



# **DIPLOMOVÁ PRÁCE**

Fundamentální analýza akcie Kofola

Fundamental Analysis of Kofola Stock

# **STUDIJNÍ PROGRAM**

Projektové řízení inovací

# **VEDOUCÍ PRÁCE**

Ing. Dagmar Čámská, Ph.D.

Bc. MUDROCHOVÁ

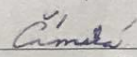

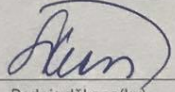
MAGDALENA

**2020**

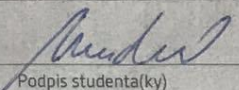
## I. OSOBNÍ A STUDIJNÍ ÚDAJE

Příjmení:	Mudrochová	Jméno:	Mařdalena	Osobní číslo:	458623
Fakulta/ústav:	Masarykův ústav vyšších studií (MÚVS)				
Zadávací katedra/ústav:	Oddělení ekonomických studií				
Studijní program:	Projektové řízení inovací				
Studijní obor:	-				

## II. ÚDAJE K DIPLOMOVÉ PRÁCI

Název diplomové práce:	Fundamentální analýza akcie Kofola		
Název diplomové práce anglicky:	Fundamental Analysis of Kofola Stock		
Pokyny pro vypracování:	<p><b>CÍL PRÁCE:</b> Cílem DP je na základě provedení fundamentální analýzy akcie Kofola a výpočtu její vnitřní hodnoty doporučit investiční strategii pro potencionální investory.</p> <p><b>PŘÍNOS PRÁCE:</b> Přínosem DP je doporučení pro budoucí investory, zda do dané akcie investovat.</p> <p><b>OSNOVA:</b> (1) Úvod, (2) Přístupy k analýze cenných papírů, (3) Teoretické předpoklady fundamentální analýzy</p> <p>Praktická část - (4) Globální fundamentální analýza, (5) Odvětvová fundamentální analýza, (6) Podniková fundamentální analýza, (7) Investiční doporučení, (8) Závěr</p>		
Seznam doporučené literatury:	<p>(1) DAMODARAN, Aswath. Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance. New York: Wiley, c1994.</p> <p>(2) KISLINGEROVÁ, Eva. Manažerské finance. 3. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2010. Beckova edice ekonomie. (3) MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 4) VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích. Praha: ASPI, 2007.</p>		
Jméno a pracoviště vedoucí(ho) diplomové práce:	Ing. Dagmar Čámská, Ph.D., ČVUT v Praze, MÚVS, oddělení ekonomických studií		
Jméno a pracoviště konzultanta(ky) diplomové práce:			
Datum zadání diplomové práce:	8.11.2019	Termín odevzdání diplomové práce:	30.4.2020
Platnost zadání diplomové práce:	30.9.2021		
			
Podpis vedoucí(ho) práce	Podpis vedoucí(ho) ústavu/katedry	Podpis děkana(ky)	

## III. PŘEVZETÍ ZADÁNÍ

<u>5.3.2020</u>	
Datum převzetí zadání	Podpis studenta(ky)

MUDROCHOVÁ, Magdalena. *Fundamentální analýza akcie Kofola*. Praha: ČVUT 2020. 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 vypracovala samostatně. Dále prohlašuji, že jsem všechny použité zdroje správně a úplně citovala a uvádím je v příloženém seznamu použité literatury. Nemám závažný důvod proti zpřístupnění 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: 12. 05. 2020

Podpis:

## **Poděkování**

Na tomto místě bych ráda poděkovala Ing. Dagmar Čámské, Ph.D., za odborné vedení, cenné rady a především věnovaný čas. Dále bych ráda poděkovala své rodině a blízkým za projevenou podporu při zpracování mé diplomové práce.

# **Abstrakt**

Tato diplomová práce na základě provedené fundamentální analýzy předkládá investiční doporučení ohledně akcie společnosti Kofola Československo, a.s. Ke stanovení vnitřní hodnoty akcie byl použit Gordonův dividendový diskontní model, výnosová metoda založená na modelu FCFF a metoda tržního násobitele EV/EBITDA. Porovnáním takto vypočítaných vnitřních hodnot akcií s tržní cenou akcie k 1. dubnu 2020 je určeno, zda danou akcii zakoupit či prodat.

## **Klíčová slova**

Fundamentální analýza, vnitřní hodnota akcie, model FCFF, výnosová míra, dividenda, akciový kurz.

# **Abstract**

This diploma thesis based on the conducted fundamental analysis presents an investment recommendation regarding the stock of Kofola Československo, a.s. To determine the intrinsic value of the stock the Gordon dividend discount model, the FCFF method and the method with EV/EBITDA market multiplier were applied. By comparing these calculated intrinsic values of the stock with the market price of the stock as of April 1, 2020, is determined whether to purchase or sell this stock.

## **Key words**

Fundamental analysis, intrinsic value of shares, FCFF model, rate of return, dividend, stock exchange rate.

# Obsah

<b>ÚVOD</b> .....	<b>5</b>
<b>1 KAPITÁLOVÝ TRH</b> .....	<b>7</b>
1.1 NÁSTROJE KAPITÁLOVÉHO TRHU .....	7
1.1.1 Akcie .....	8
<b>2 PŘÍSTUPY K ANALÝZE CENNÝCH PAPÍRŮ</b> .....	<b>10</b>
2.1 TECHNICKÁ ANALÝZA .....	10
2.2 FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA .....	12
2.3 INVESTIČNÍ STRATEGIE .....	12
2.3.1 Investiční strategie zaměřená na růst .....	13
2.3.2 Investiční strategie zaměřená na hodnotu .....	14
<b>3 TEORETICKÉ PŘEDPOKLADY FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZY</b> .....	<b>15</b>
3.1 TEORETICKÉ PŘEDPOKLADY GLOBÁLNÍ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZY .....	15
3.1.1 Reálný výstup ekonomiky .....	15
3.1.2 Změny v peněžní nabídce .....	16
3.1.3 Úrokové sazby .....	17
3.1.4 Inflace .....	18
3.1.5 Deficit státního rozpočtu .....	18
3.1.6 Politické a ekonomické šoky .....	19
3.2 TEORETICKÉ PŘEDPOKLADY ODVĚTOVÉ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZY .....	19
3.2.1 Životní cyklus odvětví .....	20
3.2.2 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus .....	22
3.2.3 Tržní struktura odvětví .....	23
3.2.4 Role regulatorních orgánů .....	26
3.3 TEORETICKÉ PŘEDPOKLADY PODNIKOVÉ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZY .....	28
3.3.1 Definice hodnoty .....	28
3.3.2 Finanční analýza .....	29
3.3.3 Faktor času a rizika .....	39
3.3.4 Metody pro stanovení vnitřní hodnoty akcie .....	40
3.3.5 Dividendové diskontní metody .....	41
3.3.6 Ziskové metody .....	42
3.3.7 Cash flow modely .....	44
3.3.8 Diskontní míra .....	46
3.3.9 Tempo růstu $g$ .....	49
<b>4 O SPOLEČNOSTI</b> .....	<b>52</b>
<b>5 GLOBÁLNÍ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA</b> .....	<b>55</b>
5.1 ÚROKOVÉ SAZBY .....	55



5.2	HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT .....	57
5.3	INFLACE .....	58
5.4	PENĚŽNÍ NABÍDKA .....	60
5.5	POLITICKÉ A EKONOMICKÉ ŠOKY .....	61
5.6	VYHODNOCENÍ GLOBÁLNÍ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZY .....	62
<b>6</b>	<b>ODVĚTOVÁ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA .....</b>	<b>63</b>
6.1	ŽIVOTNÍ CYKLUS ODVĚTVÍ .....	63
6.2	CITLIVOST ODVĚTVÍ NA HOSPODÁŘSKÝ CYKLUS .....	65
6.3	TRŽNÍ STRUKTURA ODVĚTVÍ .....	66
6.4	REGULACE .....	68
6.5	VYHODNOCENÍ ODVĚTOVÉ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZY .....	69
<b>7</b>	<b>PODNIKOVÁ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA.....</b>	<b>70</b>
7.1	VSTUPNÍ DATA PRO STANOVENÍ VNITŘNÍ HODNOTY AKCIE .....	70
7.1.1	Požadovaná výnosová míra .....	70
7.1.2	Cena akcie.....	71
7.1.3	Míra růstu dividend .....	72
7.1.4	WACC .....	72
7.2	FINANČNÍ ANALÝZA .....	73
7.2.1	Ukazatele rentability .....	74
7.2.2	Ukazatele likvidity .....	75
7.2.3	Ukazatele aktivity .....	77
7.2.4	Ukazatele zadluženosti.....	78
7.2.5	Ukazatele kapitálového trhu.....	79
7.2.6	Shrnutí finanční analýzy společnosti.....	80
7.3	STANOVENÍ VNITŘNÍ HODNOTY AKCIE.....	80
7.3.1	SWOT analýza.....	80
7.3.2	Predikce vývoje společnosti.....	81
7.3.3	Dividendové diskontní modely.....	82
7.3.4	FCFF model .....	83
7.3.5	Metoda ocenění na základě tržních násobitelů .....	86
7.3.6	Shrnutí firemní fundamentální analýzy .....	87
	<b>ZÁVĚR .....</b>	<b>89</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY .....</b>	<b>91</b>
	<b>SEZNAM OBRÁZKŮ .....</b>	<b>95</b>
	<b>SEZNAM TABULEK .....</b>	<b>96</b>
	<b>SEZNAM GRAFŮ .....</b>	<b>97</b>
	<b>SEZNAM PŘÍLOH .....</b>	<b>98</b>

<b>PŘÍLOHY .....</b>	<b>99</b>
<b>EVIDENCE VÝPŮJČEK .....</b>	<b>108</b>

# ÚVOD

Investování do akcií poslední dobou sílí na významu a stává se stále oblíbenější investicí mnoha subjektů, které do akcií vkládají své volné peněžní prostředky za účelem získání co největších výnosů. Sama vnímám akcie jako vhodný instrument pro dosažení vysokých zisků, proto si myslím, že je tato skutečnost pochopitelná. Nicméně se nejedná o snadnou záležitost. Aby daná akcie přinesla kýžené výnosy, je před investováním do dané akcie nutné zjistit, zda vybraná akcie disponuje růstovým potenciálem. Na tuto otázku se bude snažit najít odpověď i má diplomová práce, která se zabývá fundamentální analýzou akcie Kofola Československo, a.s.

K výběru daného tématu mě vedla touha porozumět principům fundamentální analýzy, neboť se jedná o velmi komplexní metodu, která dokáže investorovi leccos podhalit, jelikož zkoumá celou řadu faktorů, které ovlivňují vývoj akciového kurzu. Věřím, že znalost právě této metody mi bude v budoucnu při investování na kapitálových trzích velmi užitečná a přispěje k úspěchu při jednotlivých investicích do akcií. Navíc se domnívám, že zvolení tak velké a všeobecně známé společnosti, jako je Kofola Československo, a.s., mi umožní získat cenné analytické schopnosti, neboť při fundamentální analýze této společnosti musím zohlednit celou řadu faktorů, které jsou však díky obecnému povědomí o společnosti lépe uchopitelné.

Práce bude rozdělena na dvě části, část teoretickou a část praktickou. Přičemž teoretická část bude zaměřena na seznámení s pojmy kapitálového trhu, porovnání přístupů k analýze cenných papírů, představení základních investičních strategií a porozumění samotné problematice fundamentální analýzy, jež je tvořena třemi hlavními částmi – globální, odvětvovou a podnikovou fundamentální analýzou. Praktická část pak bude aplikovat dané teoretické předpoklady přímo na společnost Kofola Československo, a.s., a její akcie. Poté budou využity vhodné metody ke stanovení vnitřní hodnoty akcie a na základě porovnání výsledků vybraných metod a tržní ceny akcie k rozhodnému datu ocenění určeno investiční doporučení. Zda dané akcie zakoupit, či prodat. Hlavním cílem mé diplomové práce je tedy výpočet vnitřní hodnoty akcie a následné stanovení investičního doporučení.

# **TEORETICKÁ ČÁST**

# 1 KAPITÁLOVÝ TRH

Většina z nás se domnívá, že více peněz nás udělá šťastnějšími. To je důvod, proč jsou lidé, jejichž příjmy jsou vyšší než částka, kterou utratí za svou běžnou spotřebu, ochotni vzdát se svých volných finančních prostředků v současnosti. Věří, že v budoucnu získají své peníze zpět, a navíc ve větším množství. Tento systém vztahů a nástrojů, který umožňuje rozmístování a přerozdělování dočasně volných finančních prostředků na základě nabídky a poptávky, se dle Pavláta (1992, s. 15) nazývá finanční trh.

Podle předmětu obchodu lze dle Pavláta (1992, s. 19) finanční trh rozdělit na dílčí trhy, konkrétně na peněžní trh, kapitálový trh, trh drahých kovů a devizový trh. Kapitálový trh na rozdíl od peněžního trhu zprostředkovává střednědobé a dlouhodobé úvěry různým účastníkům trhu – jednotlivcům, bankám, společnostem, vládám jednotlivých zemí a mezinárodním nebo nadnárodním organizacím. Jinak řečeno, hlavní účastníci kapitálového trhu jsou investoři, emitenti a zprostředkovatelé. Mezi hlavní produkty patří dluhopisy, akcie a hypotéky. Proto se kapitálovému trhu často říká i trh cenných papírů.

Pavlát (1992, s. 20) mimo jiné rozlišuje kapitálový trh na primární a sekundární dle toho, zda se jedná o původní vydání cenných papírů (primární trh), nebo se obchoduje s již dříve emitovanými cennými papíry. V takovém případě se jedná o sekundární trh. Primární trh umožňuje získat kapitál a přeměnit úspory investorů v dlouhodobé zdroje pro podnikání buď soukromých podnikatelů, nebo pro potřeby státu. Za poskytnuté úspory jsou emitovány cenné papíry, které představují práva majitelů poskytnutých úspor. Zatímco sekundární trh představuje nákup a prodej cenných papírů na burze, nebo mimo burzu, čemuž se také říká mimoburzovní obchod.

## 1.1 Nástroje kapitálového trhu

Tento trh je vybaven měnným souborem nástrojů, které umožňují hladké fungování trhu. Nicméně část finančních nástrojů zůstává poměrně dlouhou dobu neměnná. Ale poněvadž i oblast finančních nástrojů ovlivňuje inovace, často díky tomu vznikají finanční nástroje, které dle Pavláta (1992, s. 35) slučují charakteristické znaky a výhody

i několika finančních nástrojů. Tudíž nově vzniklé finanční nástroje leckdy lépe uspokojují požadavky účastníků trhu a umožňují jeho rychlejší vývoj. Mezi hlavní soustavy nástrojů kapitálového trhu se řadí obligace soukromých společností, měst a obcí, státní obligace, akcie a hypoteční listy. Nicméně tyto nástroje se v každé zemi mohou lišit a vyznačovat se různou řadou specifických vlastností.

### **1.1.1 Akcie**

Nejrozšířenějším a nejznámějším cenným papírem kapitálového trhu je jednoznačně akcie. Musílek (1999, s. 33) říká: „*Akcie je cenným papírem, s nímž jsou spojena práva akcionáře jako společníka podílet se na řízení akciové společnosti, jejím zisku a na likvidačním zůstatku při zániku společnosti.*“

Podstatný rozdíl mezi akcionářem a věřitelem společnosti je dle Pavláta (1992, s. 42) v tom, že akcionář je pouze spolumajitelem podniku. Proto o jeho příjmech bezprostředně rozhoduje úspěch společnosti, jelikož výše výnosu každého z akcionářů závisí na hospodářských výsledcích společnosti. Pokud nebude hospodářský výsledek dobrý, může se stát, že akcionáři nebude vyplacena žádná dividenda. Nicméně výsledek hospodaření společnosti může akcionář ovlivnit, poněvadž má právo účastnit se valné hromady a má hlasovací právo odpovídající jeho podílu ve společnosti. Díky tomu se může aktivně podílet na rozhodování o těch nejdůležitějších otázkách hospodaření podniku a jeho případném rozvoji.

Akciové společnosti, jak popisuje Kislingerová (2010, s. 210), upisováním akcií získávají peněžní prostředky. Díky emisi akcií tedy tvoří svůj základní kapitál. Respektive součet nominálních hodnot, jinak řečeno jmenovitých hodnot, představuje základní kapitál podniku. Přičemž obvykle k vydávání akcií dochází při vzniku společnosti nebo rozvoji dalších podnikových aktivit, aby společnosti měly dostatek finančních prostředků. Často je navíc možný vysoký počet akcií, který je výhodný, jak pro danou společnost, která tímto způsobem získá peněžní prostředky, tak pro investory, kteří díky tomu, že jich je vysoký počet, přispívají k rozložení rizika podniku na více osob.

Kislingerová (2010, s. 210) uvádí několik druhů akcií. Prvním z nich jsou kmenové akcie, které vyplácejí dle rozhodnutí valné hromady dividendu. Ale vyplacení dividendy není předem známé. Její vyplacení je totiž plně v pravomoci valné hromady, nemusí

dividendu vyplácet ani v případě, že je společnost zisková z důvodu zadržení zisku pro účely reinvestice apod. Přesná pravidla pro přerozdělování zisku upravuje obchodní zákoník.

Mimo kmenové akcie Kislingerová (2010, s. 210) uvádí další typ, akcie se zvláštními právy, které nabývají práv, jež kmenové akcie nenabízejí. Zpravidla se jedná o přednostní právo na výplatu dividendy. Případně stanoví společnost, je-li to v nich sjednáno, mohou určit, že již akcionář nebude mít hlasovací právo. Pavlát (1992, s. 46) dodává, že prioritní akcie bez hlasovacího práva mohou být upisovány pouze do určité hranice, která je dána podílem akcií na celkové sumě jmenovitých hodnot emitovaných akcií dané společnosti. Dále vysvětluje, proč jsou prioritní akcie emitovány. Například z důvodu, kdy by bylo obtížné prodat obyčejné akcie, protože má podnik problémy. I samotná garance výplaty dividendy může přilákat další investory.

Poslední typ, který Kislingerová (2010, s. 211) popisuje, je zaměstnanecká akcie, jejíž převoditelnost je omezená. Jsou určeny pro zaměstnance společnosti, nebo bývalé zaměstnance, kteří již odešli do důchodu. Jinak disponují stejnými znaky jako obyčejné akcie. Pavlát (1992, s. 45) uvádí, že skrze zaměstnanecké akcie společnosti motivují zaměstnance, aby svou prací přispěli k úspěšnému hospodaření akciové společnosti a zároveň zaměstnance udrželi v podniku. Navíc je zaměstnanci mohou získat za zvýhodněných podmínek.

## 2 PŘÍSTUPY K ANALÝZE CENNÝCH PAPIRŮ

Obchodování na burze prošlo za poslední dobu převratným vývojem, kdy investoři používali různé nástroje. Jejich cíl byl ale vždy totožný. Stanovit vhodný moment pro zhodnocení daného instrumentu, v tomto případě akcie. Dle Veselé (2003, s. 11) v dnešní době investor využívá jeden ze čtyř základních přístupů pro stanovení tohoto momentu. Jedná se o analýzu technickou, fundamentální, psychologickou, anebo teorii efektivních trhů. Všechny tyto přístupy se snaží o predikci vývoje kurzu v budoucnosti. Fundamentální, technická a psychologická analýza disponují společným předpokladem, kterým je existence špatně naceněného investičního instrumentu, což poskytuje prostor pro dosahování nadprůměrných výnosů. Zatímco čtvrtý přístup, teorie efektivních trhů, existenci špatně ohodnocených cenných papírů vůbec nepřipouští, a tím pádem říká, že předchozí tři přístupy jsou zcela neúčinné.

