je možné považovat za postupné zlepšování situace v rámci pravidla vyrovnání rizika.



Graf 6: Pravidlo vyrovnání rizika

8.3.3 Pari pravidlo

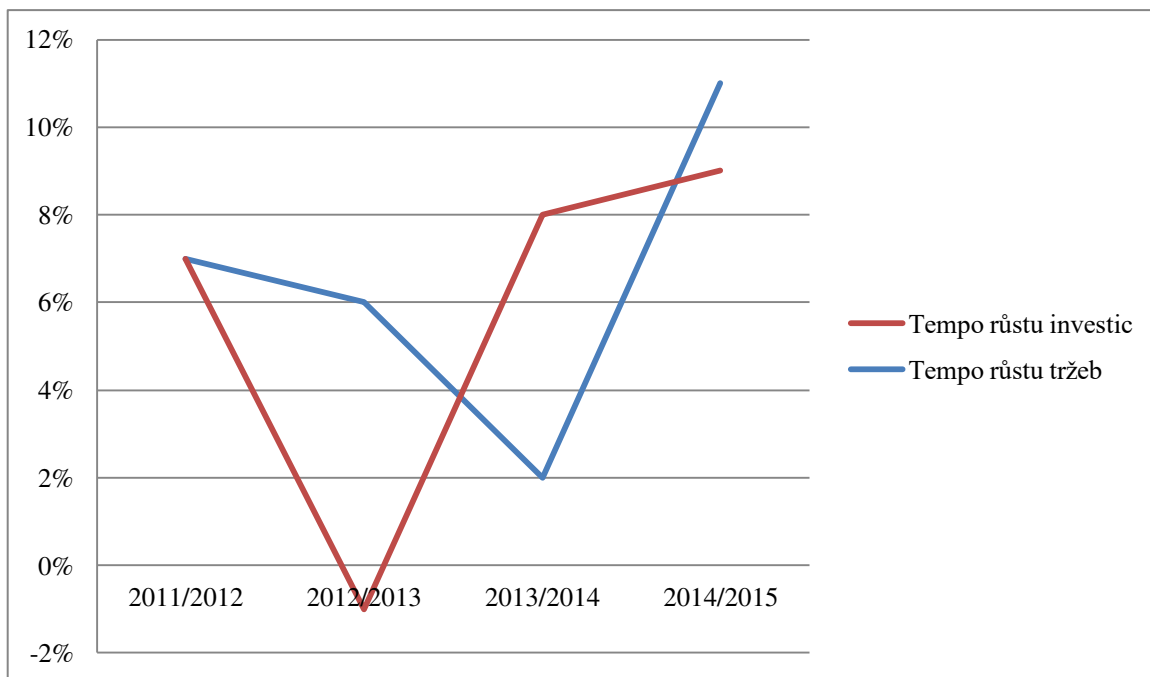
V rámci analýzy pomocí bilančního pari pravidla byl plněn předpoklad zastoupení vlastního kapitálu v menší míře, než v jaké je v podniku zastoupen dlouhodobý majetek. Tak vzniká podniku prostor pro financování dlouhodobým cizím kapitálem. Po celé sledované období bylo zastoupení vlastního kapitálu vzhledem k dlouhodobému majetku těsně nad hranicí 50 % a tento poměr po celých pět let konstantní. Vývoj vlastního kapitálu a dlouhodobého majetku zobrazuje graf č. 7.



Graf 7: Pari pravidlo

8.3.4 Růstové bilanční pravidlo

Čtvrté bilanční pravidlo, takzvané poměrové pravidlo, analyzuje tempo růstu investic v porovnání s tempem růstu tržeb a doporučuje nižší tempo růstu tržeb oproti tempu růstu investic. Toho se podniku Kofola a.s. podařilo dosáhnout pouze v období 2013/2014. Toto však nelze tvrdit o dalším období, kdy tempo růstu tržeb převyšuje tempo růstu investic. Meziroční nárůst během celého sledovaného období byl v případě tržeb znatelně vyšší než v případě investic. V tomto ohledu může být jedním z cílů podniku Kofola a.s. snaha o docílení obdobného vývoje, jako tomu bylo v období 2012/2013, aby se podnik vyhnul zatěžování vlastními investicemi. V opačném případě by tato situace nevedla k investování do majetku vedoucímu ke zvyšování tržeb a mohla by se negativně odrazit např. v likviditě. Jedná se však pouze o výkyv v dlouhodobém horizontu, který by se neměl projevit negativními následky.