Je však důležité říct, že neexistuje jedna zaručeně správná metoda, jak stanovit hodnotu dané akcie. A to proto, že každá metoda klade důraz na jiné metodologické předpoklady a faktory, které ovlivňují cenu akcie. Kislíngerová (2010, s. 212) navíc dodává, že mnohdy analýza přinese i zcela jiné výsledky, než přinesla analýza jiná, třeba i protikladné. Proto se nabízí otázka, proč vlastně investoři danou analýzu provádí. Odpovědí je fakt, že provedení analýzy investorům přináší hrubou představu o tom, na jaké úrovni by se tržní hodnota akcie mohla přibližně pohybovat a obchodovat. A to pomáhá investorům při rozhodování pro investování na kapitálových trzích, protože stále zůstává jako jejich hlavní cíl snaha o maximalizaci zhodnocení úspor vložených do investičních nástrojů.

### 2.1 Technická analýza

O technické analýze Veselá (2003, s. 21) píše, že se jedná o nejstarší analytický přístup zkoumající vývoj cen kurzů cenných papírů nebo cen komodit. Pár základních principů této analýzy bylo používáno již v 17. století na rýžových trzích v Asii, ale až později Charles H. Dow principy technické analýzy shrnul a dále rozpracoval, čímž vznikla „Dow Theory“, která tvoří východisko pro celou technickou analýzu.



Analytici, kteří využívají tuto analýzu, vůbec nezajímá vnitřní hodnota společnosti, ale pouze prognózování kurzových pohybů a budoucích trendů na trhu, a to na základě studia grafů, které znázorňují minulý vývoj trhu nebo vývoj kurzu zkoumané akcie. Dle Musílkova (2002, s. 327) se techničtí analytici domnívají, že je stanovení vnitřní hodnoty akcie velmi náročné, až nemožné.

Veselá (2003, s. 22) navíc dodává, že je pro technickou analýzu typické, že se příliš nezabývá fundamentálními faktory, ale spíše aktivitou a pohyby na trzích akcií. Techničtí analytici totiž tvrdí, že pohyb kurzu neovlivňují pouze fundamentální faktory, ale i psychologické, neracionální a fundamentálně nepředvídatelné faktory. Z toho důvodu vnímají fundamentální analýzu jako zbytečnou, nebo nepřesnou. Fundamentální vnitřní hodnota dle nich nemůže důkladně popsat situaci, protože bude vždycky opomíjet právě psychologické a další nefundamentální vlivy.

Nicméně ani výsledky technické analýzy dle Veselého (2003, s. 22) nemusejí být tak přesné. Dva techničtí analytici totiž z jednoho grafu nevyčtou dva stejné závěry. Záleží na jejich schopnostech, znalostech, zkušenostech, ale třeba i na subjektivním úsudku. Jejich závěry mohou být různé i z hlediska času, ale především z hlediska investičního doporučení.

Obecně Veselá (2003, s. 23) tvrdí, že je technická analýza jednoduchá a lze ji shrnout do třech různých tezí. Těmi jsou – vývoj na trhu diskontuje všechno, existují vzory v pohybu kurzů a historie se opakuje. V návaznosti ale dodává, že historie se neopakuje přesně, a tudíž není možné očekávat opakování vzorů, což dává prostor pro subjektivní posouzení analytikem.

Další omezení, na které Veselá (2003, s. 26) upozorňuje, je fakt, že odpovídá na otázku „kdy se co stane“, tudíž doporučuje, kdy je vhodné do instrumentu investovat, respektive načasování nákupů a prodejů akcií. Technická analýza není schopna vyhodnotit, která akcie je správně oceněná, případně nadhodnocená nebo podhodnocená. Proto je nepoužitelná pro výběr vhodného instrumentu pro investování, toto doporučení poskytuje až fundamentální analýza.

## 2.2 Fundamentální analýza

Veselá (2003, s. 12) uvádí: „*Fundamentální analýza je nejkompexnějším a nejrozsáhlejším přístupem k objasnění kurzových pohybů. Zabývá se odhalováním a zkoumáním základních a podstatných ekonomických, politických, sociálních, geografických, demografických aj. faktorů a událostí, které determinují vnitřní hodnotu, resp. správnou cenu (kurz) akcie.*“

Musílek (2002, s. 277) upřesňuje, že fundamentální analytik při stanovování vnitřní hodnoty prognózuje vývoj ekonomiky, odvětví, ale i jednotlivých firem. Fundamentální analýza se tedy dělí na tři vzájemně se doplňující úrovně. První úroveň je globální analýza, která zkoumá vliv makroekonomických faktorů, druhá úroveň je odvětvová analýza analyzující specifické rysy odvětví a poslední je podniková analýza hodnotící daný podnik s cílem určit jeho vnitřní hodnotu. Detailnějšímu rozboru fundamentální analýzy se má práce věnuje v kapitole č. 3.

Výsledkem fundamentální analýzy je dle Kislingerové (2010, s. 213) konkrétní vnitřní hodnota jako pravděpodobně správná cena akcie. Ta je srovnávána s aktuální tržní cenou akcie a dle toho se investor rozhodne, zda akcii koupí, nebo prodá. Vyhodnotí, zda je akcie nadhodnocená, či podhodnocená. S těmito informacemi pak pracuje investiční strategie, na jejímž základě se investor rozhoduje o obchodech s cennými papíry.

## 2.3 Investiční strategie

Předešlé podkapitoly se velmi stručně zabývaly jednotlivými přístupy k oceňování cenných papírů, ale tyto přístupy jsou součástí mnohem většího celku, investiční strategie. Graham (1940, s. 162) definuje investiční strategii jako „*plán investora k realizaci investičních rozhodnutí o alokaci finančních prostředků do investičních instrumentů na základě individuálních cílů, tolerance rizika a budoucí potřeby kapitálu*“.

Na rozdíl od něj, Gladiš (2006, s. 67) hovoří o tomtéž, ale nazývá to investiční filozofií. Popisuje, že se v investiční filozofii odráží názor investora na fungování či nefungování trhu, na to, zda je trh efektivní a na chování účastníků trhu.

Gladiš (2006, s. 68) hovoří o dvou základních investičních filozofiích, které investoři následují. Někteří investoři se přiklání k růstové filozofii, kdy se zaměřují na akcie společností s rychlým růstem zisků. Druhá skupina investorů naopak následuje hodnotovou filozofii, kdy se soustředí na hodnotové akcie, které jsou však velmi levné ve srovnání s ostatními aktivy, poněvadž většinu investorů nezajímají.

Nicméně Gladiš (2006, s. 68) navíc dodává, že investičních filozofií existuje celá řada. Další filozofií může být třeba to, že se investoři zaměřují spíše na menší společnosti, kdežto druzí zase na velké podniky. Dalo by se říct, že existuje investičních filozofií v podstatě tolik, kolik je investorů. Je ale důležité se držet jedné filozofie a nepřebíhat od jedné ke druhé na základě různé propagandy či povrchního úsudku.

### **2.3.1 Investiční strategie zaměřená na růst**

Růstová investiční strategie je založena na předpokladu, že tržní cena akcií podhodnocuje budoucí růstový potenciál. Gladiš (2006, s. 68) popisuje, že úspěch této filozofie závisí na dvou faktorech. A to na bezchybném předpovídání budoucích toků hotovosti a jejich růstu a za druhé na přisuzování správného ocenění daného růstu. Tato filozofie je tedy velmi spekulativní. Obecně vše, co se týká budoucnosti, s sebou nese velkou dávku spekulace. V případě této strategie se v podstatě celá vnitřní hodnota stanovuje na základě předpokládaného růstu zisků v budoucnosti. Tudíž vnitřní hodnota závisí na budoucích tocích hotovosti, což by navádělo k tomu, že by k zisku stačilo nakupovat akcie s nadprůměrným růstem, ale není tomu úplně tak. Investor totiž velmi pravděpodobně na velkých a rozvinutých trzích nebude schopen odhadnout budoucí vývoj toků hotovosti společnosti lépe než profesionální analytici, jejichž odhady jsou dostupné veřejnosti. Navíc největším nepřítelem investora je především on sám. Většina investorů totiž předpokládá nepřiměřeně vysokou rychlost budoucího růstu společnosti a zároveň delší dobu, kdy společnost takto rychle poroste, než tomu ve skutečnosti je. Pokud společnost ve skutečnosti roste pomaleji, než se očekává, má to poměrně dramatický dopad na cenu akcií, jelikož cena akcií plně závisí na tom, zda bude společnost růst velmi nadprůměrně. Tímto se růstová investiční strategie odlišuje od investiční strategie hodnotové, která na budoucí růstový potenciál neklade tak velký důraz.

### **2.3.2 Investiční strategie zaměřená na hodnotu**

Hodnotová investiční strategie bývá obvykle považována za protiklad růstové investiční strategie. Ale Gladiš (2006, s. 70) tvrdí, že to není úplně pravda. Investor nemusí volit mezi růstem nebo hodnotou, poněvadž i v hodnotové strategii hraje růst svou roli. Obě filozofie tak mají společné základy. Liší se v důrazu, který je kladen na přínos z budoucího růstu. Hodnotová filozofie není založena na růstovém potenciálu, vnímá ho spíše jako přidanou hodnotu neboli „bonus“. Investoři, kteří jdou cestou hodnotové filozofie, se snaží kupovat akcie, které mají nízké PE, PB a vysoký dividendový růst. Nemají touhu kupovat rychle rostoucí akcie za vysoké ceny, ale spíše se snaží hledat hodnotu akcie jinde. Jejich pozornost je zaměřena na společnosti, jejichž zisky jsou pro investory vyznávající růstovou filozofii nezajímavé a obecně tyto akcie stojí mimo zájem investorů zaměřených na růstový potenciál. Investoři hledají společnosti, které mají zdravé fundamenty a jejichž akcie jsou špatně oceněny. Investoři tedy předpokládají existenci neefektivních trhů, které neodrážejí všechny podstatné informace, z čehož vyplývá možnost nesprávně oceněných akcií.

# 3 TEORETICKÉ PŘEDPOKLADY FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZY

V předešlých kapitolách byly stručně představeny základní přístupy k ohodnocování akcií a mimo jiné byly krátce zmíněny i dvě základní investiční strategie. Tyto informace budou v následujících kapitolách, které se zabývají fundamentální analýzou, důkladněji rozebrány a rozvíjeny. Cílem této kapitoly je pak objasnění teoretických předpokladů fundamentální analýzy, které budou následně aplikovány v praktické části mé diplomové práce.

## 3.1 Teoretické předpoklady globální fundamentální analýzy

Musílek (2002, s. 278) uvádí, že z více než 50 % ovlivňují pohyb akciových kurzů makroekonomické faktory. Proto je-li cílem, co nejpřesněji určit vnitřní hodnotu analyzovaných akcií, je třeba se zabývat globální fundamentální analýzou. Mezi makroekonomické agregáty, které nejvíce ovlivňují změnu akciového kurzu, patří – reálný výstup ekonomiky, změny v peněžní nabídce, úrokové sazby, inflace, fiskální politika, politické a ekonomické šoky.

### 3.1.1 Reálný výstup ekonomiky

Analytiky bylo zjištěno, že akciové instrumenty v dlouhodobém časovém horizontu kolísají stále okolo základního trendu a mají růstový charakter. Musílek (2002, s. 279) dodává, že mezi vývojem akciových kurzů a reálným výstupem ekonomiky byla zjištěna pozitivní korelace, což znamená, že s růstem ekonomické úrovně roste i základní trend akciového kurzu a naopak. Jinak řečeno, akciové kurzy v dlouhodobém časovém horizontu relativně kopírují vývoj ekonomické aktivity. Nicméně Veselá (2007, s. 18) upozorňuje, že korelace je závislá na délce časového období, kdy jsou tyto vztahy zkoumány. V krátkém období nelze korelaci téměř vůbec pozorovat, ve střednědobém časovém horizontu se již projevuje s malým zpožděním, kdy akciové kurzy před-

bíhají vývoj ekonomiky v řádu měsíců, což je dáno očekáváním investorů ohledně budoucího makroekonomického vývoje, který má dopad na investiční aktivitu investorů, a ovlivňuje tak kurz akcií. Zatímco v dlouhodobém časovém horizontu je rostoucí ekonomická aktivita kopírována rostoucím akciovým kurzem poměrně přesně. Díky této skutečnosti mohou investoři na základě akciového indexu predikovat změnu jednotlivých fází hospodářského cyklu.

### **3.1.2 Změny v peněžní nabídce**

Americký ekonom Michael W. Keran jako jeden z prvních dokázal, že mezi změnami v peněžní nabídce a akciovým kurzem existuje pozitivní vztah. Znamená to tedy, že při růstu nabídky peněz rostou akciové kurzy. Musílek (2002, s. 283) uvádí, že jedním z důvodů je efekt likvidity. Pokud díky centrální bance, v případě České republiky ČNB, neočekávaně vzroste peněžní nabídka při stejné poptávce po penězích, investor začne upravovat strukturu svého portfolia a investovat nově nabyté finanční prostředky na finančních trzích, tedy i na trhu akcií. Díky tomu se zvýší poptávka po akciích, nicméně nabídka akcií je v krátkém časovém horizontu víceméně fixní, proto dojde k růstu akciových kurzů. Tomuto přímému vlivu peněz na akciové kurzy se říká efekt likvidity.

Druhé vysvětlení pozitivní korelace mezi nabídkou peněz a vývojem akciového kurzu demonstruje skutečnost, že s růstem peněžní zásoby dojde k větším investicím na trhu dluhopisů, což způsobí růst cen dluhopisů, a tím pádem jejich klesající výnosnost. Proto investoři upřou svůj zájem na substituty dluhopisů, na akcie. Zvýší se poptávka po akciích, což způsobí růst jejich cen.

Poslední vysvětlení, které Musílek (2002, s. 283) uvádí, se týká nepřímého vlivu na reálný výstup ekonomiky. Říká, že nárůst peněžní nabídky může způsobit pokles úrokových sazeb, což zvýší zisky firem a podpoří jejich investiční aktivitu. To znamená, že dopad na akciové kurzy bude pozitivní, neboť se opět zvýší poptávka po akciích, a tím pádem i jejich cena.

Jak je patrné, všechna zdůvodnění vedou ke stejnému závěru. Mezi změnou peněžní nabídky a ohodnocováním akciových instrumentů existuje pozitivní vztah. To znamená, že neočekávaný růst peněžní nabídky zapříčiní růst cen akciových instrumentů a naopak.

### **3.1.3 Úrokové sazby**

Další faktor, který ovlivňuje vývoj akciových kurzů, je úroková míra. Na rozdíl od výše zmíněných faktorů však mezi vývojem akciových kurzů a úrokovou mírou existuje inverzní vztah. Znamená to, jak uvádí Musílek (2002, s. 283), že růst úrokové sazby vede k poklesu kurzů akcií, a naopak pokles úrokové míry představuje růst kurzu akcií.

Prvním důvodem tohoto vztahu je konkurenční vztah mezi trhy akcií a dluhopisů. Veselá (2019, s. 346) vysvětluje, že vývoj hospodářského cyklu určuje rozdíly mezi výnosy akcií a výnosy dluhopisů. Tudíž v době konjunktury, kdy se ekonomice daří, rostou úrokové míry, tím pádem roste očekávaný výnos dluhopisů. Naopak výnos akcií klesá, proto o ně investoři nejeví takový zájem a v důsledku toho klesá akciový kurz. V recesi by tomu bylo přesně opačně. Musílek (2002, s. 284) doplňuje, že k přesunu finančních prostředků z akciového trhu na dluhopisový trh dochází do té doby, než dojde k rovnováze ve výnosové míře těchto trhů.

Druhým aspektem, který tento vztah vysvětluje, je diskontní faktor využívaný při ohodnocování akcií. Zpravidla jím bývá výnosová míra, případně průměrné vážené náklady kapitálu. Nicméně oba faktory jsou značně ovlivňovány výší úrokových sazeb. Když investor ohodnocuje akciový instrument, diskontuje budoucí příjmy z akcie na současnou hodnotu pomocí jednoho z výše zmíněných diskontních faktorů. Avšak pokud vzroste úroková míra, vzroste i požadovaná výnosová míra, respektive průměrné vážené náklady. To znamená, že poklesne současná hodnota budoucích příjmů akcionáře a rovněž cena akcie.

Třetím důvodem vysvětlující tento vztah je dle Musíla (2002, s. 284) vliv úrokových sazeb na získávání finančních prostředků pro financování investic. Obecně platí, že růst úrokových sazeb doprovází pokles míry investování, neboť rostou náklady na financování investic. Tento pokles investic pak znamená pokles zisku, dividend a rovněž i akciových kurzů.

### **3.1.4 Inlace**

Stejně jako tomu bylo v případě úrokové míry, tak i mezi inflačním vývojem a akciovým kurzem lze vyzkoušet inverzní vztah. Avšak v tomto případě bývá hodnota korelačního koeficientu velmi blízko nule, kdežto v případě úrokové sazby bývá dle Veselého (2019, s. 348) hodnota korelačního koeficientu 0,85.

Vysvětlením tohoto vztahu je dle Musílka (2002, s. 286) především hypotéza daňového efektu, která se soustředí na způsob odepisování a na způsob ohodnocování zásob. Tato hypotéza tvrdí, že v inflačním období ceny akcií klesají, poněvadž rostou daně, které je společnost nucena uhradit, a tím se snižuje skutečný zisk (zisk po zdanění). Znamená to tedy, že klesá reálná hodnota odpisů, což zvyšuje daňové zatížení společnosti, a tudíž je i zisk po zdanění menší. Proto dochází k poklesu dividend a cen akcií. Z pohledu zásob je negativní vliv inflace vysvětlen na základě podhodnocení nákladů. Pokud společnost využívá pro oceňování zásob metodiku FIFO (first-in-first-out), podhodnocuje náklady na pořízení zásob, v důsledku toho roste daňové zatížení společnosti, a tím klesá reálný zisk po zdanění, tedy dividendy a cena akcií. Na druhou stranu, vyšší inflace je zpravidla doprovázena růstem úrokových sazeb a vzhledem k tomu, že úrokové platby jsou náklady, snižují zisk před zdaněním. Z vyšší inflace tak mohou společnosti částečně i profitovat. Tento vliv ale bývá obvykle zanedbatelný.

Dalším důvodem, proč vyšší inflace nepříznivě ovlivňuje vývoj akciových kurzů, je vyšší riziko, které mohou ve spojení s vyšší inflací investoři pocítovat. Musílek (2002, s. 287) upozorňuje, že inflační prostředí v ekonomice způsobuje nejistotu, a proto investoři požadují vyšší výnosovou míru.

### **3.1.5 Deficit státního rozpočtu**

Mezi deficitem státního rozpočtu a vývojem akciových kurzů je zpravidla rovněž negativní vztah. Pokud se vláda rozhodne financovat svůj deficit emisí státních dluhopisů, investoři zaměří svou pozornost právě na tyto dluhové instrumenty, neboť chtějí co nejvíce bezpečné investiční instrumenty. Proto, jak uvádí Musílek (2002, s. 282), klesne poptávka po akciích a jejich akciový kurz začne klesat.



### **3.1.6 Politické a ekonomické šoky**

Další faktory, které ovlivňují akciový kurz, a management akciové společnosti to nemůže nijak ovlivnit, i přesto že mají dané faktory negativní dopad na hodnotu majetku akcionářů, jsou politické a ekonomické šoky. Právě nejistota a neočekávanost, kterou s sebou politické a ekonomické šoky nesou, způsobují, že právě tyto faktory jsou hlavním hybatelem akciového kurzu. Předpovídat tyto šoky je prakticky nemožné a velmi nepřesné. Mezi nejčastější ekonomické šoky patří obchodní a celní války, prudké změny v devizových kurzech, hyperinflace, vysoká nezaměstnanost a mnoho dalšího. Musílek (2002, s. 292) zmiňuje, že v letech 1970–1980 právě ropné šoky způsobily pokles akciového kurzu. V důsledku růstu cen ropy rostla inflační očekávání, úrokové sazby, a proto klesal akciový kurz.

Časté jsou i politické šoky. Lze mezi ně řadit válečné konflikty, nečekané výsledky voleb, teroristické útoky. Zpravidla během válečných konfliktů akciové kurzy klesají. Nicméně například Sametová revoluce v roce 1989 v České republice způsobila růst kurzu na burze ve Vídni. Obecně ale platí, že ekonomické a politické šoky mají negativní vliv na vývoj akciového kurzu.

## **3.2 Teoretické předpoklady odvětvové fundamentální analýzy**

Odvětvová fundamentální analýza je pro správné stanovení vnitřní hodnoty akcie oproti globální fundamentální analýze neméně důležitá. Ekonomická výkonnost společnosti se liší nejen dle lokality působení firmy, ale také dle odvětví, ve kterém daná firma podniká. Proto se odvětvová fundamentální analýza dle Veselé (2019, s. 359) zaměřuje na specifické rysy odvětví, jehož součástí je ohodnocovaná společnost. Cílem analytika je zanalyzovat daná specifika a odhadnout jejich vliv na vnitřní hodnotu akcie. Právě tyto faktory totiž mohou způsobovat kolísavost, popřípadě stabilitu firemních zisků a tržeb, a tím se z velké části podílet na tvorbě vnitřní hodnoty akcie.

Mezi nejdůležitější odvětvové faktory, které ovlivňují vnitřní hodnotu akcie a akciové kurzy, patří životní cyklus odvětví, tržní struktura odvětví, citlivost odvětví na hospodářský cyklus a role regulatorních orgánů.

### 3.2.1 Životní cyklus odvětví

Životní cyklus odvětví představuje několik vývojových etap, kterými odvětví od svého počátku prochází. Nejčastěji bývá životní cyklus odvětví dle Veselé (2019, s. 360) členěn do tří fází, a to pionýrské fáze, fáze rozvoje a fáze stabilizace. V každé z těchto etap lze sledovat rozdílný vývoj tržeb, zisku i akciového kurzu. Vývoj tržeb v daných etapách životního cyklu graficky znázorňuje obrázek č. 1.

Obrázek 1 Vývoj tržeb v daných etapách životního cyklu odvětví



Zdroj: Veselá (2019, s. 359)

Je však důležité zmínit, že může dojít k různým odchylkám od uvedeného schématu životního cyklu odvětví, jak v délce jednotlivých etap, tak třeba v kolísavosti tržeb, zisků, vnitřní hodnoty a akciových kurzů nebo i ve stupni konkurence. Důvodem mohou být například vysoké kapitálové požadavky, patenty, licence, přílišná technologická náročnost a podobně.

### 3.2.1.1 Pionýrská fáze

První etapou, která zahajuje životní cyklus odvětví, je etapa pionýrská. Je charakteristická prudkým nárůstem poptávky po nových, nebo zásadně inovovaných produktech, které jsou na trhu neznámé a pro spotřebitele velice atraktivní. To přináší společnosti vysoké tržby a pochopitelně i vysoký, často nadprůměrný zisk, což motivuje firmy ke vstupu do daného odvětví. Pro pionýrskou fázi je tedy rovněž typická vysoká konkurence. Nicméně je tak vysoká, že poměrně velká část firem první fázi nepřežije a velmi rychle zanikne. Obecně lze dle Veselé (2019, s. 360) konstatovat, že vstup do odvětví v pionýrské fázi umožňuje vysoký výnos, ale zároveň představuje velké riziko. Pozice firem, které přežijí, je dost nestabilní a slabá, jejich zisky, tržby, akciové kurzy a vnitřní hodnota jsou poměrně kolísavé. Proto odhadovat a prognózovat vývoj těchto veličin je do značné míry náročná disciplína.

### 3.2.1.2 Fáze rozvoje

Firmy, které byly dostatečně silné a přežily pionýrskou fázi, vstupují do druhé fáze, do fáze rozvoje. V této fázi probíhá částečná stabilizace odvětví, klesá kolísavost zisku, tržeb, vnitřní hodnoty a akciových kurzů. Společnosti si budují silnější pozici na trhu a expandují. Zisky společností díky stále poměrně vysoké poptávce rostou, ale již zpravidla pomalejším tempem, než tomu bylo ve fázi pionýrské. Investiční riziko je kvůli zpomalujícímu tempu růstu již nižší než v první fázi, což ale přináší i menší výnos. Nicméně i přesto se konkurence v odvětví udržuje na poměrně vysoké úrovni, což může způsobovat pokles cen produkce. Dle Veselé (2019, s. 360) je třeba upozornit, že konkurence může být negativně ovlivněna ze strany regulatorního orgánu.

### 3.2.1.3 Fáze stabilizace

Poslední ze tří fází životního cyklu odvětví je fáze stabilizace. Společnosti, které jsou v této fázi, jsou již velmi stabilní, silné a známé. Je pro ně typický velmi stabilní vývoj tržeb, zisků, vnitřní hodnoty a akciových kurzů akcie. Postupem času však jejich tržby začínají klesat, rovněž klesá vnitřní hodnota akcií a akciové kurzy. Odvětví tudíž již není tolik zajímavé a společnosti stojí před rozhodnutím, co dál. Jednou z možností je odvětví opustit, případně se spokojit s nižší produkcí a nižším ziskem. Druhá možnost spočívá v zásadní inovaci, která může zvrátit celkový pokles a dostat se opět do pionýrské fáze. Nicméně Veselá (2019, s. 361) dodává, že pro zásadní inovaci je třeba dostatek kapitálu, převratná technologie a vše potřebné pro masovou produkci.

## 3.2.2 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus

Další důležitý odvětvový faktor je citlivost odvětví na aktuální situaci na trhu, respektive na hospodářský cyklus, neboť tržby, zisky, vnitřní hodnoty a akciové kurzy akciových společností z odlišných odvětví reagují na průběh hospodářského cyklu odlišně, respektive na střídání ekonomického růstu (konjunktury) a ekonomického poklesu (recese). Patrné rozdíly mezi danými odvětvími lze dle Veselé (2019, s. 361) spatřit v intenzitě reakce, časovém okamžiku reakce, ale i směru reakce.

Obecně lze všechna ekonomická odvětví rozdělit dle citlivosti tržeb, zisků a akciových kurzů na hospodářský cyklus do tří skupin, a to na cyklická odvětví, neutrální odvětví a anticyklická odvětví. Nicméně Veselá (2019, s. 362) upozorňuje, že ještě předtím, než dojde k rozebrání jednotlivých skupin, je třeba zmínit, že stupeň citlivosti ovlivňuje i celá řada dalších faktorů. Příkladem může být poměr mezi fixními a variabilními náklady nebo míra zadluženosti firmy. Společnosti s vyšším podílem variabilních nákladů mají reakce na jednotlivé fáze hospodářského cyklu pružnější. Lépe reagují na pokles poptávky a díky tomu jsou méně citlivými. V případě vyšší míry zadlužení, kdy převažují cizí zdroje nad vlastními, společnost nese vyšší riziko, neboť nákladové úroky musí společnost hradit za každé situace bez ohledu na vývoj tržeb. Mají tedy vyšší beta koeficient, poněvadž jsou citlivější, rizikovější, ale to může na druhou stranu přinášet vyšší výnosy. Proto je nutné porovnávat možné riziko s požadovaným výnosem.

### 3.2.2.1 Cyklická odvětví

Pro cyklická odvětví je typické, že v podstatě kopírují vývoj hospodářského cyklu. Musílek (2002, s. 293) dokonce říká, že mírně předbíhají reálný vývoj ekonomiky. Znamená to tedy, že vývoj tržeb, zisků a akciových kurzů společnosti více méně odpovídá vývoji hospodářského cyklu. Nejvyšších zisků tedy dosahují ve fázi konjunktury a nejnižších ve fázi recese. Důvodem je významný pokles poptávky po produktech, což se promítne do velkého poklesu tržeb, a tedy i zisků společnosti. Veselá (2019, s. 361) uvádí, že mezi cyklická odvětví patří právě ta odvětví, která vytvářejí produkty a poskytují služby, jejichž spotřebu je možné odložit na později, až bude důchodová situace pro spotřebitele přijatelnější. Mezi typická cyklická odvětví lze zařadit stavební průmysl, automobilový průmysl, hotelnictví, oděvní průmysl nebo odvětví zabývající se luxusním zbožím, například luxusní kosmetika, elektronika apod.

### 3.2.2.2 Neutrální odvětví

U neutrálních odvětví, jak jejich název napovídá, nelze vypočítat silnější vztah vývoje tržeb a zisků na jednotlivé fáze hospodářského cyklu. Důvodem je především, že tato odvětví produkují nezbytné statky, případně poskytují nezbytné služby. Poptávka po těchto produktech a službách není závislá na výši příjmů, neboť jsou nezbytné pro potřeby každodenního života. Cenová elasticita těchto produktů a služeb je tak velmi nízká. Mezi typická neutrální odvětví dle Veselé (2019, s. 362) patří jednoznačně potravinářský průmysl, výroba nealkoholických, avšak i alkoholických nápojů (pivovarnictví), výroba drogistického zboží, farmaceutický průmysl, zdravotnictví, ale paradoxně i výroba cigaret.

### 3.2.2.3 Anticyklická odvětví

Anticyklická odvětví, na rozdíl od odvětví cyklických, vykazují nejvyšší růst poptávky, a tedy tržeb a zisků ve fázi recese, neboť produkty a služby anticyklických odvětvích většinou představují levnější substituty k dražším produktům a službám, po nichž v období recese poptávka klesá, neboť spotřebitelé nemají dostatečně vysoký důchod. Veselá (2019, s. 362) dodává, že je zajímavé, že produkt je substitutem pouze omezenou dobu, než je na trh uveden jiný produkt, který se stane novým substitutem. Mezi příklady odvětví, která v minulosti poskytovala levnější substituty, lze v 70. letech 20. století zařadit videopůjčovny, které poskytovaly lacinější alternativu k biografům, neboť vstupenky byly poměrně nákladné.

## 3.2.3 Tržní struktura odvětví

Tržní struktura odvětví je další důležitý odvětvový faktor, neboť dle Veselé (2019, s. 364) analytik volí metodu zpracování vstupních dat a model ohodnocení akcie s ohledem na tržní strukturu odvětví. Tržní struktury odvětví se liší dle počtu firem působících v daném odvětví, dle druhu vyráběných produktů, dle existence nebo neexistence bariér pro vstup do daného odvětví a také podle způsobu tvorby cen. Všechny čtyři typy včetně jejich charakteristických rysů, které rozlišuje mikroekonomická teorie, jsou uvedeny v následující tabulce č. 1.

Tabulka 1 Typy a rysy tržní struktury odvětví

Typ tržní struktury odvětví	Počet firem v odvětví	Charakter vyráběného produktu	Překážky vstupu do odvětví	Způsob tvorby cen v odvětví
<b>Monopol</b>	Pouze jedna firma	Pouze jeden produkt	Téměř nepřekonatelné	Firma stanovuje cenu (price maker)
<b>Oligopol</b>	Několik málo firem	Identický nebo velmi málo diferencovaný	Existují překonatelné překážky	Cenu stanovuje několik firem
<b>Nedokonalá konkurence</b>	Více, mnoho	Diferencovaný, existují cenově blízké substituty	Nepatrné, snadno překonatelné překážky	Podíl na stanovení ceny je nepatrný
<b>Dokonalá konkurence</b>	Mnoho (malé, ekonomicky slabé)	Homogenní produkt	Žádné	Žádný vliv na cenu (price taker)

Zdroj: Veselá (2019, s. 365)

### 3.2.3.1 Monopolní tržní struktura

Monopolní tržní struktura je typická existencí pouze jedné firmy v odvětví, což znamená, že daný výrobek, popřípadě službu poskytuje pouze jedna firma. Důvodem, proč je firma pouze jedna, jsou dle Veselé (2019, s. 365) mimo jiné obtížně překonatelné, nebo dokonce nepřekonatelné bariéry pro vstup do odvětví. Z této pozice může daná společnost dost těžit, neboť určuje cenu produktu, popřípadě služby a je pro tyto společnosti typické, že dosahují vysokých zisků, což je reflektováno ve výši jejich akciových kurzů. Pro společnosti je zároveň díky neexistenci konkurence typická vysoká stabilita, co se týče vývoje zisků a tržeb, což ulehčuje práci analytikům, neboť lze provést poměrně přesnou analýzu a prognózu. Příkladem takových odvětví může být poštovní služba, telekomunikace, výroba a rozvod plynu, nebo třeba elektrické energie.

### 3.2.3.2 Oligopolní tržní struktura

Oligopol dle Veselé (2019, s. 365) znamená, že na trhu v daném odvětví působí již několik podobně velkých a silných firem, které zaujímají značný podíl trhu. Přestože vstupu do odvětví mohou bránit některé bariéry, jako je třeba získání licence, právní

restrikce, nedostatek kapitálu a podobně, rozhodně se nejedná o nepřekonatelné bariéry, jako je tomu v případě monopolu. Vývoj zisků a tržeb lze ještě považovat za stabilní, nicméně jde-li o cyklické odvětví, bývá vývoj tržeb a zisků společnosti ovlivněn vývojem hospodářského cyklu. Je možné provést analýzu a prognózu vývoje akciových kurzů, ale je nutné přijmout určité úpravy. Typickou oligopolní tržní strukturou jsou odvětví bankovníctví, případně jiných finančních služeb, automobilový průmysl, chemický průmysl, ocelářství a další.

### **3.2.3.3 Nedokonalá konkurence**

Pro typ tržní struktury, který je označován jako nedokonalá konkurence, je typické, že existuje v daném odvětví mnoho firem. Výrobek, který společnost vyrábí, má mnoho substitutů. Navíc vstupu dalších firem do odvětví brání jen snadno překonatelné překážky, na jejichž odstranění je však potřeba poměrně značné množství finančních prostředků. Společnosti tak nedisponují výhodami, jako jsou vysoké tržby a zisk, jak tomu bylo u výše uvedených typů tržní struktury odvětví. Navíc vývoj tržeb a zisků je dost kolísavý, což může být podpořeno cykličností daného odvětví. Je tak pro analytiky velmi náročné provádět analýzu a následnou prognózu vývoje akciového kurzu, která bývá často poměrně nepřesná. Typickou společností, která představuje nedokonalou konkurenci, je dle Veselého (2019, s. 366) společnost, jež produkuje zemědělské produkty, základní potraviny, nebo poskytuje služby, jako je kadeřnictví či pohostinství.

### **3.2.3.4 Dokonalá konkurence**

Posledním typem tržní struktury odvětví, který Veselý (2019, s. 366) uvádí, je dokonalá konkurence. Pro tento typ je charakteristické, že v daném odvětví působí mnoho malých a ekonomicky slabých firem a neexistují žádné bariéry vstupu do odvětví. Analýza a prognóza vývoje tržeb, zisků a akciových kurzů je v podstatě neproveditelná, neboť se neustále mění celá řada faktorů, které tuto analýzu ovlivňují.

Nicméně dokonalá konkurence je jen teoretickým modelem, který, jak uvádí Veselý (2019, s. 366), v reálném světě neexistuje. Proto stačí, když se fundamentální analytik bude zabývat třemi výše zmíněnými tržními strukturami.

## **3.2.4 Role regulatorních orgánů**

Důležitý bod, kterým se musí každý analytik při fundamentální analýze zabývat, je vliv regulací, které byly na dané odvětví, případně analyzovanou firmu uvaleny, neboť každé odvětví je vystaveno nějakým způsobem regulaci. Veselá (2019, s. 367) uvádí, že pravidla pro fungování odvětví jsou vždy určena platným zákonodárstvím, ale jak moc jsou přísná a striktní, se liší dle druhu odvětví. Nicméně je důležité se těmito regulacemi zabývat, protože případná opatření a regulace mohou mít vliv na vývoj zisků, tržeb a akciových kurzů. Nejvýznamnějšími regulačními opatřeními jsou – udělování licencí, regulace cenotvorby pomocí stanovování cenových stropů, regulatorní opatření v podobě pokut a sankcí vyvolávající dodatečné náklady firem, poskytování dotací a subvencí, preference odvětví ze strany vlády a stanovení základních pravidel pro hospodářskou soutěž.

### **3.2.4.1 Omezování vstupu do odvětví udělováním licencí**

Omezování vstupu do odvětví udělováním licencí limituje počet firem v konkrétním odvětví, což pomáhá vzniku oligopolní tržní struktury odvětví. Znamená to tedy, že existují bariéry pro vstup do odvětví, díky čemuž je nízká konkurence, a firmy tak mohou dosahovat vysokých a poměrně stabilních zisků. To přispívá k růstu akciových kurzů. Akcie licencovaných firem se tedy dle Veselé (2019, s. 367) budou obchodovat s vysokými kurzy. Mezi takové společnosti patří banky a další firmy v oblasti finančnictví.

### **3.2.4.2 Regulace cenotvorby, stanovování cenových stropů**

Cenové stropy tvoří horní hranici pro pohyb cen výrobků a služeb, přičemž tuto hranici určuje stát. Nejčastějším důvodem pro takové opatření bývá ochrana spotřebitele proti vysokým cenám určitých výrobků či služeb. Mezi typické produkty a služby, které jsou takto regulované, dle Veselé (2019, s. 368) patří nájemné, distribuce plynu nebo elektřiny. Jejich cena se většinou pohybuje na horní hranici, ale přesto toto opatření vede ke značné stabilitě cen, což má pozitivní dopad na tvorbu analýzy a možnost predikce akciových kurzů.



#### **3.2.4.3 Regulatorní opatření vyvolávající dodatečné náklady firem**

Regulatorní opatření, které vyvolává dodatečné náklady firem, nejčastěji bývá ve formě sankcí a pokut, například za poškození životního prostředí nebo ohrožení bezpečnosti. Jelikož se obvykle dle Veselé (2019, s. 368) nejedná o malé částky, má to značný dopad na zisky firem, což rovněž negativně ovlivňuje akciové kurzy. Mezi nejčastěji pokutované společnosti patří firmy v odvětví chemického průmyslu, potravinářského průmyslu nebo výroby lihovin.

#### **3.2.4.4 Poskytování dotací a subvencí**

Poskytování dotací a subvencí se dle Veselé (2019, s. 368) mívá účinkem, neboť je neefektivně využíváno. Jejich snahou je podpora daného odvětví či firmy typicky v oblasti zemědělství, ale pozitivní dopad na zisk, tržby a vývoj akciového kurzu se obvykle nedostaví.

#### **3.2.4.5 Preference odvětví ze strany vlády**

Preference odvětví ze strany vlády dle Veselé (2019, s. 368) spočívá ve vládním nákupu zboží a služeb za účelem podpory nějakého odvětví v důsledku realizace daného vládního programu, kterým může být například oprava dálnice, příprava na válečný konflikt a podobně. Tato skutečnost obvykle pozitivně ovlivní vývoj daného odvětví, tedy jeho tržby, zisk a akciové kurzy.

#### **3.2.4.6 Stanovení základních pravidel pro hospodářskou soutěž**

Stanovení základních pravidel hospodářské soutěže, která udává legislativa, je snahou chránit konečného spotřebitele před nevhodnými praktikami firem na trhu. Hlavním cílem, jak uvádí Veselá (2019, s. 369), je prosazení podmínek volné soutěže a navýšení společenského blahobytu, který bývá kvůli nedodržování pravidel hospodářské soutěže snižován. Od společností, které tato pravidla poruší, je možné požadovat náhradu škody, což opět negativně ovlivňuje tržby, zisky a akciové kurzy dotčených společností.