Graf 8: Poměrové bilanční pravidlo

8.4 Analýza čistého pracovního kapitálu

Následná analýza čistého pracovního kapitálu čerpá vstupní data z uvedené tabulky č. 21 a společně s potřebou čistého pracovního kapitálu a obrátovým cyklem peněz jsou výsledné hodnoty uvedeny v tabulce č. 22. Kofola a.s. se prezentuje záporným čistým pracovním kapitálem po celé sledované období. To znamená, že jistá část stálých aktiv podniku byla v tomto období kryta krátkodobými finančními zdroji. Již při analýze poměrovými ukazateli bylo zmíněno, že podnik využívá agresivní způsob financování, který lze tímto s ohledem na stanovení čistého pracovního kapitálu a jeho potřebu potvrdit.

Stanovení hodnot čistého pracovního kapitálu, obrátového cyklu peněz a potřeby čistého pracovního kapitálu bylo dosaženo pomocí těchto vzorců [10]:

Čistý pracovní kapitál:

$$NWC = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé závazky}$$

Obrátový cyklus peněz:

$$OCP = \text{doba vázanosti zásob} + \text{doba obratu pohledávek} \\ - \text{doba splatnosti krátkodobých závazků}$$

Potřeba čistého pracovního kapitálu:

$$\text{Potřeba čistého pracovního kapitálu} = \text{OCP} \times \text{průměrné denní náklady}$$

Průměrné denní náklady jsou stanoveny následovně:

$$\text{Průměrné denní náklady} = \frac{\text{celkové roční výdaje}}{360}$$

Tabulka 21: Vstupní veličiny pro výpočet čistého pracovního kapitálu

Vstupní veličiny (v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
Krátkodobé závazky	747 584	782 604	851 178	770 078	880 449
Krátkodobé bankovní úvěry	579 404	641 305	470 767	394 064	410 624
Oběžná aktiva	1 014 333	1 016 488	964 975	758 288	906 651
Zásoby	316 900	341 191	322 038	169 937	185 264
Pohledávky	656 985	635 925	602 835	437 254	525 891
Peníze	771	761	1 221	739	817

Tabulka 22: Čistý pracovní kapitál

Čistý pracovní kapitál	2011	2012	2013	2014	2015
Čistý pracovní kapitál (NWC)	-312 655	-407 421	-356 970	-405 854	-384 422
Obratový cyklus peněz (OCP)	34,12	27,38	9,75	-21,08	-19,68
Potřeba čistého pracovního kapitálu	-69,87	-77,86	-52,52	-72,07	67,44

8.5 Analýza pomocí hodnotového ukazatele EVA

Hodnota ukazatele ekonomické přidané hodnoty (EVA) vychází z dat obsažených v tabulce č. 23 a stanovené hodnoty jsou uvedeny do tabulky č. 24. Sazba daně z příjmu právnických osob se v posledních letech nezměnila, proto 19 % daň platí pro celé sledované období. Úspěšný podnik by měl dosahovat kladných hodnot EVA, podnik Kofola a.s. opravdu kladných hodnot dosahuje, můžeme jej z tohoto pohledu tedy považovat za úspěšný. Čím vyšší tato hodnota je, tím lépe pro daný podnik a v případě oceňovaného podniku hodnota EVA v průběhu let sledovaného období kontinuálně roste z hodnoty 17 371,5 až na hodnotu 67 317,8. Tato rostoucí tendence je zapříčiněna zejména rostoucím provozním ziskem oproti nákladům na kapitál. Náklady na kapitál

mají kolísavou tendenci a v zájmu podniku je, aby v budoucích letech příliš nevzrostla jejich hodnota.

Výpočet EVA byl proveden pomocí uvedeného vzorce:

$$EVA = NOPAT - C \times WACC,$$

kde NOPAT – čistý provozní zisk

C – celkový investovaný kapitál

WACC – průměrné náklady na kapitál

Je zároveň nezbytné uvést i dílčí výpočty, dosažení hodnot NOPAT a WACC:

$$NOPAT = EBIT \times (1 - daň),$$

kde t – sazba daně z příjmů právnických osob.

$$WACC = r_d(1 - t) \times \frac{D}{C} + r_e \times \frac{E}{C},$$

kde r_d – náklady na cizí kapitál

t – sazba daně z příjmů právnických osob

D – cizí kapitál (=Debet)

C – celkový dlouhodobě investovaný kapitál

r_e – náklady na vlastní kapitál

E – vlastní kapitál (=Equity).

Tabulka 23: Vstupní veličiny pro výpočet EVA

Ekonomická přidaná hodnota EVA	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT	101 467	133 540	114 776	126 504	158 676
1-daň	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
Dlouhodobý majetek	1 240 828	1 238 428	1 148 319	1 221 778	1 197 544

Tabulka 24: Ekonomická přidaná hodnota EVA

Ekonomická přidaná hodnota EVA	2011	2012	2013	2014	2015
NOPAT	82 188,27	108 167,4	92 968,56	102 468,24	128 527,56
C	953 188	866 882	823 904	849 567	850 136
WACC	6,8 %	7,9 %	7,1 %	6,9 %	7,2 %
-C x WACC	-64 816,8	-68 483,7	-58 497,2	-58 620,1	-61 209,8
EVA	17 371,486	39 683,722	34 471,376	43 848,117	67 317,768

9. Finanční plán

Finanční plán podniku Kofola a.s. byl vypracován na základě minulého vývoje podniku, který je zmapován v kapitole finanční analýza. Dále byly zohledněny výsledky strategické analýzy. Při finančním plánování je nutné přihlídnout k situaci v mikrookolí a makrookolí společnosti. Finanční plán byl zhotoven na budoucí období pěti let, tedy na 2016 až 2020. Základním stavebním kamenem finančního plánu je prognóza tržeb podniku, od kterých se odvozuje množství výkazových položek. Při prognózování tržeb byl zohledněn jejich minulý vývoj a také vývoj makroekonomických ukazatelů. Dále byla zohledněna legislativa a prostředí, ve kterém se společnost pohybuje. Plánování tržeb společnosti Kofola a.s. není snadné vzhledem k tomu, že se společnost řadí do potravinářského průmyslu. Růst celkových tržeb byl naplánován na 5,35 % ročně. Východiskem jsou meziroční relativní změny sledovaného období 2011 – 2015, kdy v celém období byly celkové tržby rostoucí a nezaznamenaly žádný propad. Tuto tendenci lze tedy do jisté míry předpovídat i pro období budoucí. Pozitivní je rovněž predikce makroekonomických ukazatelů pro budoucí plánované období, především HDP a míra inflace. Pro budoucí období se předpovídá meziroční nárůst HDP o více než 2 %. Predikován je rovněž růst průměrné míry inflace, což může mít pozitivní efekt na export společnosti a z něho plynoucí tržby.

9.1 Plánování výkazu zisku a ztráty

Plán tržeb za prodej zboží vychází z plánu celkových tržeb společnosti. Růst celkových tržeb byl naplánován na 5,35 % ročně. Východiskem jsou meziroční relativní změny sledovaného období 2011 - 2015. Náklady vynaložené na prodej zboží byly naplánovány metodou procentního podílu na tržbách. Na základě minulého vývoje byl podíl nákladů na prodej zboží zvolen 59,22 %. Položka obchodní marže byla získána rozdílem plánovaných tržeb za prodej zboží a nákladů vynaložených na prodej zboží. U položky výkony se stejně jako u tržeb za prodej zboží předpokládá roční růst o 5,35 %. Výkonová spotřeba byla naplánována opět pomocí metody procentního podílu na tržbách, konkrétně byla stanovena na 85,4 % plánovaných výkonů. Osobní náklady, daně a poplatky a odpisy byly získány opět metodou procentního podílu, tentokrát z celkových tržeb. Osobní náklady pro plánované období představují 8,23 % a odpisy

5,4 % plánovaných celkových tržeb. Výsledek hospodaření za běžné období před zdaněním je získán jako rozdíl tržeb a nákladů. Po odečtení daně z příjmu, kde kalkulujeme se stejným daňovým zatížením jako ve sledovaném období (19 %), získáme položku čistý výsledek hospodaření za běžné období.