## 3.3 Teoretické předpoklady podnikové fundamentální analýzy

Firemní fundamentální analýza se zabývá ohodnocením významných firemních fundamentálních faktorů, které se dané akcie týkají a ovlivňují její vnitřní hodnotu. Nejdříve je nutné vypracovat finanční analýzu společnosti, aby bylo ověřeno, že je společnost schopna tvořit hodnotu a dlouhodobě působit na trhu. Poté se analytici za využití různých metod, modelů a nástrojů zabývají vyčíslením vnitřní hodnoty akcie. Veselá (2019, s. 369) uvádí, že poté analytici výslednou vnitřní hodnotu porovnávají s aktuálním kurzem na trhu a na základě toho vyhodnotí, zda se jedná o akcii podhodnocenou, nadhodnocenou nebo správně oceněnou. Dle této interpretace je pak možné stanovit investiční doporučení.

Dle Rejnuše (2014, s. 156) je důležité zmínit, že fundamentální analýza je do značné míry ovlivněna skutečností, že má akcie relativně neomezenou životnost, nemá datum splatnosti. Proto je třeba se při ohodnocování podniku zabývat nejen historickými daty, ale i predikcí vývoje společnosti. Výsledky historických a současných dat odkrývají slabé a silné stránky společnosti, se kterými je třeba při odhadu budoucího vývoje počítat. Často bývají i důležitým faktorem pro výběr vhodného modelu.

### 3.3.1 Definice hodnoty

Častým požadavkem, který je kladen na oceňovatele, je určení objektivní hodnoty. Nicméně Mařík a kol. (2011, s. 20) dodává, že objektivní hodnota podniku neexistuje. Mařík říká, že *„hodnota podniku je dána očekávanými budoucími příjmy (bud' na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku, tj. vlastníků i věřitelů) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu (angl. present value)“*. Jak je v definici uvedeno, hodnota podniku závisí na očekávaných budoucích příjmech, což znamená, že oceňovatel budoucí příjmy pouze odhaduje podle předpokládaného vývoje. Hodnota podniku tedy nemůže být objektivní, neboť se jedná pouze o názor oceňovatele.

Veselá (2019, s. 369) uvádí, že vnitřní hodnota akcie by měla odpovídat ceně, za kterou je akcie obchodovaná. Dále píše, že existují tři přístupy, dle kterých dochází k vytvoření hodnoty společnosti. Jedná se o absolutní hodnotu, relativní hodnotu a očekávanou hodnotu. Pro účely fundamentální analýzy je obvykle využívána investiční hodnota, neboť se jedná o hodnotu stanovenou pro daný subjekt.

### 3.3.1.1 Subjektivní (investiční) hodnota

Subjektivní hodnota, která bývá rovněž nazývána jako investiční, absolutní, střední, indikovaná nebo správná hodnota, není závislá na tržním kurzu akcie, poněvadž je dle Veselé (2019, s. 370) determinována faktory, jako jsou aktiva, velikost společnosti, zisky, dividendy, citlivost na hospodářském cyklu, rentabilita, zadluženost, cash flow, likvidita a podobně. Vnitřní hodnota by tak měla zohledňovat všechny současné, ale i budoucí globální, odvětvové a firemní fundamentální faktory, jež působí na vnitřní hodnotu.

Mařík (2011, s. 26) říká, že je investiční hodnota „*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.*“

## 3.3.2 Finanční analýza

Před samotným stanovením vnitřní hodnoty akcie je důležité, jak již bylo zmíněno, provést finanční analýzu společnosti. Cílem finanční analýzy je dle Maříka (2011, s. 96) ověření finančního zdraví podniku a vytvoření základu pro finanční plán, z něhož je posléze vyvozována výnosová hodnota.

Při prověřování finančního zdraví podniku se dle Maříka (2011, s. 96) hledá odpověď na otázku, jaká je finanční situace podniku, jaká byla finanční situace podniku v minulosti a jakou finanční situaci lze očekávat do budoucna. Stěžejním nástrojem k tomuto zjištění jsou poměrové ukazatele, které však nestačí pouze spočítat. Je důležitá inter-

pretace výsledků, z kterých je nezbytné vyvodit určité závěry. Zejména ověřit perspektivu společnosti do budoucna a zda v minulosti nebo v současnosti neproběhly nějaké finanční problémy, které by mohly ohrozit finanční zdraví podniku v budoucnu.

Pro provedení finanční analýzy je stěžejní velké množství informací, přičemž hlavním zdrojem informací jsou finanční výkazy, které bývají veřejně dostupné. Mezi finanční výkazy, které jsou zpravidla při finanční analýze používány, patří rozvaha a výkaz zisku a ztráty. Další důležité informace poskytuje například výroční zpráva společnosti, kde obvykle bývají uvedené informace o změnách základního kapitálu společnosti, vlastnická struktura společnosti, počet zaměstnanců a podobně.

### **3.3.2.1 Absolutní ukazatele finanční analýzy**

Absolutní ukazatele se dle Knápkové a spol. (2017, s. 71) používají především k analýze vývoje v časových řadách, tedy k horizontální analýze a k procentnímu rozboru jednotlivých položek vůči jedné vybrané základně. Kislingerová a Hnilica (2009, s. 11) dodávají, že obě analýzy umožňují pozorovat údaje z účetních výkazů v určitých souvislostech.

#### **Horizontální analýza**

Horizontální analýza umožňuje kvantifikovat meziroční změny, neboť sleduje vývoj položek rozvahy nebo výkazu zisku a ztráty v čase. Přičemž Scholleová (2017, s. 167) dodává, že je možné sledovat vývoj dvou po sobě jdoucích účetních období, anebo za několik účetních období. Dále uvádí, že je možné horizontální analýzu provádět dvěma způsoby. Prvním je podílová analýza, kdy je sledován růst, popřípadě pokles hodnoty položky rozvahy nebo výkazu zisku a ztráty oproti hodnotě položky v minulém období.

Druhým způsobem může být rozdílová analýza, při které je sledován rozdíl dané položky rozvahy nebo výkazu zisku a ztráty v daném období oproti minulému účetnímu období. Přičemž rozdílová analýza je doporučena spíše pro malé podniky, podílová analýza především pro větší společnosti.

#### **Vertikální analýza**

Vertikální analýza dle Kubíčkové a Jindřichovské (2015, s. 92) zkoumá dané položky účetních výkazů ve vztahu k celkovému objemu. Tyto podíly pak představují strukturu

souhrnných položek, kterými nejčastěji bývají suma aktiv nebo pasiv a v případě výkazu zisku a ztráty tržby. Přičemž rozhodování o souhrnné položce jsou prováděna dle cíle, kvůli kterému je analýza dělána.

### 3.3.2.2 Poměrové ukazatele finanční analýzy

Poměrové ukazatele, jak uvádí Kislingerová (2001, s. 68) umožňují analyzovat vzájemné vazby mezi ukazateli, neboť dávají absolutní hodnoty daných položek účetních výkazů do vzájemných poměrů, čímž vznikají poměrové ukazatele. Dle potřeb finanční analýzy jsou pak poměrové ukazatele tříděny do skupin. Do těchto skupin se řadí ukazatele rentability, ukazatele aktivity, ukazatele zadluženosti, ukazatele likvidity a ukazatele kapitálového trhu.

#### **Ukazatele rentability**

Ukazatele rentability dle Kislingerové a Hnilici (2005, s. 31) patří mezi nejsledovanější ukazatele, neboť informují, jakého bylo dosaženo výsledku vloženým kapitálem. Kislingerová (2001, s. 69) dodává, že by analýza rentability měla obsahovat minimálně pět ukazatelů rentability. Jedná se o rentabilitu vloženého kapitálu (ROI), rentabilitu úhrnných vložených prostředků (ROA), rentabilitu vlastního kapitálu (ROE), rentabilitu tržeb (ROS) a rentabilitu dlouhodobého kapitálu (ROCE).

#### **a) Rentabilita celkového kapitálu (ROA)**

Rentabilita celkového kapitálu, nazývaná rovněž jako rentabilita vloženého kapitálu, bývá důležitou informací především pro management společnosti, kdy vedení vyhodnocuje výkonnost vloženého kapitálu bez ohledu na jeho původ. Kubíčková a Jindřichovská (2015, s. 124) uvádějí, že výkon aktiv je vyjádřen jako zisk před zdaněním a úhradou úroků (EBIT), proto lze ukazatel ROA vypočítat následovně.

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

#### **b) Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)**

Rentabilita vlastního kapitálu porovnává pouze vlastní kapitál a zisk. Proto Kubíčková a Jindřichovská (2015, s. 122) uvádějí, že tento ukazatel reprezentuje zájem vlastníků. Nejčastěji je zde počítáno se ziskem po zdanění (EAT), poněvadž představuje konečný výsledek, který je vlastníkům přinášen za vložený kapitál. Nicméně dodávají, že je možné tento ukazatel počítat i se ziskem před zdaněním (EBT). Scholleová (2017,

s. 177) interpretuje ukazatel rentability vlastního kapitálu poměrně srozumitelněji, neboť říká, že pozoruje, jaké množství čistého zisku připadá na jednu korunu vlastního kapitálu.

$$ROE = \frac{EAT}{\text{vlastní kapitál}}$$

### c) Rentabilita tržeb (ROS)

Ukazatel rentability tržeb porovnává zisk a tržby, tedy dvě tokové veličiny, což usnadňuje porovnávání. Jak uvádí Scholleová (2017, s. 177), tento ukazatel říká, kolik korun zisku společnost utvoří z jedné koruny tržeb.

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

### d) Rentabilita dlouhodobého kapitálu (ROCE)

Rentabilita kapitálu dlouhodobě vázaného v podniku měří výkonnost kapitálu, který je ve společnosti vložen na delší dobu než jeden rok. Dlouhodobě vázaným kapitálem jsou dle Kubíčkové a Jindřichovské (2015, s. 127) myšleny dlouhodobé cizí zdroje, mezi které se řadí dlouhodobé bankovní úvěry, dlouhodobé emitované dluhopisy, rezervy, dlouhodobé půjčky a dále vlastní kapitál, který se rovněž považuje za dlouhodobý zdroj.

$$ROCE = \frac{EBIT}{\text{dlouhodobý kapitál}}$$

### Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity monitorují schopnost managementu společnosti úspěšně, a především efektivně využívat aktiva. Neboť jak uvádí Kubíčková a Jindřichovská (2015, s. 150), aktiva mají podstatný význam pro zhodnocování vloženého kapitálu. Řízení aktiv a dohlížení na jejich efektivní využívání a obnovu je považováno za jeden z nejdůležitějších úkolů vedení společnosti. Ukazatele aktivity jednoznačně patří ke stěžejním ukazatelům efektivnosti procesů. Scholleová (2017, s. 180) dodává, že ukazují, zda má společnost přebytečné kapacity, nebo trpí nedostatkem aktiv a v budoucnu bude omezena v tvorbě růstových příležitostí.

Kislingerová a Hnilica (2005, s. 33) uvádějí, že jelikož ukazatele aktivity dávají do poměru nejčastěji stavovou veličinu (aktiva) a tokovou veličinu (tržby), lze ukazatele ak-

tivity vyjádřit ve dvou modelech, a to obrátkovosti neboli rychlosti obratu, a době obratu. Zatímco obrátkovost vyjadřuje počet obrátek aktiv za dané období, nejčastěji rok, doba obratu udává počet dní, jež trvá právě jedna obrátka aktiv.

#### **a) Obrat aktiv**

Obrat aktiv je komplexní ukazatel, který udává, kolikrát se za dané období, nejčastěji rok, obrátí celková aktiva. Kubíčková a Jindřichovská (2015, s. 152) upřesňují, že se jedná o údaj, kolikrát se aktiva vrátila do peněžní podoby. Přičemž velikost tržeb je obvykle počítána jako součet tržeb za prodané zboží a tržeb za vlastní výkony.

$$Obrat\ aktiv = \frac{tržby}{aktiva}$$

Scholleová (2017, s. 180) udává, že minimální doporučená hodnota je 1.

#### **b) Obrat zásob**

Obrat zásob je dle Scholleové (2017, s. 180) ukazatel, který podává informaci, kolikrát za rok se přemění zásoby v tržby, kterých je dosaženo prodejem výrobků, jež byly vyrobeny právě z daných zásob.

$$Obrat\ zásob = \frac{tržby}{zásoby}$$

#### **c) Doba obratu zásob**

Doba obratu zásob dle Scholleové (2017, s. 180) podává stejnou informaci jako obrat zásob, ale z jiného úhlu pohledu. Udává, jak dlouhou dobu, respektive kolik dnů, jsou zásoby v podniku vázány až do doby jejich spotřeby, popřípadě prodeje. Obvykle je tento ukazatel počítán pro položku souhrnných zásob, která obsahuje zásoby nakupované, tedy zásobu materiálu a zásoby zboží a dále zásoby vlastní výroby, tedy nedokončenou výrobu a hotové výrobky. Nicméně je možné spočítat i dobu obratu dílčích zásob. Kubíčková a Jindřichovská (2015, s. 153) dodávají, že tržby jsou poměrně vzdálenou veličinou pro výpočet doby obratu zásob, proto je vhodné počítat místo tržeb s náklady, které lépe vyjadřují ukončení přeměny dané formy majetku. Dále uvádějí, že je nejčastěji v tomto ukazateli počítáno s ekonomickým rokem, tedy 360 dnů, ale je možné počítat i s kalendářním rokem, tedy 365 dnů.

$$Doba\ obratu\ zásob = \frac{zásoby}{\left(\frac{tržby}{360}\right)}$$

#### **d) Doba splatnosti pohledávek**

Doba splatnosti pohledávek dle Scholleové (2017, s. 181) informuje, kolik dnů musí společnost čekat, než jí bude za prodané výrobky a služby zaplacen. Knápková a spol. (2017, s. 108) dodávají, že hodnota tohoto ukazatele se srovnává s dobou splatnosti závazků společnosti. Delší doba splatnosti pohledávek, než doba splatnosti krátkodobých závazků znamená delší poskytování obchodního úvěru než jeho využívání, což pro společnost představuje vyšší náklady. Pokud by byla situace opačná a doba splatnosti závazků by byla větší než doba splatnosti pohledávek, dodavatelské úvěry by financovaly zásoby a pohledávky, což by bylo pro společnost výhodné. Nicméně je důležité si dát pozor na to, že by se to projevilo i v nízké likviditě společnosti, proto je nutné udělat určitý kompromis.

$$Doba\ splatnosti\ pohledávek = \frac{pohledávky}{\left(\frac{tržby}{360}\right)}$$

#### **e) Doba splatnosti krátkodobých závazků**

Doba splatnosti krátkodobých závazků dle Scholleové (2017, s. 181) udává, kolik dnů společnost využívá bezplatný obchodní úvěr, tedy jak dlouho společnosti trvá, než uhradí své krátkodobé závazky. Zpravidla se jedná o neuhrazené faktury dodavatelům, případně nezaplacenou daň státu či nevyplacené mzdy zaměstnancům. Záleží, zda je počítáno pouze se závazky z obchodních vztahů, nebo jsou do výpočtu zahrnuty i ostatní závazky, tedy právě závazky vůči zaměstnancům a vůči státu. Pokud je počítáno pouze se závazky z obchodních vztahů, Knápková a spol. (2017, s. 109) doporučují místo tržeb počítat s výkonovou spotřebou.

$$Doba\ splatnosti\ krátkodobých\ závazků = \frac{krátkodobé\ závazky}{\left(\frac{tržby}{360}\right)}$$

#### **Ukazatele zadluženosti**

Ukazatele zadluženosti dle Scholleové (2017, s. 183) poměří vlastní a cizí zdroje, ale také ověřují schopnost společnosti hradit náklady dluhu. Kislingerová a Hnilica (2005, s. 34) uvádějí, že i přesto, že má společnost vysokou zadluženost, nemusí to znamenat nic negativního, neboť vysoká finanční páka přispívá k lepší rentabilitě vlastního kapitálu. Ale Knápková a spol. (2017, s. 87) doplňují, že čím je vyšší zadluženost, tím větší riziko musí společnost nést, neboť společnost musí být schopna splácet své závazky bez ohledu na to, zda se společnosti daří. Nicméně i oni uvádějí, že určitá výše zadlu-



žení je pro společnost výhodná, poněvadž cizí kapitál bývá levnější než vlastní. Důvodem je, že úroky z cizího kapitálu snižují daňové zatížení společnosti, neboť úrok snižuje zisk, ze kterého je společnost nucena platit daň, čemuž se říká tzv. daňový štít. Dalším důvodem, proč je vlastní kapitál dražší, je, že nároky věřitele bývají uspokojovány před nároky vlastníka a nese-li vlastník vyšší riziko, požaduje zároveň i vyšší výnos.

Dále uvádějí, že je při analýze zadluženosti podstatné zjistit majetek, který má společnost pořízený na leasing, poněvadž aktiva pořízena skrze leasing nejsou zahrnuta v rozvaze, ale vystupují pouze jako náklady ve výkazu zisku a ztráty. Což znamená, že společnost, která se dle poměru cizího a vlastního kapitálu jeví jako nezadlužená, může být ve skutečnosti do značné míry vysoce zadlužená. Proto se při analýze zadluženosti využívají rovněž položky výkazu zisku a ztráty.

#### **a) Celková zadluženost**

Celková zadluženost patří mezi základní ukazatele zadluženosti. Většina autorů včetně Knápkové a spol. (2017, s. 88) uvádějí, že se doporučená hodnota celkové zadluženosti pohybuje mezi 30 % a 60 %. Nicméně při posouzení vhodné výše zadluženosti je třeba hledět na celou řadu dalších faktorů. Mezi nejdůležitější patří například schopnost splácet své závazky.

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

#### **b) Míra zadluženosti**

Míra zadluženosti, jež dává do poměru cizí a vlastní kapitál, bývá důležitým ukazatelem při žádosti o nový úvěr. O hodnotu tohoto ukazatele se dle Knápkové a spol. (2017, s. 89) zajímá především banka, aby se rozhodla, zda úvěr společnosti poskytne. Banka se zaměřuje především na to, zda míra zadluženosti v čase roste, což značí, do jaké míry by mohla mít společnost problém dostát svým závazkům u věřitelů.

$$\text{Míra zadluženosti} = \frac{\text{dlouhodobý cizí kapitál}}{\text{vlastní kapitál}}$$

#### **c) Úrokové krytí**

Úrokové krytí charakterizuje zadluženost z pohledu toho, zda je společnost schopna platit nákladové úroky. Tento ukazatel je velmi důležitý, zejména v případě nestabilního vývoje zisku před zdaněním je třeba úrokové krytí hlídat. Knápková a spol. (2017,

s. 90) uvádějí, že pokud je hodnota ukazatele 1 a vyšší, znamená to, že společnost vytvořila dostatečný zisk, aby byla schopna uhradit nákladové úroky. Nicméně je žádoucí, aby hodnota úrokového krytí byla co nejvyšší. Kdyby byla rovna hodnotě 1, nezbylo by na úhradu ničeho jiného, což rozhodně není dobré. Většina autorů uvádí doporučenou hodnotu úrokového krytí alespoň vyšší než 5.

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{nákladové úroky}}$$

### **Ukazatele likvidity**

Jak uvádí Kislingerová (2001, s. 74), ukazatele likvidity jsou rovněž důležitou složkou posouzení výkonnosti podniku, neboť není možné, aby existoval podnik, který není schopen dostát svým závazkům. Podnik nemůže být pouze ziskový, musí zároveň disponovat hotovostí a dalšími likvidními aktivy, aby byl schopen včas splácet své závazky. Nabádalo by to tedy k udržování likvidity co nejvyšší, ale je důležité si uvědomit, že oběžná aktiva neprodukují téměř žádný zisk, naopak jsou v oběžném majetku zdroje společnosti pouze vázány. Proto je nutné při výši likvidity zvolit určitý kompromis. Takový, aby byla společnost schopna hradit své závazky včas, ale zároveň takový, aby nebyly v oběžných aktivech zadržovány zbytečně vysoké zdroje společnosti. Knápková a spol. (2017, s. 93) ukazatele likvidity definují poměrně jednodušeji a srozumitelněji, neboť říkají, že ukazatele likvidity poměřují to, čím je možné platit, což je uváděno v čitateli, a to, co je nutné zaplatit, což je uváděno ve jmenovateli.