Tabulka 25: Plán výkazu zisku a ztráty

		2016	2017	2018	2019	2020
I.	Tržby za prodej zboží	685 937	722 635	761 296	802 025	844 933
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	406 212	427 944	450 839	474 959	500 369
+	Obchodní marže	279 725	294 690	310 456	327 066	344 564
II.	Výkony	2 564 687	2 701 897	2 846 449	2 998 734	3 159 166
B.	Výkonová spotřeba	2 190 242	2 304 719	2 430 867	2 557 920	2 697 928
+	Přidaná hodnota	654 169	691 869	726 038	767 880	805 802
C.	Osobní náklady	268 493	282 867	298 010	313 964	330 772
D.	Daně a poplatky	1 456	1 534	1 616	1 702	1 794
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	175 987	185 409	195 335	205 792	216 809
IV.	Ostatní provozní výnosy	26 113	27 656	29 291	31 022	32 855
H.	Ostatní provozní náklady	18 556	19 549	20 596	21 698	22 860
*	Provozní výsledek hospodaření	228 487	243 543	253 864	270 591	282 063
VI.	Tržby z prodaných cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0
J.	Prodané cenné papíry a vklady	0	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	240	255	270	286	302
N.	Nákladové úroky	19 242	20 272	21 357	22 501	23 705
XI.	Ostatní finanční výnosy	5 756	6 096	6 457	6 838	7 242
O.	Ostatní finanční náklady	14 548	15 326	16 147	17 011	17 922
*	Finanční výsledek hospodaření	-27 793	-29 247	-30 778	-32 388	-34 082
Q.	Daň z příjmu za běžnou činnost	38 132	40 716	42 386	45 259	47 116
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	162 562	173 579	180 700	192 944	200 865

9.2 Plánování rozvahy

Dlouhodobý majetek podniku se skládá z dlouhodobého nehmotného, hmotného a finančního majetku. Největší podíl na celkové hodnotě dlouhodobého majetku má dlouhodobý hmotný majetek. Ten byl naplánován jako 44,4% podíl na celkových tržbách v každém roce budoucího období. Dlouhodobý finanční majetek byl fixován na hodnotě 123 008 tis. Kč. Jedná se o hodnotu, které podnik dosahoval v posledním roce sledovaného období. Dlouhodobý nehmotný majetek byl naplánován jako 0,01 % celkových tržeb v každém roce. Součtem těchto dílčích položek se vypočte plánovaná hodnota dlouhodobého majetku podniku. Oběžná aktiva jsou tvořena zásobami, krátkodobými a dlouhodobými pohledávkami a krátkodobým finančním majetkem. Zásoby byly naplánovány metodou procentního podílu na tržbách, konkrétně je kalkulováno s 10% podílem na celkových tržbách každý rok sledovaného období. Krátkodobé pohledávky byly naplánovány jako 16 % celkových tržeb a dlouhodobé pohledávky byly fixovány na hodnotě z posledního roku sledovaného období. Základní kapitál se za celé sledované období nezměnil a stejná situace se předpokládá pro budoucí období. Základní kapitál byl tedy fixován na hodnotě 268 365 tis. Kč. Výsledek hospodaření minulých let byl stanoven kumulací minulých peněžních toků. Výsledek hospodaření za běžnou činnost byl převzat z plánovaných výkazů zisku a ztráty pro budoucí období. Rezervy byly fixovány na hodnotě posledního roku minulého období, a to na 16 893 tis. Kč. Dlouhodobé závazky byly naplánovány jako 0,38 % a krátkodobé závazky jako 29,5 % plánovaných tržeb v každém roce. Bankovní úvěry a výpomoci jsou fixovány na hodnotě 650 000 tis. Kč.

Tabulka 26: Plán rozvahy

		2016	2017	2018	2019	2020
	AKTIVA CELKEM	2 446 990	2 575 156	2 706 622	2 849 000	2 995 050
B.	Dlouhodobý majetek	1 448 620	1 526 173	1 607 877	1 693 955	1 784 642
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	435	458	482	508	535
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	1 448 186	1 525 715	1 607 395	1 693 447	1 784 107
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	123 008	123 008	123 008	123 008	123 008
C.	Oběžná aktiva	998 370	1 048 984	1 098 745	1 155 045	1 210 408
C.I.	Zásoby	326 147	343 607	362 002	381 382	401 800
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
C.III.	Krátkodobé pohledávky	521 835	549 771	579 204	610 212	642 879
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	113 598	118 815	120 748	126 660	128 937
D.I.	Časové rozlišení	36 790	36 790	36 791	36 791	36 792
	PASIVA CELKEM	2 446 990	2 575 156	2 706 622	2 849 001	2 995 050
A.	Vlastní kapitál	806 467	882 509	959 061	1 043 586	1 128 684
A.I.	Základní kapitál	268 653	268 653	268 653	268 653	268 653
A.II.	Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
A.III.	Fondy ze zisku	198	198	198	198	198
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	375 054	440 079	509 511	581 790	658 968
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období	162 562	173 579	180 700	192 944	200 865
B.	Cizí zdroje	1 640 523	1 692 647	1 747 561	1 805 415	1 866 366
B.I.	Rezervy	16 893	16 893	16 893	16 893	16 893
B.II.	Dlouhodobé závazky	12 457	13 124	13 827	14 567	15 347
B.III.	Krátkodobé závazky	961 173	1 012 630	1 066 841	1 123 955	1 184 127
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	650 000	650 000	650 000	650 000	650 000
C.I.	Časové rozlišení	0	0	0	0	0

10. Ocenění společnosti Kofola a.s.

Ocenění bude provedeno k datu 5.5.2017 metodou účetní hodnoty a metodou diskontovaného cash flow, konkrétně s využitím volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele FCFF a ukazatele EVA.

10.1 Ocenění účetní hodnotou

Jako účetní hodnota společnosti Kofola a.s je kalkulována celková bilanční suma uvedená v rozvaze k 31.12.2015. Účetní hodnota společnosti Kofola a.s. k **31.12.2015** byla stanovena na **2 140 985 000,- Kč**.

10.2 Metoda diskontovaného cash flow (DCF)

Tato výnosová metoda diskontovaného cash flow byla kalkulována ve tvaru FCFF (Free Cash Flow to the Firm).

10.2.1 Diskontní míra

Jako diskontní míra při oceňování metodou diskontu cash flow prostřednictvím FCFF jsou použity průměrné vážené náklady na kapitál (WACC).

Vzorec pro výpočet WACC je následující:

$$WACC = r_d \cdot (1 - t) \cdot \frac{D}{C} + r_e \cdot \frac{E}{C}$$

kde r_d – náklady na cizí kapitál

r_e – náklady na vlastní kapitál

t – daň z příjmu

C – celkový investovaný kapitál

D – cizí kapitál

E – vlastní kapitál

Náklady na cizí kapitál byly stanoveny na základě dlouhodobého průměru České republiky na 3,5 %. Daňová sazba vychází z aktuálního daňového zatížení, nepředpokládá se navýšení daně z příjmu pro budoucí období. Celkový investovaný

kapitál byl vypočten jako součet dlouhodobých závazků a vlastního kapitálu (viz tabulka č. 27).

Tabulka 27: Výpočet celkového investovaného kapitálu

	2016	2017	2018	2019	2020
Dlouhodobé závazky	12 457	13 124	13 827	14 567	15 347
Vlastní kapitál	806 467	882 509	959 061	1 043 586	1 128 684
Celkový investovaný kapitál	818 924	895 633	972 888	1 058 152	1 144 030

Náklady na vlastní kapitál byly vypočteny pomocí CAPM modelu. Jedná se o model kapitálových aktiv. CAPM model je možné vyjádřit vzorcem:

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

kde r_f – bezriziková úroková míra

β – parametr systematického rizika

$(r_m - r_f)$ – prémie za riziko

Bezriziková úroková míra byla stanovena na 6,69 % a parametr systematického rizika odpovídá koeficientu beta levered pro podniky, které se zabývají výrobou nealkoholických nápojů [21].

$$\beta_{levered} = \beta_{unlevered} \cdot \left(1 + (1 - t) \cdot \frac{D}{E}\right)$$

kde $\beta_{levered}$ – beta koeficient včetně finanční páky

$\beta_{unlevered}$ – beta koeficient bez finanční páky

D – cizí zdroje

E – vlastní zdroje

t – daňová sazba

Výpočet beta koeficientu a nákladů na vlastní kapitál je uveden v tabulce č. 28.