#### **a) Běžná likvidita**

Ukazatel běžné likvidity dle Scholleové (2017, s. 178) podává informaci, kolikrát jsou oběžná aktiva vyšší než krátkodobé závazky. Což znamená, že pokud by společnost proměnila všechna svá oběžná aktiva na peněžní prostředky, kolikrát by byla schopna uhradit své krátkodobé závazky.

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

Doporučené hodnoty pro běžnou likviditu jsou 1,8 – 2,5, ale Scholleová (2017, s. 178) udává, že pro dnešní podmínky rychlého rozvoje je možná i nižší hodnota běžné likvidity.

### **b) Pohotov likvidita**

Pohotov likvidita je zpřesněním běžné likvidity, neboť od oběžných aktiv je odečtena položka zásoby, což je nejméně likvidní součást oběžných aktiv.

$$\text{Pohotov likvidita} = \frac{(\text{obžn aktiva} - \text{zásoby})}{\text{krtkodob závazky}}$$

Scholleov (2017, s. 179) udává, že doporučen hodnoty pohotov likvidity jsou v intervalu 1 – 1,5.

### **c) Okamžit likvidita**

Okamžit likvidita je z daných ukazatelů likvidity ukazatelem nejpřisnjším. Hodnot schopnost společnosti uhradit své závazky okamžit, v dan moment. Proto je v čitateli počítáno s krtkodobm finančním majetkem, kter jak uvádí Scholleov (2017, s. 179), nepředstavuje pouze peněžní prostředky, ale také krtkodob obchodovateln cenn papíry.

$$\text{Okamžit likvidita} = \frac{\text{krtkodob finanční majetek}}{\text{krtkodob závazky}}$$

Doporučen hodnota, kterou Scholleov (2017, s. 179) uvádí, se pohybuje v rozmezí 0,2 - 0,5.

### **Ukazatele kapitálového trhu**

Ukazatele kapitálového trhu jsou dle Knpkov a spol. (2017, s. 111) počítány v případě, že je společnost obchodována na kapitlovm trhu. Nicméně Scholleov (2017, s. 184) dodává, že výplatní a aktivačn poměr je vhodné počítat i pro firmy, kter nejsou obchodovne na akciovým trhu.

O ukazatele kapitálového trhu se zajmj především všichni potencionln investoř, zejména akcionářů, kter mají vmyslu investovat do společnosti. Jejich středem zájmu je skutečnost, zda bude zajištěna návratnost jejich investice. Akcionářů se dle Kislingerov (2001, s. 76) zajmj především o dvě skutečnosti, kterými jsou výplata dividend a růst ceny akcie, do které akcionářů investovali.

### a) Ukazatel „Price earnings ratio“ (P/E ratio)

Ukazatel vyjadřující poměr tržní ceny akcie a zisku na akcii je důležitou součástí burzovních zpráv, neboť udává očekávání investorů, co se týče míry zisku a podílu dividend na zisku. Scholleová (2017, s. 184) udává, že se jedná o ukazatel, který informuje o tom, kolik jsou akcionáři ochotni uhradit za 1 Kč zisku na akcii.

Knápková a spol. (2017, s. 112) uvádějí, že pokud se tento ukazatel významně liší od P/E odvětví, může to být pro investory znamením, že je cena akcie podhodnocena, což by znamenalo, že je P/E akcie nižší než průměr P/E v odvětví, nebo nadhodnocena, což by představovalo opačnou situaci.

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{zisk na akcii}}$$

### b) Ukazatel čistého zisku na akcii (EPS)

Ukazatel čistého zisku na akcii dle Kislingerové (2001, s. 77) podává akcionářům informaci o velikosti čistého zisku (EAT), který přináší jedna akcie. Tento zisk by pak mohl být potencionálně vyplacen ve formě dividend.

$$\text{Čistý zisk na akcii} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{počet emitovaných kmenových akcií}}$$

### c) Poměr tržní ceny akcie a její účetní hodnoty

Poměr tržní ceny akcie a její účetní hodnoty dle Kubíčkové a Jindřichovské (2017, s. 176) vyjadřuje, kolikrát má podnik vyšší tržní hodnotu, než kolik do něj vložili akcionáři. Je žádoucí, aby hodnota tohoto ukazatele byla vyšší než 1, neboť to znamená, že podnik efektivně využívá kapitál, který je zhodnocován.

$$\text{Poměr tržní a účetní hodnoty} = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{účetní hodnota akcie}}$$

### d) Dividendový výnos

Dividendový výnos udává, jakého zhodnocení akcionář dosáhne při výplatě dividendy a stávající tržní ceně akcie. Nicméně Knápková a spol. (2017, s. 112) dodávají, že společnost může zadržovat prostředky ve formě nerozdělených zisků, které jsou využívané pro investice a rozvoj společnosti v budoucnu, což investorovi může vrátit prostředky v podobě vyšší tržní ceny akcie v budoucnosti. Pokud chce tedy investor vyhodnocovat výhodnost investice, je důležité zvažovat obě formy výnosů.

$$\text{Dividendový výnos} = \frac{\text{dividenda na akcii}}{\text{tržní cena akcie}}$$

### e) Dividendový výplatní poměr

Dividendový výplatní poměr udává, jaká část zisku je vyplácena v podobě dividend, tedy jaká část zisku není reinvestována. Kubíčková a Jindřichovská (2015, s. 172) uvádějí, že jak velký podíl zisku bude vyplácen na dividendách, záleží na dividendové politice společnosti, kde je nutné najít kompromis mezi požadavky managementu a akcionářů, neboť akcionáři požadují, aby byla co největší část zisku vyplácena na dividendy, a naopak management chce ponechávat co nejvíce zisku pro další rozvoj společnosti v budoucnosti. Navíc se management společnosti domnívá, že je pro akcionáře výhodné obětovat dividendu ve prospěch dalšího rozvoje společnosti. Je však důležité sledovat, zda daná reinvestice přinese dostatečný výnos a je pro akcionáře opravdu výhodné se dividendy vzdát.

Kubíčková a Jindřichovská (2017, s. 172) rovněž dodávají, že společnosti nerady snižují výši vyplácených dividend, i přesto, že je determinována výší zisku, která může mezi danými obdobími kolísat. Raději společnosti vyplatí stejnou výši dividend jako v roce minulém na úkor reinvestovaného zisku, neboť snížení dividend značí pesimistické očekávání ohledně budoucího vývoje podniku, což by pro investory nebylo dobré znamení, čehož se chce vedení společnosti vyvarovat.

$$\text{Dividendový výplatní poměr} = \frac{\text{dividendy}}{\text{čistý zisk}}$$

### f) Aktivační poměr

Aktivační poměr naopak dle Kubíčkové a Jindřichovské (2017, s. 173) vyjadřuje podíl zisku, který byl reinvestován a využit pro rozvoj společnosti v budoucnu.

$$\text{Aktivační poměr} = 1 - \text{výplatní poměr}$$

## 3.3.3 Faktor času a rizika

Dříve než budou rozebrány jednotlivé metody pro stanovení vnitřní hodnoty akcie, budou krátce zmíněny stěžejní faktory, jež ovlivňují metody oceňování.

Faktor času a rizika jsou dva základní faktory, na kterých bude postavena jakákoliv vybraná metoda pro oceňování. Oba faktory, jak uvádějí Mařík a kol. (2011, s. 39), se do oceňování promítají především díky diskontní míře.

### 3.3.3.1 Faktor času

Hodnota podniku je dána současnou hodnotou budoucích čistých příjmů, které budou majiteli podniku v budoucnosti plynout. Nicméně je dle Maříka a kol. (2011, s. 39) důležité, že tyto očekávané budoucí příjmy nelze jednoduše sečíst, neboť nemají pro držitele totožný význam, což je způsobeno časovou hodnotou peněz. Znamená to, že příjmy, které držitel obdrží v současnosti, mají větší význam než příjmy získané v budoucnosti, a to z důvodu, že příjmy získané v současnosti mohou být použity na reinvestice již nyní, a mohou tak generovat další zisky. Proto je nutné veškeré příjmy v budoucnosti plynoucí z podniku diskontovat na současnou hodnotu k datu ocenění a až poté mohou být tyto hodnoty, které platí ke stejnému datu, sečteny.

### 3.3.3.2 Faktor rizika

Faktor rizika je dle Maříka a kol. (2011, s. 40) další faktor, který bude hodnotu ocenění ovlivňovat. Pro výslednou hodnotu je totiž mimo jiné důležitá i pravděpodobnost, s jakou budou příjmy obdrženy, což je dáno právě rizikem. Hodnota podniku bude tím vyšší, čím jistější budou očekávané příjmy a naopak. Riziko se člení na riziko obchodní a finanční a riziko systematické a nesystematické, přičemž míra těchto rizik ovlivňuje kalkulaci diskontní míry, neboť ovlivňuje velikost rizikové přírážky.

## 3.3.4 Metody pro stanovení vnitřní hodnoty akcie

Nyní je již možné přistoupit k rozboru metod kvantifikace vnitřní hodnoty akcie. Pro určení vnitřní hodnoty akcie, kolem které akciový kurz neustále osciluje, existuje mnoho metod a modelů, jejichž cílem je vyjádřit hodnotu podniku v podobě určité peněžní částky. Výběr metody závisí na několika faktorech, jako je například charakter podniku a jeho dosavadní vývoj. Nicméně Mařík a kol. (2011, s. 37) uvádějí tři základní okruhy metod oceňování. Výnosové metody, kdy dochází k ocenění na základě analýzy výnosů, tržní metody, které oceňují podnik na základě analýzy trhu, a poslední kategorií, kterou zmiňuje, jsou majetkové metody, které oceňují na základě analýzy majetku. Každá z těchto metod je odlišná, proto je důležité volit metodu také podle důvodu a cíle ocenění.

### 3.3.5 Dividendové diskontní metody

První skupinou, která bude rozebrána, jsou dividendové diskontní metody. Veselá (2019, s. 374) uvádí, že se jedná o metodu, která vychází z předpokladu, že je vnitřní hodnota akcie dána současnou hodnotou všech budoucích peněžních příjmů z této akcie. Za tyto příjmy jsou považovány právě dividendy vyplacené z akcie, případně tržní ceny akcií, jejich držení je ukončeno a dochází k jejich prodeji. S peněžním příjmem ve formě dividend je počítáno v dividendových diskontních modelech vždy. Vnitřní hodnotu pak lze vykalkulovat na základě sečtení všech dividend převedených na současnou hodnotu. Nicméně predikce vývoje dividend do budoucna je velmi obtížná, někdy dokonce nemožná. Proto rostou-li, nebo klesají dividendy kontinuálně, používá se míra růstu dividend. Analytik ji sice musí nejdříve stanovit, ale poté je zbaven problémů s nepřesnou prognózou dividend.

Existuje několik skupin dividendových diskontních modelů. Veselá (2019, s. 374) uvádí, že se dělí dle předpokládané doby držby akcie a charakteru uvažovaných budoucích příjmů. Jsou to dividendové diskontní modely s nekonečnou dobou držby a dividendové diskontní modely s konečnou dobou držby.

#### 3.3.5.1 Dividendové diskontní modely s nekonečnou dobou držby

Dividendové diskontní modely s nekonečnou dobou držby jsou v praxi více využívané než modely s konečnou dobou držby. Jedná se o modely, jež při ohodnocování akcií nepočítají s tím, že se v současnosti nebo blízké budoucnosti budou akcie prodávat. Vnitřní hodnota je dána součtem současných hodnot budoucích dividend, přičemž dividendy jsou vyjádřeny buď v absolutních částkách, nebo za použití míry růstu dividend. Obecně lze kalkulaci vnitřní hodnoty akcie na základě tohoto modelu vyjádřit dle Veselé (2019, s. 375) následovně.

$$V_0 = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \frac{D_4}{(1+k)^4} + \frac{D_5}{(1+k)^5} + \dots + \frac{D_n}{(1+k)^n}$$

$V_0$  = aktuální vnitřní hodnota akcie

$D_1 \dots D_n$  jsou očekávané dividendy na 1 akcii

$k$  = požadovaná výnosová míra z akcie

### 3.3.5.2 Dividendové diskontní modely s konečnou dobou držby

Dividendové diskontní modely s konečnou dobou držby jsou používány pro určení vnitřní hodnoty akcií, u kterých je možné, že budou v blízké době prodány. Očekávané budoucí příjmy jsou tak tvořeny dividendami, které budou ještě do prodeje akcií vyplaceny a dále očekávaným prodejním kurzem, za který budou akcie prodány. Nicméně jelikož odhad prodejního kurzu akcie není pro delší období prakticky možný, využívá se tento model pouze pro krátká období držby akcie. Veselá (2019, s. 375) udává, že za krátké období se považuje 1-2 roky, v případě velmi stabilního prostředí až 3 roky. Vztah pro určení vnitřní hodnoty akcie pomocí tohoto modelu pak lze zapsat takto.

$$V_0 = \sum_{n=1}^N \frac{D_n}{(1+k)^n} + \frac{P_N}{(1+k)^N}$$

$N$  = konečné číslo odpovídající konci držby akcie (pro 1 rok je roven 1 apod.)

$V_0$  = aktuální vnitřní hodnota akcie

$D_n$  = očekávaná dividenda vyplácená v jednotlivých letech držby

$k$  = požadovaná výnosová míra z akcie

$P_N$  = očekávaný prodejní kurz akcie na konci posledního roku její držby

Dále Veselá (2019, s. 376) uvádí, že společnosti z různých odvětví, kdy je každá v jiné fázi životního cyklu, mají rozdílný vývoj dividend. Proto, aby bylo možné správně ohodnotit akcie všech těchto společností, bylo vyvinuto několik verzí dividendových diskontních modelů. Nejvýznamnější z těchto verzí jsou dividendové diskontní modely s nulovým růstem, jednostupňové dividendové diskontní modely, dvoustupňové skokové dividendové diskontní modely, třístupňový lineární dividendový diskontní model a H-model.

### 3.3.6 Ziskové metody

Ziskové modely jsou další významnou metodou, která se pro stanovení vnitřní hodnoty akcie používá. Jak samotný název napovídá, pracují s veličinou čistého zisku, kterou dále upravují. Veselá (2019, s. 404) uvádí, že lze pomocí poměrně jednoduchých matematických metod získat ze ziskových metod různé ukazatele kapitálového trhu, jako jsou P/E ratio, P/BV ratio nebo P/S ratio.



### 3.3.6.1 Metody založené na ukazateli P/E ratio

Metody založené na ukazateli P/E (price/earnings) ratio jsou ve finančním světě nejčastěji používané, neboť lze ukazatel P/E ratio jednoduše a rychle vypočítat. Ukazatel P/E ratio je vyjádřen jako poměr mezi cenou (kurzem) akcie a čistým ziskem na akcii. Vyjadřuje tedy, jak uvádí Veselá (2019, s. 405) atraktivitu dané akcie, respektive na kolik peněžních jednotek si investor cení jednu peněžní jednotku čistého zisku na danou akcii. Může být tedy využit ke srovnání několika akcií, stejně tak i k výpočtu vnitřní hodnoty akcie. Nicméně v případě, kdy společnost vykazuje ztrátu, ho nelze použít, což je jeho velká slabina. V takovém případě se využívá tzv. normální P/E ratio, které lze získat díky jednostupňovému dividendovému diskontnímu modelu s konstantním růstem.

### 3.3.6.2 Metody založené na ukazateli P/BV ratio

Druhými nepoužívanějšími ziskovými metodami jsou metody založené na ukazateli P/BV (price/book value) ratio. Dle Veselé (2019, s. 414) tento ukazatel poskytuje informaci, kolik jsou investoři ochotni zaplatit za 1 Kč vlastního kapitálu dané společnosti. Jedná se tedy o poměr ceny (kurzu) akcie a účetní hodnoty na akcii. Na rozdíl od ukazatele P/E ratio lze tento ukazatel spočítat i v případě, že společnost nevyplácí dividendu.

### 3.3.6.3 Metody založené na ukazateli P/S ratio

Poslední ziskové metody, které Veselá (2019, s. 420) zmiňuje, jsou metody založené na ukazateli P/S (price/sales) ratio. Jedná se o poměr ceny (kurzu) akcie a tržeb na akcii. Informuje tedy o tom, kolik korun je investor ochoten zaplatit za 1 Kč tržeb. Tento ukazatel představuje výhodu v tom, že ho lze použít i v případě, kdy společnost vykazuje ztrátu. Další výhodou je skutečnost, že tržby nejsou vystaveny zkreslujícím vlivům, jako je odlišná účetní metodika. Avšak přesto tento ukazatel není hojně používán, což je způsobeno zejména tím, že údaje o ukazateli P/S ratio nejsou běžně dostupné a rozhodne-li se analytik využít tento ukazatel, bývá často donucen k jeho dopočítání, protože ho není možné jednoduše dohledat.

### 3.3.7 Cash flow modely

Cash flow modely zohledňují i volné peněžní prostředky, které společnosti zůstávají po splacení všech svých závazků včetně výplaty dividend, což dividendové a ziskové modely zohledňovaly pouze ve veličině míry růstu dividend, popřípadě zisku, a to jen za určitých podmínek. Proto je-li cílem analytika ohodnotit akcii z širšího pohledu, Veselá (2019, s. 427) mu doporučuje použít jeden z cash flow modelů. Mezi nejznámější cash flow modely patří FCFE model (Model Free Cash Flow to Equity) a FCFF model (Model Free Cash Flow to Firm). Jejich odlišnost spočívá v kalkulaci volných peněžních prostředků.

#### 3.3.7.1 Model FCFE

Model FCFE, obdobně jako ziskové a dividendové diskontní modely, určuje vnitřní hodnotu akcie pro akcionáře. Na rozdíl od jiných modelů, jak Veselá (2019, s. 430) udává, model FCFE umožňuje pracovat se skutečností, že má akcionář majoritní podíl ve společnosti, a tudíž má ve společnosti řídicí funkci a může poměrně snadno prosazovat své cíle. Bude s největší pravděpodobností část volných peněžních prostředků investovat do nových projektů, což znamená, že vyplácená dividendy bude nižší než veličina FCFE. Pro takové případy je model FCFE přesnější než dividendové diskontní modely.

Obecně existuje několik verzí modelu FCFE, které se liší podle toho, jaký je předpokládaný vývoj veličiny FCFE dané společnosti. Nicméně v každé verzi je budoucí hodnota veličiny FCFE převáděna na současnou hodnotu. Veselá (2019, s. 429) uvádí, že nejjednodušší model FCFE je jednostupňový model s konstantním růstem, který je využíván pro stabilní společnosti. Výpočet vnitřní hodnoty akcie dle tohoto modelu lze zapsat následovně.

$$V_0 = \frac{FCFE_1}{k - g_{FCFE}} = \frac{FCFE_0 (1 + g_{FCFE})}{k - g_{FCFE}}$$

$V_0$  = aktuální vnitřní hodnota akcie

$FCFE_1$  = očekávaná hodnota FCFE v příštím roce na 1 akcii

$FCFE_0$  = běžná hodnota FCFE v běžném roce na 1 akcii

$k$  = požadovaná výnosová míra z akcie

$g_{FCFE}$  = míra růstu veličiny FCFE

Pro ohodnocení společností, které jsou nadprůměrně růstové, nebo se u nich očekávají změny v míře růstu cash flow, se dle Veselá (2019, s. 430) využívají vícestupňové FCFE modely. Mezi nejčastěji používaný patří dvoustupňový skokový FCFE model a třístupňový lineární FCFE model.

### 3.3.7.2 Model FCFF

Model FCFF se od předešlých modelů liší, neboť kalkuluje vnitřní hodnotu firmy pro věřitele i akcionáře dohromady. Veličina FCFF tedy představuje všechny volné peněžní prostředky, na které má nárok jak akcionář, tak i majitel dluhopisu, který firma emitovala. Jedná se o všechny volné peněžní prostředky ještě před zaplacením úroků za použití cizích zdrojů, a ještě před získáním dalších cizích zdrojů. Kalkulaci FCFF lze provést následovně.