Tabulka 28: Výpočet koeficientu beta a nákladů na vlastní kapitál

	2016	2017	2018	2019	2020
Daň z příjmu ČR	19%	19%	19%	19%	19%
r_f	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Beta unlevered	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78
D/E	2%	1%	1%	1%	1%
Beta levered	0,790	0,789	0,789	0,789	0,789
$(r_m - r_f)$	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%
Re	9%	9%	9%	9%	9%

Vypočtené náklady na vlastní kapitál v celém plánovaném období odpovídají 9 %.

Nyní je možné dosadit do vzorce pro průměrné vážené náklady kapitálu všechny proměnné. Hodnoty všech položek průměrných vážených nákladů na kapitál jsou uvedeny v tabulce č. 29.

Tabulka 29: Průměrné vážené náklady na kapitál

D	12 457	13 124	13 827	14 567	15 347
E	806 467	882 509	959 061	1 043 586	1 128 684
C	818 924	895 633	972 888	1 058 152	1 144 030
$(1-t)$	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
R_d	4 %	4 %	5 %	5 %	5 %
R_e	9 %	9 %	9 %	9 %	9 %
WACC	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %

10.3 Model s využitím FCFF

Pro výpočet FCFF je zapotřebí určit cash flow z operací pro budoucí období. To se získá jako součet EBIT po zdanění a odpisů. Následně se od cash flow z operací odečte růst pracovního kapitálu a trvalé kapitálové výdaje. Výpočet FCFF je uveden v tabulce č. 30.

Tabulka 30: Výpočet FCFF

	2016	2017	2018	2019	2020
T	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19
EBIT x (1-t)	178 148	190 000	197 999	211 170	220 066
Odpisy	175 987	185 409	195 335	205 792	216 809
růst WC	10 994	-843	-4 450	-814	-4 808
růst nových investic	427 064	185 409	195 335	205 792	216 809
FCFF	-83 923	190 842	202 449	211 984	224 874

10.3.1 Stabilní růstový model

Stabilní růstový model s využitím FCFF je vyjádřen vzorcem:

$$\text{Hodnota podniku} = \frac{FCFF_1}{WACC - g_n}$$

Tempo růstu odpovídá očekávanému růstu HDP podle MFČR – 2,4 %. Hodnota společnosti Kofola a.s. byla na základě stabilního růstového modelu ke dni 5.5.2017 stanovena

na **4 167 629 000,- Kč**.

10.3.2 Dvoufázový model

Vzorec pro výpočet dvoufázového modelu za využití volných peněžních toků pro vlastníky a akcionáře je možné znázornit:

$$\text{Hodnota podniku} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g_n} \cdot (1 + WACC)^{-n}$$

Tempo růstu opět odpovídá fiskálnímu výhledu MFČR na 2,4 %.

Propočet dvoufázové metody je uveden v tabulce č. 31.

Tabulka 31: Výpočet DCF

	2017	2018	2019	2020
FCFF	58 560	202 449	211 984	224 874
Diskont FCFF	1,021	1,094	1,174	1,261
DCF	57 360	185 034	180 597	178 348

Hodnota první, druhé fáze i hodnota celková je uvedena v tabulce č. 32.

Tabulka 32: Výpočet celkové hodnoty dvoufázovou metodou

Hodnota 1. fáze	601 338
Hodnota 2. fáze	3 970 178
Hodnota celkem	4 571 516

Celková hodnota společnosti Kofola a.s. byla ke dni 5.5.2017 pomocí dvoufázového modelu stanovena na **4 571 516 000,- Kč**.

10.4 Model využívající ekonomickou přidanou hodnotu

I u této metody dochází k aplikaci dvoufázového modelu. V tabulce č. 33 je uveden výpočet diskontovaného ukazatele ekonomické přidané hodnoty.

Tabulka 33: Výpočet diskontované EVA

	2017	2018	2019	2020
EVA	29 484	95 971	101 347	101 815
Diskont	1,021	1,094	1,174	1,261
Diskont. EVA	28 880	87 715	86 341	80 750

Hodnota první, druhé fáze i hodnota celková je uvedena v tabulce č. 34.

Tabulka 34: Výpočet hodnot budoucích EVA

Hodnota 1. fáze	283 685
Hodnota 2. fáze	1 797 558
Hodnot budoucích EVA	2 081 243

Výpočet hodnoty podniku pomocí modelu, který využívá ukazatel ekonomické přidané hodnoty je následující:

$$\text{Hodnota podniku} = C_0 + \sum \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t}$$

Dosazením do vzorce získáme ke dni 5.5.2017 hodnotu podniku ve výši **3 208 579 000,- Kč.**

Závěr

Cílem mé diplomové práce bylo stanovit hodnotu společnosti Kofola a.s. jako podklad případnému investorovi. Jak již bylo zmíněno, společnost Kofola a.s. se zabývá výrobou a distribucí nealkoholických sycených nápojů. Na území České republiky a Slovenska se jedná o výhradního distributora značek Evian, Badoit, Rauch, Vincentka. Společnost Kofola a.s. působí na pěti trzích - v České republice, na Slovensku, v Polsku, Slovinsku a v Chorvatsku.

Nyní je společnost Kofola a.s., jež je součástí skupiny Kofola S.A., jedním z předních výrobců nealkoholických nápojů na území Evropy.

Diplomová práce se v první části věnovala teoretickým východiskům oceňování, poté bylo přistoupeno k analýze společnosti, tvorbě finančního plánu a v poslední kapitole bylo provedeno ocenění společnosti Kofola a.s. pomocí metod diskontovaného cash flow, konkrétně s využitím volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele FCFF a ukazatele EVA.

Finanční plán podniku Kofola a.s. byl vypracován na základě minulého vývoje podniku, přičemž primárně vychází z finanční analýzy. Dále byly zohledněny výsledky strategické analýzy a situace v mikrookolí a makrookolí společnosti Kofola a.s. Finanční plán byl zhotoven na budoucí období pěti let, tedy na 2016 až 2020. S ohledem na provedenou finanční a strategickou analýzu nepředpokládáme významné ohrožení podniku v budoucím období. Lze konstatovat, že společnost Kofola a.s. má dostatek potenciálu.

Celková hodnota společnosti Kofola a.s. byla ke dni 5.5.2017 pomocí dvoufázového modelu za využití volných peněžních toků pro vlastníky a akcionáře stanovena na 4 571 516 000,- Kč. Pokud tuto hodnotu porovnáme s účetní hodnotou, tedy celkovou bilanční sumou, která byla stanovena na 2 140 985 000,- Kč, je evidentní, že účetní hodnotu značně převyšuje, z čehož lze usoudit, že podnik v budoucím období bude generovat volné peněžní toky.

Výpočet hodnoty podniku pomocí modelu, který využívá ukazatel ekonomické přidané hodnoty je 3 208 579 000,- Kč, což je o 1 362 937 Kč méně oproti modelu za využití volných peněžních toků pro vlastníky a akcionáře.

Seznam použité literatury

- [1] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.
- [2] <http://business.center.cz/business/pojmy/p2553-obchodni-zavod.aspx> (9.5.2017)
- [3] [IDW a INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER]. *IDW standard: principles for the performance of business valuations (IDW S1, version 2008)*. Düsseldorf: IDW-Verl, 2009. ISBN 9783802113949.
- [4] SEDLÁČKOVÁ, Helena. *Strategická analýza*. Praha: C.H. Beck, 2000. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-422-8.
- [5] VEBER, Jaromír. *Management: základy, moderní manažerské přístupy, výkonnost a prosperita*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2009. ISBN 978-80-7261-200-0.
- [6] DEDOUCHOVÁ, Marcela. *Strategie podniku*. Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-603-4.
- [7] FOTR, Jiří. *Tvorba strategie a strategické plánování: teorie a praxe*. Praha: Grada, 2012. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-3985-4.
- [8] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-529-1.
- [9] GRÜNWARD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-262.
- [10] SCHOLLEOVÁ, Hana. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2012. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-4004-1.
- [11] [Www.managementmania.com](http://www.managementmania.com) [online]. [cit. 2017-04-23].
- Dostupné z: <https://managementmania.com/cs/rentabilita-investovaneho-kapitalu>
- [12] [Www.kofola.cz/](http://www.kofola.cz/) [online]. [cit. 2017-05-04].
- [13] [Https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik](https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik) [online]. [cit. 2017-03-18].
- [14] [Www.zakonyprolidi.cz](http://www.zakonyprolidi.cz) [online]. [cit. 2017-04-15].