Tabulka 2 Kalkulace FCFF

<b>Provozní zisk před zdaněním a úroky</b>	<b>EBIT</b>
- daně	- EBIT x t
<b>Provozní zisk po zdanění</b>	<b>EBIT x (1-t)</b>
+ odpisy	+ odpisy
<b>CF z provozní činnosti</b>	<b>EBIT x (1-t) + odpisy</b>
- změna pracovního kapitálu	- $\Delta WC$
- investice	- INV
<b>Free Cash Flow to the Firm</b>	<b>EBIT x (1-t) + odpisy - <math>\Delta WC</math> - INV</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle Kislingerové (2011, s. 161)

Nicméně i v tomto modelu jsou budoucí peněžní prostředky převáděny na současnou hodnotu. V tomto případě za využití průměrných vážených nákladů na kapitál (WACC). Je tak opět respektována časová hodnota peněz.

Veselá (2019, s. 431) uvádí, že analytici využívají dva typy modelů FCFF, a to jednofázový FCFF model s konstantním růstem a dvoufázový FCFF model. Dvoufázový model se dle Kislingerové (2011, s. 170) používá u společností, u nichž je větší rozdíl mezi odpisy a investičními výdaji, nebo pokud se dá předpokládat, že daná společnost v první fázi bude vykazovat vyšší nebo nižší tempo růstu a v druhé fázi dojde ke stabilizaci. Hodnota podniku je pak stanovena následovně:

$$\text{Hodnota podniku} = \sum \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g} * (1 + WACC)^{-n}$$

$t$  = roky 1. fáze

$n$  = počet let od začátku 2. fáze

$FCFF_t$  = volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele v jednotlivých letech 1. fáze

$FCFF_{n+1}$  = volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele v 1. roce 2. fáze

WACC = průměrné vážené náklady kapitálu

$g$  = tempo růstu

Tento výpočet umožňuje vypočítat hodnotu podniku brutto. Aby došlo k výpočtu vnitřní hodnoty akcie, je dle Kislingerové (2011, s. 171) nutné od této hodnoty odečíst cizí úročené zdroje ke dni, kdy je oceňováno, čímž se vypočítá vnitřní hodnota podniku netto. Poté se vnitřní hodnota akcie vypočítá vydělením netto hodnoty podniku příslušným počtem akcií.

### 3.3.8 Diskontní míra

Nyní budou rozebrány faktory, které mají vliv na výslednou hodnotu ocenění. Mezi ně patří diskontní míra a tempo růstu  $g$ .

Diskontní míra je významný faktor při oceňování společnosti, neboť má podstatný vliv na výslednou hodnotu oceňování. Je to nástroj, který do hodnoty podniku promítá jak faktor rizika, tak faktor času. Diskontní míra je Maříkem a kol. (2011, s. 47) definována jako „míra výnosnosti užívaná pro přepočítání peněžní částky, která má být vydána nebo přijata v budoucnosti, na současnou hodnotu této částky“. Nebo také jako „míra výnosnosti očekávaná investorem při akvizici budoucího peněžního toku s ohledem na riziko spojené s možností tento výnos získat“. Znamená to tedy, že aby bylo možné ocenit podnik, je nutné zjistit příjmy, které je možné v budoucnosti očekávat a také s jakou pravděpodobností je možné je očekávat, což zohledňuje již zmiňované riziko.

V podstatě je východiskem pro výpočet diskontní míry úroveň výnosů, které lze získat díky aktivu nezatíženému rizikem, ale takové aktivum v praxi není, proto jsou využívána aktiva, která jsou rizikem zatížena pouze minimálně. Výnosnost takového aktiva je pak upravena o rizikovou přírážku, čímž se získá diskontní míra. Kislingerová (2001,

s. 174) dodává, že je správné stanovení diskontní míry opravdu důležité, neboť každé nadhodnocení nebo podhodnocení diskontní míry má vliv na konečnou hodnotu. Následující tabulka pak ukazuje pravidla pro párování vhodného výnosu s diskontní mírou.

Tabulka 1 Pravidla párování výnosu a diskontní míry

Forma budoucího výnosu	Diskontní míra
FCFF	WACC
EVA	WACC
Dividenda	$r_e$ , například CAPM
FCFE	$r_e$ , například CAPM

Zdroj: Vlastní zpracování dle Kislingerové (2011, s. 174)

### 3.3.8.1 Stanovení diskontní míry pomocí WACC (Weighted average cost of capital)

Průměrné vážené náklady celkového kapitálu, často označovány jako WACC, dle Kislingerové (2011, s. 174) pracují s úrokem, tedy cenou za použití cizího kapitálu ( $r_d$ ) a dále rovněž zohledňují i daně  $(1-t)$  a požadovaný výnos akcionářů ( $r_e$ ). Nelze opomenout ani strukturu kapitálu, která rovněž ovlivňuje výslednou hodnotu WACC. Záleží tedy na tom, v jakém poměru společnost využívá k financování svých činností vlastní a cizí kapitál. Výpočet WACC lze provést následovně.

$$WACC = r_d * (1 - t) * \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{vlas. kapitál} + \text{cizí zdroje}} + r_e * \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{vlas. kapitál} + \text{cizí zdroje}}$$

Mařík a kol. (2011, s. 212) udávají, že jsou náklady na cizí kapitál počítány jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které jsou placeny z různých forem cizího kapitálu. Informace o tom, jaké cizí zdroje společnost využívá, jsou obvykle čerpány z rozvahy. Jedná se typicky o dluhopisy, dlouhodobé bankovní úvěry, běžné bankovní úvěry nebo různé finanční výpomoci. Ale aby byl výčet cizích zdrojů kompletní, je třeba ho doplnit o další položky, jako je pronájem, finanční leasing, anebo jiné úročené závazky. Součet všech těchto položek tvoří cizí zdroje společnosti. Kislingerová (2011, s. 178) však uvádí, že je nutné z výčtu cizích zdrojů vyloučit položky, za které společnost neplatí žádnou cenu, tedy nevzniká úrok, nebo náklad. Jedná se například o krátkodobé závazky z obchodního styku. Poté, co je výčet cizích zdrojů kompletní, spočítá se vážený průměr z cen, které podnik za užití cizích zdrojů platí. Dále se do výpočtu

nákladů na cizí kapitál promítají daně. V tomto případě je počítáno s marginální daňovou sazbou, tedy se státem vyhlášenou daňovou sazbou z příjmu, neboť různé podniky mají odlišnou strukturu daňově neuznatelných nákladů, čímž vznikají rozdíly v konečném daňovém zatížení a cílem je, aby daň byla jednotná.

Odhad nákladů na vlastní kapitál dle Kislíngerové (2011, s. 187) vyjadřuje „očekávanou míru výnosu investorů s ohledem na míru rizika spojenou s touto investicí“. Při odhadech nákladů na vlastní kapitál se obvykle vychází z investic se srovnatelnou mírou rizika. Poněvadž jsou investice do akcií více rizikové než uložení volných finančních prostředků do banky, musí být míra výnosu vyšší než bezrizikový výnos nebo výnos ze státních dluhopisů. Pro určení míry výnosu vlastního kapitálu se obvykle využívá model CAPM.

### 3.3.8.2 Stanovení diskontní míry pomocí CAPM

Model CAPM je dle Maříka a kol. (2011, s. 216) model pro odhad nákladů na vlastní kapitál. Mezi stěžejní prvky tohoto modelu patří přímka cenných papírů, která stanovuje střední očekávanou výnosnost cenného papíru na základě bezrizikové výnosnosti a průměrné rizikové prémie na kapitálovém trhu. Což znamená, že vztah pro očekávanou výnosnost cenného papíru lze vyjádřit následovně.

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

- $E(r_j)$  vyjadřuje očekávanou výnosnost cenného papíru (zejména akcie) nebo náklady na vlastní kapitál
- $r_f$  je bezriziková výnosnost
- $\beta_i$  je beta koeficient cenného papíru, tedy systematické riziko  $i$ -tého cenného papíru
- $E(r_m)$  je očekávaná výnosnost kapitálové trhu (tržního portfolia)

Beta koeficient je jediný faktor, který má vazbu na daný podnik. Vyjadřuje úroveň systematického rizika jednotlivé akcie k riziku celého kapitálového trhu. Jeho hodnota je obvykle dohledatelná v publikovaných odhadech. V případě, že se koeficient beta rovná jedné, znamená to, že je riziko na úrovni kapitálového trhu jako celku. Je-li beta koeficient větší než jedna, je výnosová přírážka větší než průměrná prémie za riziko na kapitálovém trhu, a naopak.

Mařík a kol. (2011, s. 233) uvádějí, že model CAPM je ve světě jediný uznávaný způsob, jak stanovovat diskontní míru pro případy tržního ocenění.

### **3.3.9 Tempo růstu g**

Tempo růstu patří rovněž mezi faktory, které mají významný vliv na stanovení vnitřní hodnoty podniku, neboť umožňuje předpovídat vývoj budoucích peněžních toků společnosti. Kislingerová (2011, s. 202) uvádí, že je nutné tempo růstu stanovit správně, neboť každá odchylka narušuje rovnováhu, která ovlivňuje finanční situaci společnosti. V případě, že je tempo růstu stanoveno chybně, zvyšuje se míra rizika, která plyne z investice do dané společnosti, respektive do akcií společnosti.

Veselá (2019, s. 460) uvádí tři způsoby, jak stanovit tempo růstu g. První z nich je odhad na základě historických růstových měr, který se využívá, jsou –li k dispozici historická data o vyplácených dividendách. V tomto přístupu je dle Kislingerové (2011, s. 203) důležité rozhodnout o volbě způsobu určení budoucí růstové míry. Je možné ji určit jako aritmetický průměr historických růstových měr, nebo jako medián, či tzv. složenou míru růstu, což v podstatě znamená geometrický průměr. V praxi je doporučován poslední způsob, tedy geometrický průměr, neboť jsou výsledné hodnoty nižší, než kdyby byly určeny pomocí aritmetického průměru nebo mediánu, čímž je zohledněna zásada opatrnosti. Dále je významná volba délky historického období, z kterých bude tempo růstu odhadované, protože v každém roce jsou hodnoty odlišné, a tedy i výsledné tempo růstu bude představovat jinou hodnotu. Obvykle se délka časového období pohybuje okolo 3–5 let.

Druhým způsobem, jak může být tempo růstu odhadované, je odvození od vnitřních, fundamentálních předpokladů. Tento přístup vychází ze skutečnosti, že fundamentální faktory předurčují další vývoj společnosti v budoucnu. Obvykle se tempo růstu odhaduje na základě rentability vlastního kapitálu a aktivačního poměru (vnitřní míra růstu), ale je možné využít i propočty vycházející z rentability vlastního kapitálu a kapitálové struktury podniku (udržitelné míry růstu).

Poslední způsob, který Veselá (2019, s. 461) uvádí, je odvození tempa růstu od expektace analytika. Ačkoliv analytik nemá k dispozici různé matematické výpočty, bývá jeho odhad zejména v krátkém období přesnější, neboť zohledňuje i neměřitelné

prvky, jako jsou třeba zprávy týkající se fungování společnosti. Nicméně v dlouhém období přesnost odhadů analytiků klesá, ale stále jsou přesnější než například odhady dle historických dat.

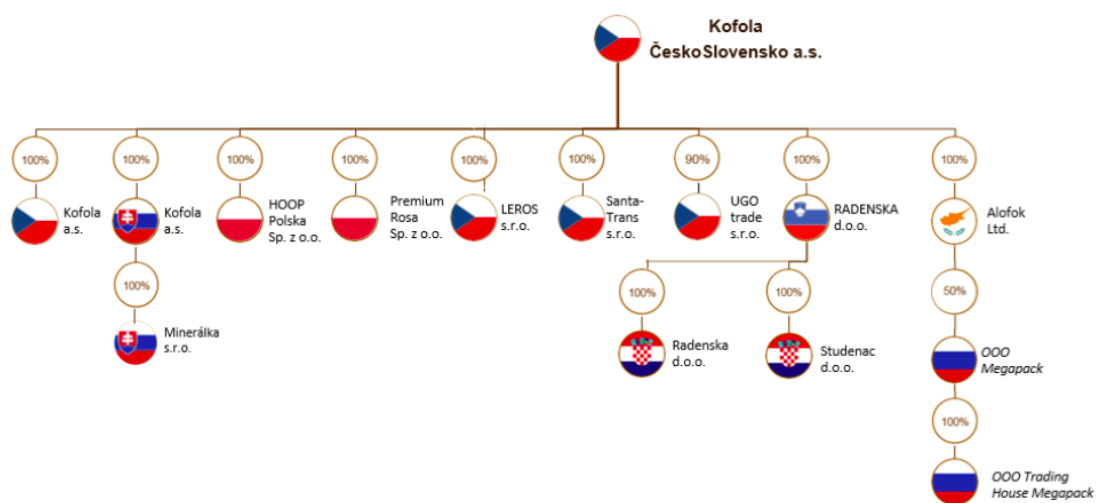


# **PRAKTICKÁ ČÁST**

## 4 O SPOLEČNOSTI

Analyzovaná společnost Kofola Československo, a.s. (dále jen Kofola), je jakožto výrobce nealkoholických nápojů asi každému známa. Dle údajů z výročních zpráv Kofoly za období 2014-2018 působí ve střední a jihovýchodní Evropě, kde má celkem 8 výrobních závodů, a to v České republice, na Slovensku, v Polsku, Chorvatsku a na Slovinsku. Struktura skupiny je pro větší přehlednost zobrazena níže.

Obrázek 2 Struktura skupiny



Zdroj: Výroční zpráva Kofola Československo 2018 (s. A-10)

Na českém trhu představuje dvojku na trhu nealkoholických nápojů, avšak na slovenském a slovinském trhu představuje dokonce jedničku trhu nealkoholických nápojů. Rovněž na slovinském trhu představuje jedničku na trhu vod a na chorvatském trhu dvojku na trhu vod.

Její vznik se dle údajů na internetových stránkách Kofoly datuje k roku 1993, nicméně už v roce 1960 vznikla značka Kofola. V roce 1993 Kostas Samaras koupil sodovkárnu podniku Nealko Olomouc, kde zahájil výrobu sycených nápojů. Avšak až v roce 2002 se podařilo řecké rodině Samarasů koupit registrovanou obchodní známku a originální recepturu Kofoly. Tehdy za to zaplatili 215 milionů korun. Od té doby společnost značně rozšiřovala své portfolio. V roce 2004 vstoupila do segmentu balených vod s pramenitou vodou Rajec. V roce 2005 obnovila výrobu nápoje Chito Tonic. V roce

2006 koupila ochrannou známku Vinea. Rok 2009 byl pro Kofolu za poslední desítky let nejúspěšnější, a proto si mohla dovolit investovat 10 miliard korun a začít rozšiřovat výrobu na Slovensku. Rok 2011 znamenal doplnění portfolia o energetické nápoje Erektus a Semtex. V roce 2012 došlo k přejmenování společnosti názvem, který je platný dodnes, Kofola Československo, a.s. Šťávu UGO uvedla na trh v roce 2013, zároveň se Kofola stala výhradním distributorem vod Evian a Badoit. V roce 2014 na trh přišla první inovace Kofoly, Kofola Citrus. Dále společnost do distribuce v tomto roce přidala i minerální vodu Vincentka. Během roku 2015 koupila společnost Radenska, slovinského výrobce minerálních vod. V roce 2016 Kofola reagovala na situaci na trhu a začala vyrábět Kofolu bez cukru. Zároveň v tomto roce společnost vstoupila na chorvatský trh, kde koupila tři značky – Vocko, Nara a Inka. Nicméně v tomto roce byla společnost úspěšná i v marketingu. Její kampaň, reklama na "Fofolu" se stala kampaní roku 2016. V roce 2017 společnost rozšířila produktové portfolio na polském trhu o značku Premium Rosa. Rok 2018 znamenal velké změny v managementu společnosti. Post generálního ředitele opustil Jannis Samaras a jeho místo nahradil Daniel Buryš. Nicméně ani v akvizicích společnost nezhálela. Koupila výrobce bylinných čajů LEROS a Kláštorňou, královnu minerálních vod. V roce 2019 společnost prodala polskou značku HOOP POLSKA a koupila společnost Espresso a distributora srílanských čajů DILMAH.

Do budoucna se chce společnost, dle údajů uvedených na webových stránkách společnosti Patria, zaměřit na větší ziskovost na českém a slovenském trhu a stále posilovat svou pozici na trhu. Na rok 2020 plánuje koupit společnost Ondrášovka.

Portfolio společnosti dle výroční zprávy Kofoly (2018, s. A-10) čítá přibližně 30 značek, přičemž klíčovou značkou je nápoj Kofola. Mezi další významné značky, které tvoří velkou část tržeb společnosti, patří Rajec, Radenska a Studenac, sycený nápoj Vinea, anebo sirupy Jupí. Nicméně významnou částí portfolia jsou rovněž energetické nápoje Semtex nebo ovocné a zeleninové šťávy UGO, které nabývají v současnosti na popularitě. Pro přehlednost uvádím vizualizaci hlavních značek na všech trzích Kofoly níže.

Obrázek 3 Hlavní značky společnosti



Zdroj: Výroční zpráva Kofola Československo 2018 (s. A-10)

Vysvětlivky:

CZ+SK = Česká republika a Slovensko

PL = Polsko

SI = Slovinsko

HR = Chorvatsko

# 5 GLOBÁLNÍ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA

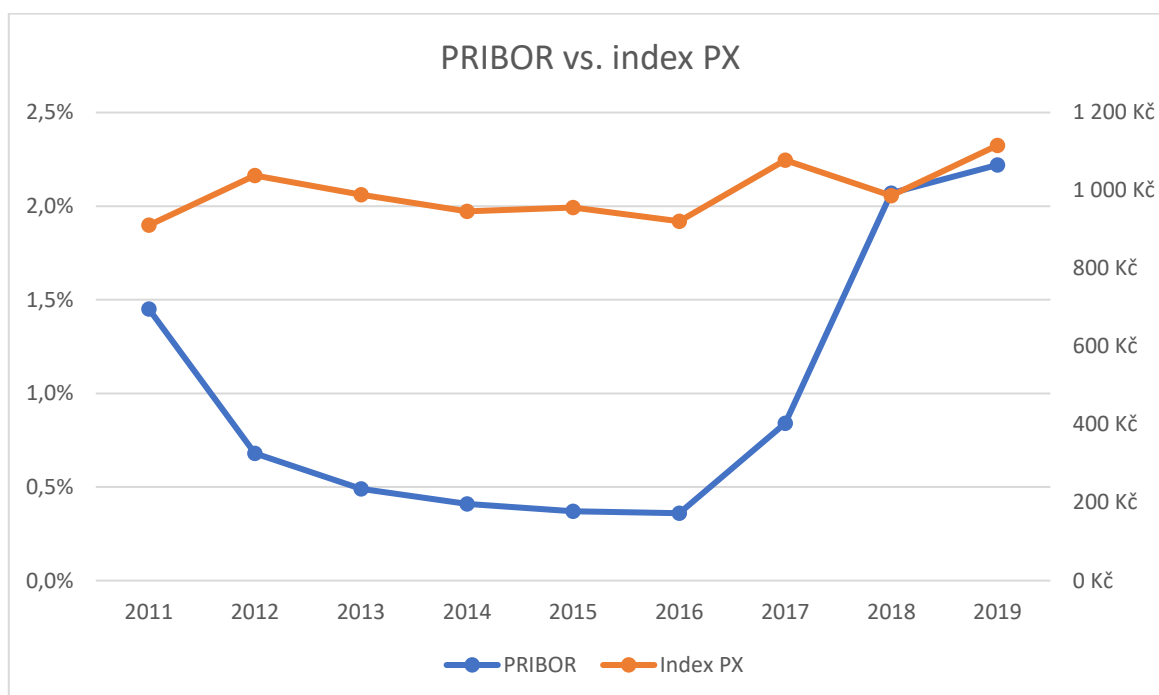
Globální fundamentální analýza se zabývá zkoumáním vlivu makroekonomických faktorů na pohyb akciových kurzů. Jelikož tyto faktory mají značný vliv na pohyb akciových kurzů, jak již bylo rozebráno v teoretické části práce, je důležité se vztahy mezi analyzovanými makroekonomickými faktory a akciovými kurzy nyní zabývat konkrétněji a vzájemné vztahy vyhodnotit. Mezi makroekonomické faktory, jež ovlivňují akciové kurzy, patří zejména úrokové sazby, inflace, reálný výstup ekonomiky, peněžní zásoba nebo politické a ekonomické šoky.

## 5.1 Úrokové sazby

Úrokové sazby představují významný faktor mající vliv na akciové kurzy, který se projevuje inverzním korelačním vztahem k akciovým kurzům. Jinak řečeno to znamená, že růst úrokové míry představuje pokles akciového kurzu.

Pro ověření tohoto vztahu a zjištění korelačního koeficientu mezi úrokovou sazbou a akciovým kurzem byl v této práci zvolen index PX, neboť jsou akcie Kofoly obchodované na burze cenných papírů Praha jako součást tohoto indexu, a hodnota sazby PRIBOR (Prague InterBank Offered Rate), což je průměrná úroková sazba, za kterou banka na českém mezibankovním trhu poskytuje depozitum dalším bankám. Vzájemný vztah zobrazuje následující graf.

Graf 1 PRIBOR vs. index PX



Zdroj: vlastní zpracování dle [www.pse.cz](http://www.pse.cz) a [www.kurzy.cz](http://www.kurzy.cz)

Ve výše uvedeném grafu jsou znázorněny hodnoty za období 2011 až 2019 vždy ke konci zkoumaného roku. Z grafu nelze vztah úplně přesně vyčíst, vzájemný vztah však odhalí výpočet korelačního koeficientu, jehož hodnota je přibližně 0,422. Znamená to tedy, že se jedná o pozitivní vztah, což rozporuje teoretické poznatky, jež hovoří o negativním vztahu. Důvodem může být skutečnost, že index PX z větší části tvoří finanční instituce, konkrétně k březnu roku 2020 například Erste Group Bank, Komerční banka, VIG (Vienna Insurance Group) nebo Moneta Money Bank, pro něž zvýšení úrokové míry představuje ziskovou položku, protože jim rostou výnosy z úroků.

Dle predikce vývoje úrokové míry PRIBOR pro roky 2020 a 2021, kterou připravila Česká národní banka, lze předpokládat, že akciový kurz bude klesat, neboť výše byl odůvodněn pozitivní vztah mezi akciovým kurzem a úrokovou mírou PRIBOR, což znamená, že klesá-li úroková míra PRIBOR, jak ukazuje predikce ČNB v tabulce níže, klesá i akciový kurz.

Tabulka 3 Predikce vývoje úrokové sazby 3M PRIBOR

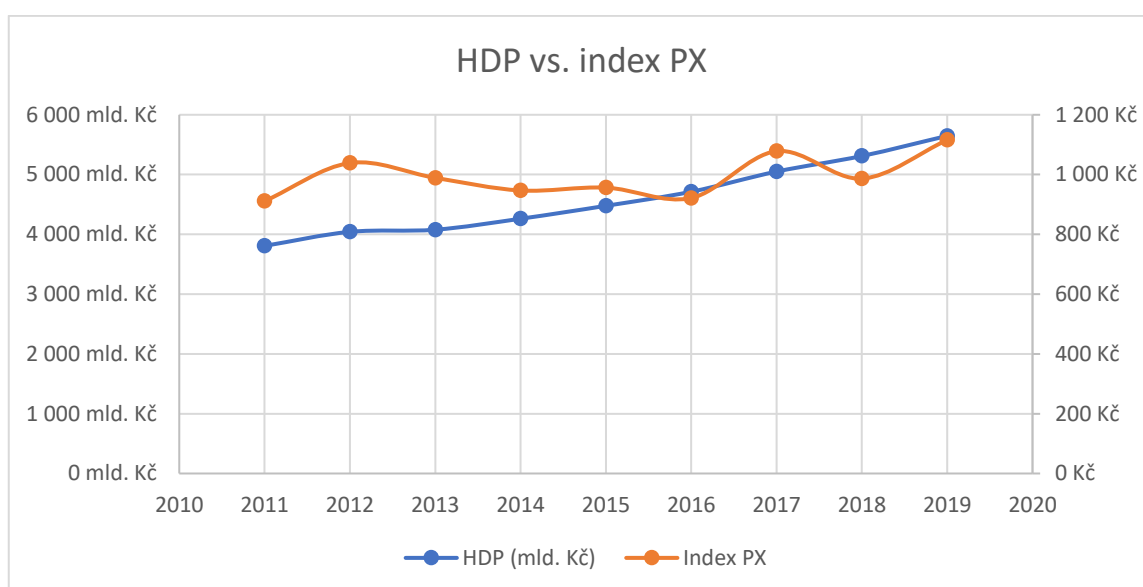
Predikce vývoje úrokové míry [%]	2020	2021
Úroková sazba 3M PRIBOR	2,3 %	2,1 %

Zdroj: vlastní zpracování dle [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

## 5.2 Hrubý domácí produkt

Dle teoretických poznatků je vztah mezi hrubým domácím produktem a akciovými kurzy pozitivní. Dá se říct, že vývoj hrubého domácího produktu akciové kurzy do značné míry v dlouhém časovém období kopírují. Nicméně v krátkém období nelze předpovídat vývoj cen akcií na základě vývoje HDP v budoucím období, poněvadž v krátkém období akciové kurzy vývoj HDP předbíhají zhruba o 3–9 měsíců. To lze vysvětlit jednáním investorů, kteří jednájí dle očekávání vývoje trhu. Pokud je očekávání příznivé, což znamená, že poroste HDP, začnou nakupovat akcie, a tím roste cena akcie. Mezi firmami se šíří optimismus, začnou více utrácet, zvyšovat spotřebu, což vede k růstu reálného výstupu ekonomiky.

Graf 2 HDP vs. index PX



Zdroj: vlastní zpracování dle [www.kurzy.cz](http://www.kurzy.cz) a [www.pse.cz](http://www.pse.cz)

Výše uvedený graf zobrazující vztah mezi HDP v běžných cenách a indexem PX znázorňuje pozitivní vztah mezi těmito dvěma veličinami, který rovněž potvrzuje hodnota korelačního koeficientu 0,61. Dle predikce budoucího vývoje HDP České republiky, který vytvořila ČNB, je očekáván nižší růst HDP, avšak stále větší růst, než který je předpokládán pro růst HDP eurozóny, proto by měl akciový index PX dále růst. Přesné hodnoty predikce růstu HDP ČR a EU zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 4 Predikce vývoje HDP

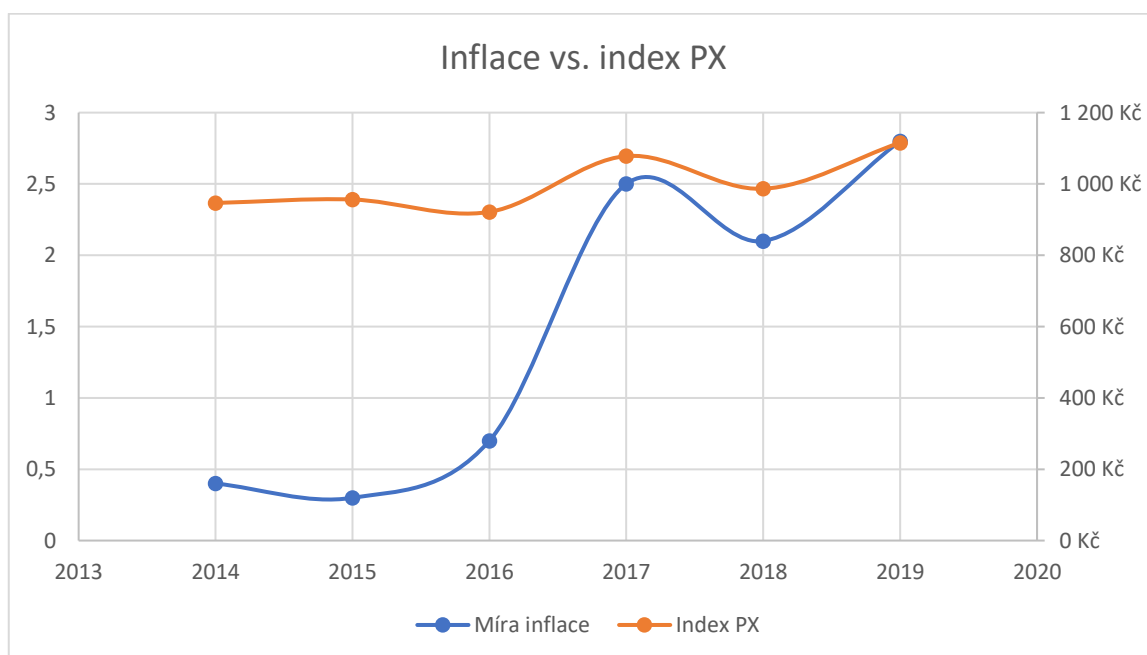
Predikce vývoje HDP	2020	2021
HDP [mld. Kč]	5913,0	6168,0
Růst HDP ČR [%]	2,3	2,8
Růst HDP EU [%]	1,2	1,2

Zdroj: vlastní zpracování dle [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

## 5.3 Inlace

Inlace je další makroekonomický ukazatel, který je v souvislosti s vývojem akciového kurzu sledován. Dle teorie mezi inflací a akciovým kurzem existuje inverzní vztah, což má poměrně velké množství možných vysvětlení. Ty stěžejní byly uvedeny v teoretické části práce. Nyní je přistoupeno ke konkrétnímu porovnání, v tomto případě indexu PX a míry inflace. Korelační koeficient je roven hodnotě přibližně 0,89. Vzájemný vztah rovněž názorně zobrazuje následující graf.

Graf 3 Inlace vs. index PX



Zdroj: vlastní zpracování dle [www.csu.cz](http://www.csu.cz) a [www.pse.cz](http://www.pse.cz)

Výše uvedený graf i vypočítaný korelační koeficient napovídají, že je mezi inflací a indexem PX silně pozitivní vztah, což odporuje teorii. Vysvětlením může být pozitivní



vztah mezi indexem PX a úrokovou mírou. Je pak tedy zřejmé, že i mezi inflací a indexem PX by měl být pozitivní vztah, neboť úroková míra a inflace jsou úzce propojeny. Cílem ČNB je zabezpečení měnové stability, k čemuž využívá nástroj cílování inflace. Pokud roste inflace, dochází k růstu úrokové sazby.

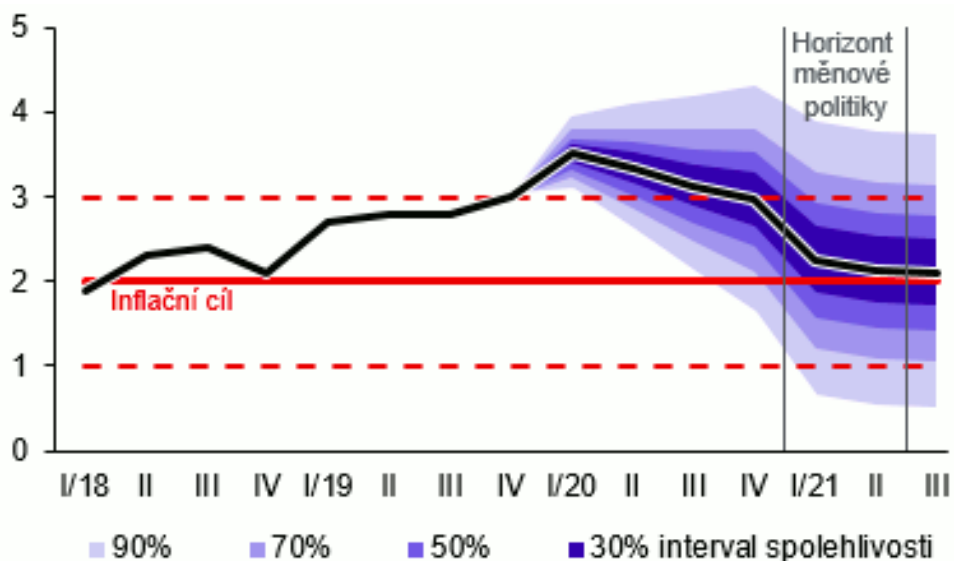
Dle predikce ČNB, kterou uvádí následující tabulka, lze do budoucna očekávat menší růst inflace, než tomu bylo v roce 2019. Tuto skutečnost potvrzuje i graf č. 4, jenž sestavila Česká národní banka. Je v něm zároveň zobrazeno, že se v budoucích letech inflace pravděpodobně přiblíží inflačnímu cíli 2 %, což je mimo jiné cílem ČNB.

Tabulka 5 Predikce vývoje míry inflace

Predikce vývoje míry inflace	2020	2021
<b>Míra inflace (průměr) [%]</b>	2,8	2,2

Zdroj: vlastní zpracování dle [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

Graf 4 Predikce vývoje inflace



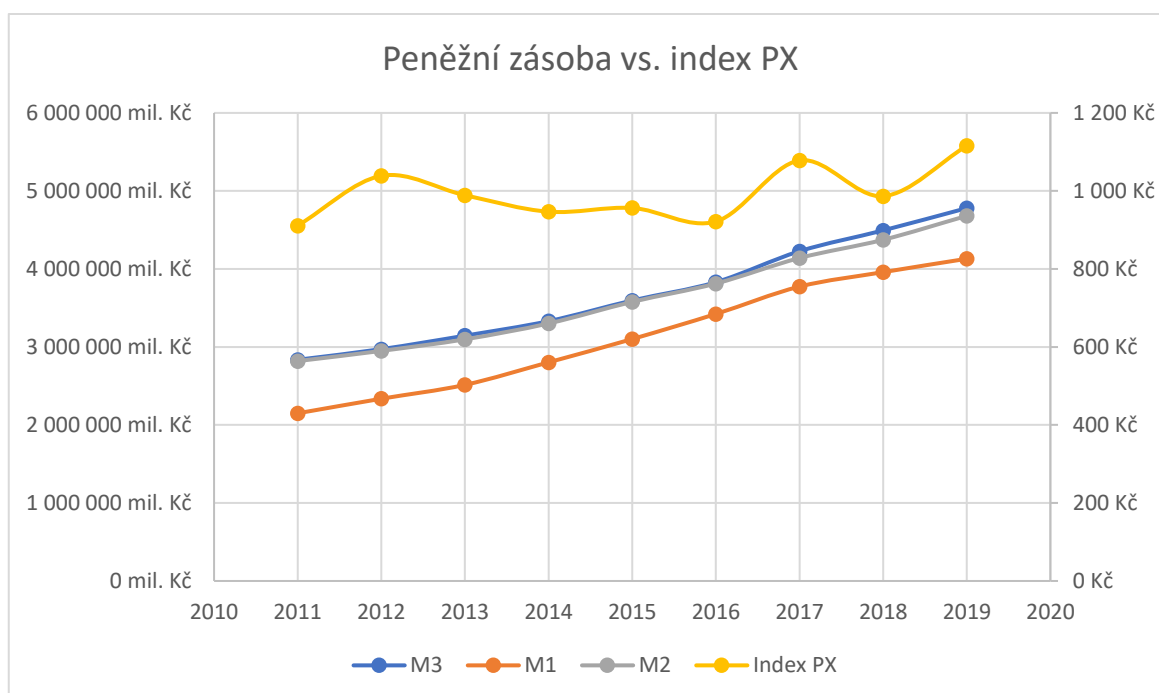
Zdroj: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

Dá se tedy říct, že jak dle inflace, tak i dle úrokové sazby, je možné očekávat pokles akciových kurzů.

## 5.4 Peněžní nabídka

Další ukazatel, jehož vliv na akciový kurz je v rámci globální fundamentální analýzy sledován, je peněžní nabídka. V teoretické části bylo rozebráno, že mezi těmito veličinami existuje pozitivní vztah. Zároveň se jedná o další ukazatel, jehož vývoj předbíhá vývoj akciového kurzu. Pro účely analýzy akcie Kofoly byla peněžní nabídka porovnána s indexem PX. Tento vztah zobrazuje následující graf.

Graf 5 Peněžní zásoba vs. index PX



Zdroj: vlastní zpracování dle [www.pse.cz](http://www.pse.cz) a [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

Ve výše uvedeném grafu je vidět, že peněžní agregáty vykazují v podstatě lineární růst, i přesto mezi indexem PX a peněžní nabídkou existuje pozitivní vztah, což potvrzuje i následující tabulka, kde je uvedena intenzita tohoto vztahu v podobě vypočítaných korelačních koeficientů pro všechny tři peněžní zásoby – M1, M2 a M3. Znamená to tedy, že pokud roste peněžní zásoba, roste rovněž akciový kurz. V tomto případě byly tedy teoretické poznatky potvrzeny.

Tabulka 6 Korelační koeficienty

Korelace mezi PX a M1, M2, M3	M1	M2	M3
<b>Korelační koeficient</b>	0,52	0,56	0,57

Zdroj: vlastní zpracování dle [www.pse.cz](http://www.pse.cz) a [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

## 5.5 Politické a ekonomické šoky

Akciové kurzy rovněž citlivě reagují na politické a ekonomické šoky. Je pro ně typické, že se vyskytnou náhle a je v podstatě nemožné je předvídat. Proto bývají důsledky ekonomických nebo politických šoků do značné míry tragické. V dnešní době, kdy probíhá pandemie koronaviru, již velmi rapidně klesají akciové kurzy většiny společností. Očekává se velmi negativní dopad na celou ekonomiku. Konkrétně cena akcií Kofoly klesala rovněž významně. Ke dni 1. dubna 2020 byla cena akcie Kofoly dle údajů, které zveřejňuje Patria, 208 Kč, přitom 52týdenní maximum je 314 Kč. Jak se vyvíjela cena akcie poslední měsíc, tedy od 27. února do 26. března 2020, zobrazuje následující graf uvedený společností Patria. Je vidět prudký pokles ceny akcie Kofoly právě mezi obdobími 13. - 16. března, kdy byla vyhlášena karanténa a stav nouze v České republice. Poté cena akcie začala pozvolna růst, ale nyní dochází opět k poklesu. Dá se předpokládat, že v průměru ceny akcie Kofoly budou kvůli tomuto šoku spojeného s pandemií daleko níže než roky předešlé.

Graf 6 Vývoj ceny akcie Kofola ČS



Zdroj: [www.patria.cz](http://www.patria.cz)

## 5.6 Vyhodnocení globální fundamentální analýzy

Pro přehlednost vztahů mezi jednotlivými makroekonomickými ukazateli a akciovým kurzem včetně dopadů jejich síly na vývoj akciového kurzu byla vytvořena tabulka č. 7, která shrnuje vztahy mezi zkoumanými makroekonomickými ukazateli a vývojem akciového kurzu včetně vypočítaných korelačních koeficientů. Nicméně nebyly zkoumány všechny makroekonomické ukazatele, proto se nedá stoprocentně určit jednoznačný budoucí vývoj akciového kurzu, respektive indexu burzy.