- [15] [Www.http://eagri.cz/public/web/mze/](http://eagri.cz/public/web/mze/) [online]. [cit. 2017-03-27].
- [16] Ministerstvo financí ČR. *Makroekonomická predikce - leden 2017* [online]. [cit. 2017-04-19].
- Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2017/makroekonomicka-predikce-leden-2017-27446>
- [17] [Www.czso.cz](http://www.czso.cz) [online]. [cit. 2017-05-04].
- [18] [Www.coca-colahellenic.cz/](http://www.coca-colahellenic.cz/) [online]. [cit. 2017-05-03].
- [19] [Www.pepsico.cz/](http://www.pepsico.cz/) [online]. [cit. 2017-05-03].
- [20] [Www.kmv.cz/cs/](http://www.kmv.cz/cs/) [online]. [cit. 2017-05-03].
- [21] [Www.damodaran.com](http://www.damodaran.com) [online]. [cit. 2017-05-04].

Seznam tabulek

Tabulka 1: Hrubý domácí produkt v letech 2011 až 2015 (užití ve stálých cenách) [16]	51
Tabulka 2: Predikce vývoje HDP v dalších letech (užití ve stálých cenách) [16]	51
Tabulka 3: Míra inflace v letech 2011 až 2015 [17]	51
Tabulka 4: Predikce vývoj míry inflace v dalších letech [16]	52
Tabulka 5: Míra nezaměstnanosti v letech 2011 až 2015 [16]	52
Tabulka 6: Predikce vývoje míry nezaměstnanosti v dalších letech [16]	52
Tabulka 7: Devizové kurzy v letech 2011 až 2015 [17]	53
Tabulka 8: Predikce vývoje devizových kurzů v následujících letech [16]	53
Tabulka 9: Horizontální analýza aktiv	58
Tabulka 10: Horizontální analýza pasiv	60
Tabulka 11: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty	62
Tabulka 12: Vstupní veličiny pro výpočet ukazatelů rentability	64
Tabulka 13: Ukazatele rentability	65
Tabulka 14: Vstupní veličiny pro výpočet ukazatelů likvidity	65
Tabulka 15: Ukazatele likvidity	66
Tabulka 16: Vstupní veličiny pro výpočet ukazatelů aktivity	67
Tabulka 17: Ukazatele aktivity dle počtu obrátů	67
Tabulka 18: Ukazatele aktivity dle doby obratu	67
Tabulka 19: Vstupní veličiny pro výpočet ukazatelů zadluženosti	68
Tabulka 20: Ukazatele zadluženosti	68
Tabulka 21: Vstupní veličiny pro výpočet čistého pracovního kapitálu	73
Tabulka 22: Čistý pracovní kapitál	73
Tabulka 23: Vstupní veličiny pro výpočet EVA	74
Tabulka 24: Ekonomická přidaná hodnota EVA	75
Tabulka 25: Plán výkazu zisku a ztráty	77
Tabulka 26: Plán rozvahy	79
Tabulka 27: Výpočet celkového investovaného kapitálu	81
Tabulka 28: Výpočet koeficientu beta a nákladů na vlastní kapitál	82
Tabulka 29: Průměrné vážené náklady na kapitál	82
Tabulka 30: Výpočet FCFF	83
Tabulka 31: Výpočet DCF	84
Tabulka 32: Výpočet celkové hodnoty dvoufázovou metodou	84

Tabulka 33: Výpočet diskontované EVA	84
Tabulka 34: Výpočet hodnot budoucích EVA	84

Seznam grafů

Graf 1: Vertikální analýza aktiv	59
Graf 2: Vertikální analýza pasiv.....	61
Graf 3: Vertikální analýza výnosových složek výkazu zisku a ztráty	63
Graf 4: Vertikální analýza nákladových složek výkazu zisku a ztráty	63
Graf 5: Zlaté bilanční pravidlo	69
Graf 6: Pravidlo vyrovnání rizika.....	70
Graf 7: Pari pravidlo	71
Graf 8: Poměrové bilanční pravidlo	72

Seznam obrázků

Obrázek 1: Hlavní funkce oceňování podle Kolínské školy [1]	17
Obrázek 2: Postup při oceňování podniku dle Mlčocha [3]	19
Obrázek 3: Porterův model pěti sil [7].....	23
Obrázek 4: Vztah likvidační a výnosové hodnoty podniku [8].....	38
Obrázek 5: Produkty společnosti Kofola a.s. [12]	46