Tabulka 7 Shrnutí globální analýzy

Makroekonomický ukazatel	Korelační koeficient	Vliv na kurz
Úroková míra	0,42	pozitivní
Reálný výstup ekonomiky	0,61	pozitivní
Inflace	0,89	pozitivní
Peněžní nabídka	M1: 0,52; M2: 0,56; M3: 0,57	pozitivní

Zdroj: vlastní zpracování

Co se týče vyhodnocení vyzorovaných vztahů a jejich síly, největší vliv ze zkoumaných ukazatelů má na vývoj akciového kurzu inflace, která vykazuje korelaci s akciovým kurzem na hodnotě přibližně 0,89. Jelikož se dle ČNB předpokládá pokles míry inflace, měl by klesat i akciový kurz. Toto tvrzení potvrzuje i vztah mezi úrokovou mírou a akciovým kurzem, neboť se předpokládá pokles úrokové míry, tedy i pokles akciového kurzu. Dle vývoje HDP se předpokládá růst akciového kurzu, nicméně kvůli právě probíhající pandemii koronaviru, která aktuálně probíhá po celém světě, akciový kurz Kofoly klesá a pravděpodobně bude minimálně v roce 2020 vykazovat jednu z nejnižších hodnot za poslední dobu.

# 6 ODVĚTOVÁ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA

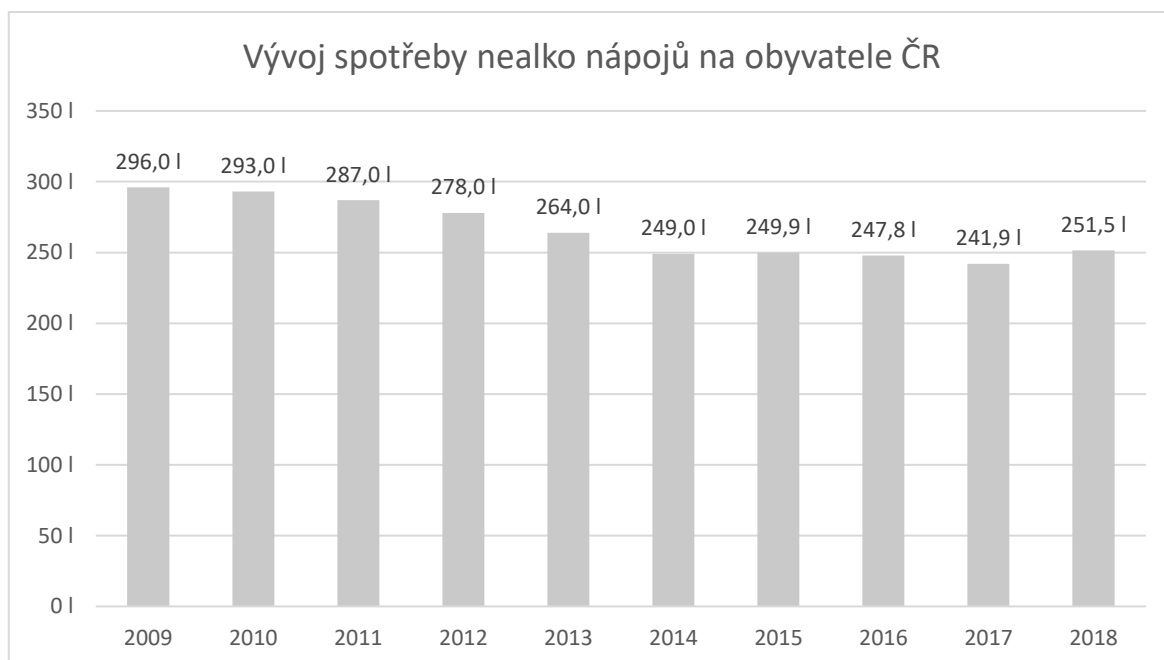
Druhou částí fundamentální analýzy je analýza odvětvová, která se zabývá zkoumáním odvětví, na kterém společnost Kofola působí. Zde již není zkoumán vztah makroekonomických ukazatelů, jako tomu bylo v globální fundamentální analýze, ale specifických faktorů, které jsou pro dané odvětví typické. Jelikož je Kofola výrobcem a distributorem nealkoholických nápojů, jistě bude poptávka po výrobcích ovlivněna i počasím. Vyšší teploty nepochybně zvyšují spotřebu nápojů. Proto bude tento faktor zohledněn a pravděpodobně bude patřit mezi nejvýznamnější faktory, které ovlivňují tržby společnosti. Mezi další významné odvětvové faktory patří životní cyklus odvětví, citlivost odvětví na hospodářský cyklus, tržní struktura odvětví a role regulačních orgánů. V následující části této práce tedy bude zkoumán vliv těchto faktorů na vývoj akciového kurzu, popřípadě zisk společnosti a její tržby.

## 6.1 Životní cyklus odvětví

V každé fázi životního cyklu odvětví je rozdílný vývoj tržeb, zisků a především akciových kurzů. Proto je vhodné hned z počátku analýzy vyhodnotit, ve které fázi životního cyklu se dané odvětví nachází.

V níže uvedeném grafu je možné vidět, že postupně klesá spotřeba nealkoholických nápojů. Mírný nárůst okolo roku 2015 a 2018 je pravděpodobně způsoben nárůstem venkovních teplot, neboť v roce 2015 a 2018 bylo léto velmi teplé.

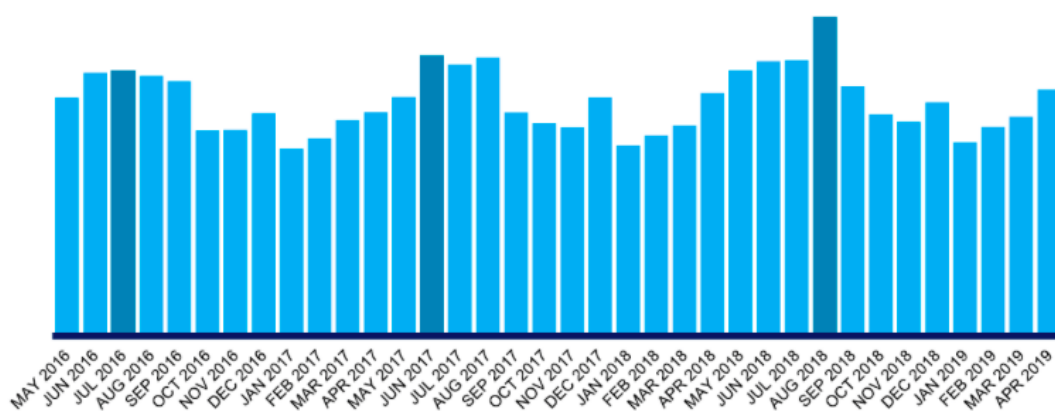
Graf 7 Vývoj spotřeby nealkoholických nápojů na obyvatele ČR



Zdroj: vlastní zpracování dle [www.csu.cz](http://www.csu.cz)

Pro ověření vztahu teplot a spotřeby nealkoholických nápojů byl mezi těmito dvěma ukazateli spočítán korelační koeficient, jehož hodnota je přibližně 0,86. Je tedy zřejmé, že se jedná o silně pozitivní vztah a na spotřebu nealkoholických nápojů má právě teplota vzduchu značný vliv. Zejména pak v letních měsících, kdy teploty stoupají opravdu vysoko. Jak se právě v letních měsících zvyšuje spotřeba, uvádí následující graf, který zpracovala společnost Nielsen.

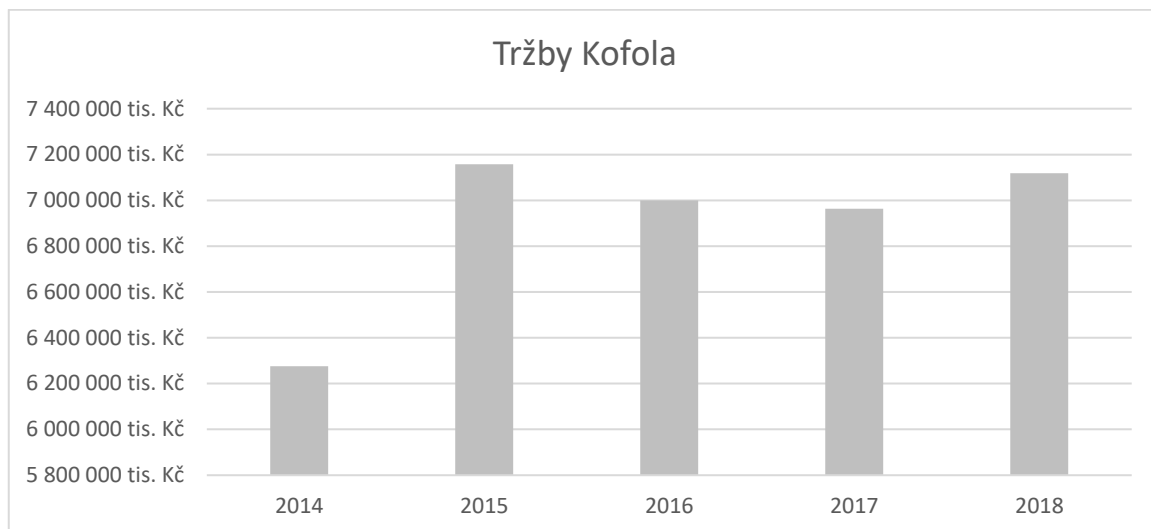
Graf 8 Vývoj spotřeby nealkoholických nápojů



Zdroj: [www.socr.cz](http://www.socr.cz)

Že se to projevilo rovněž v tržbách Kofoly, značí nárůst tržeb společnosti dle údajů z výročních zpráv Kofoly, které jsou zachycené v následujícím grafu.

Graf 9 Tržby Kofola



Zdroj: vlastní zpracování dle údajů z Výročních zpráv Kofola Československo, a.s., za období 2014-2018

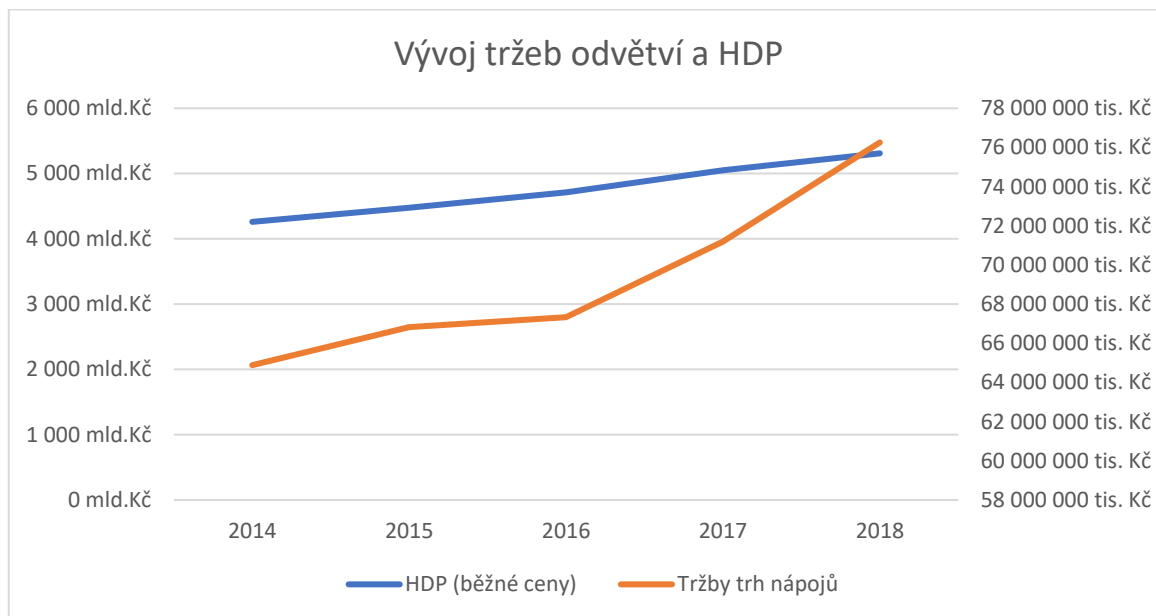
Nicméně i přesto, že v roce 2015 a 2018 došlo k výchylce kvůli abnormálně vysokým teplotám, je zřejmé, že dochází k poklesu tržeb, rovněž i zisků Kofoly. To je typické pro odvětví, které se nachází ve fázi stabilizace. Dalším typickým znakem pro fázi stabilizace je, že v daném odvětví působí společnosti, které jsou stabilní a mají rozhodující postavení na trhu. Toto je rovněž splněno, proto je možné usoudit, že je dané odvětví ve fázi stabilizace. Společnosti by tak měly v daném odvětví reagovat a zaměřit se na nový trend, kterým je aktuálně zdravý životní styl. To se Kofole poměrně velmi dobře daří zejména díky její značce UGO.

## 6.2 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus

Jeden ze způsobů, kterým je možné zjistit citlivost odvětví na hospodářský cyklus, je porovnání tržeb odvětví, respektive porovnání jeho hospodaření a HDP (reálného výstupu ekonomiky). Níže uvedený graf zobrazuje vývoj obou sledovaných veličin, na jehož základě je možné zařadit odvětví mezi cyklická. Důvodem je především silná vazba tržeb na jednotlivé hospodářské cykly. Tento závěr byl ověřen i výpočtem kore-

lačního koeficientu, který má hodnotu 0,96. Nicméně je nutné upozornit, že kvůli obtížné dostupnosti dat jsou porovnávány tržby z výroby nápojů, kde jsou zařazeny i alkoholické nápoje, tedy lihoviny, pivo a víno. Proto není možné určit citlivost se stoprocentní správností.

Graf 10 Vývoj tržeb odvětví a HDP



Zdroj: vlastní zpracování dle [www.csu.cz](http://www.csu.cz)

Alternativou k určení citlivosti odvětví na hospodářský cyklus je porovnání spotřeby nealkoholických nápojů s HDP. Korelační koeficient dosahuje výše přibližně -0,13, což značí opravdu velmi slabě negativní vztah. Hodnota korelačního koeficientu je blízko nule, proto je pravděpodobně možné potvrdit teoretický předpoklad, že se u výroby nealkoholických nápojů jedná o neutralitu odvětví.

## 6.3 Tržní struktura odvětví

Další faktor, který ovlivňuje tržby, zisky společností a akciové kurzy, je mimo jiné tržní struktura odvětví. Při analýze odvětví je důležité zohlednit konkurenci, cenotvorbu, bariéry na trhu a druh vyráběných produktů. Na základě této analýzy je pak možné vyhodnotit, zda se jedná o monopol, oligopol, dokonalou nebo nedokonalou konkurenci.



Na českém trhu je, dle údajů z výroční zprávy Kofoly z roku 2018, Kofola dvojkou na trhu nealkoholických nápojů, hned za společností Coca-Cola HBC ČR, s.r.o., přesto je ale považována za nejznámějšího výrobce nealkoholických nápojů v České republice. Dalšími významnými hráči na tomto trhu jsou například Mattoni 1873, a.s., Poděbradka, a.s. nebo Red Bull Česká republika, s.r.o., přičemž právě Coca-Cola a Mattoni jsou pro Kofolu největšími konkurenty, neboť mají dobré postavení na trhu a zároveň silný marketing, jsou spotřebitelům dobře známí a jejich produkty se těší velké oblíbenosti, navíc jejich portfolia produktů jsou srovnatelná s nabídkou produktů Kofoly.

Nicméně se dané společnosti nemusí tolik obávat toho, že by do odvětví vstoupila další společnost, neboť bariéry pro vstup na trh jsou veliké. Mezi hlavní bariéry pro vstup na trh patří vysoká kapitálová náročnost, úspory z rozsahu a přístup k distribučním kanálům. Také se dá v tomto odvětví hovořit o nutnosti velmi vysokých investic, aby bylo možné inovovat již existující výrobky. Proto právě náklady na inovaci a náklady na reklamní kampaně jsou pro společnosti v tomto odvětví velmi významnými položkami, neboť v tomto odvětví panuje mezi konkurenty veliká rivalita. Společnosti se snaží získat zákazníky nejen vysokou kvalitou svých výrobků, příznivou cenou, ale také atraktivní reklamou nebo vylepšením zákaznického servisu. Hlavní roli však hrají inovace, tedy prodej nových příchutí za využití nové formy propagace a podobně. Tlak substitučních výrobků má jednoduše velký význam. O tom se je možné přesvědčit i pohledem na rozsáhlé portfolio produktů, které společnosti nabízí.

Vliv dodavatelů, kteří prodávají společnosti základní suroviny sloužící pro výrobu produktů, hraje rovněž významnou roli. Nárůst cen dodávaných surovin vede k růstu nákladů prodávaného produktu společnosti, což se logicky odráží i v poklesu zisku společnosti. Jelikož společnosti v tomto odvětví vyrábějí substituční produkty, mají větší základních surovin potřebných pro výrobu produktů totožných. Mezi jednu z nejvýznamnějších dodávaných surovin v tomto odvětví lze řadit cukr. Vývoj cen cukru za poslední tři roky je zobrazen na následujícím grafu. Jak je možné vidět, k poslední výrazné změně došlo v březnu 2020, kdy nastal významný propad ceny cukru, neboť cena cukru klesla z 8 Kč za kilogram cukru na 6 Kč za kilogram cukru.

Graf 11 Vývoj ceny cukru (Kč/1 kg)



Zdroj: [www.kurzy.cz](http://www.kurzy.cz)

Jelikož cukr tvoří poměrně velké procento provozních nákladů, společnosti obvykle sjednávají roční kontrakty dle předpokládaného vývoje cen cukru, aby nárůst cen cukru neměl negativní vliv na finanční situaci společnosti.

Po zhodnocení všech aspektů tržní struktury odvětví, lze konstatovat, že výroba nealkoholických nápojů má charakter oligopolu.

## 6.4 Regulace

Každé odvětví je regulováno legislativou, díky které jsou dodržována práva a povinnosti subjektů. Pro správný vývoj každého trhu slouží dotace a subvence, ale také sankce například za porušení pravidel hospodářské soutěže a nedodržování zákonů. Poté, co firma danou sankci uhradí, vzrostou jí náklady a následně firmě klesne zisk i kurz akcie. Přesně opačně fungují dotace. Obecně se tedy dá říct, že regulace mohou ovlivňovat vývoj zisků a akciových kurzů daného odvětví.

Dále existují například regulační opatření týkající se omezení vstupu do odvětví, regulace cenotvorby a podobně. V případě odvětví nealkoholických nápojů je možné zmínit například roli regulačních orgánů v podobě ochrany spotřebitele, kdy je dohlíženo na normy a pravidla hygieny, aby nedošlo ke zdravotní újmě spotřebitele.

Další formou regulatorních orgánů může být potravinářská inspekce, která kontroluje kvalitu potravin používaných při výrobě. Nicméně i otázka ekologie je důležitá, proto je nutné zmínit dohled nad správnou likvidací plastových obalů.

Dané odvětví podléhá zákonu č. 180/2016 Sb., kterým je měněn zákon č. 110/1997 Sb., o potravinách a tabákových výrobcích. Dále vzhledem k tomu, že je Česká republika součástí EU, musí společnosti dodržovat i další nařízení Evropského parlamentu, která stanovují různé zásady týkající se potravinového práva. Na druhou stranu není odvětví regulováno ze strany vlády nebo formou licencí. Tudíž regulatorní orgány neovlivňují vývoj zisků, tržeb a akciových kurzů. Regulace slouží výhradně k ochraně spotřebitele.

## **6.5 Vyhodnocení odvětvové fundamentální analýzy**

V rámci odvětvové fundamentální analýzy bylo zkoumáno odvětví výroby nealkoholických nápojů v České republice. Byly analyzovány fáze životního cyklu odvětví, citlivost odvětví na hospodářský cyklus, tržní struktura odvětví a role regulatorních orgánů.

Na základě výsledků odvětvové fundamentální analýzy je možné říct, že se jedná o neutrální odvětví ve vztahu k vývoji HDP, zkoumané odvětví se nachází ve fázi stabilizace, přičemž k hlavním bariérám vstupu do odvětví patří vysoká kapitálová náročnost, obtížný přístup k distribučním kanálům a úspory z rozsahu. Tržní strukturu odvětví lze vyhodnotit jako oligopolní, kdy na trhu působí několik silných společností, které pro Kofolu představují konkurenci. Role regulatorních orgánů je především v ochraně spotřebitele, tedy zákazníků společností působících v analyzovaném odvětví nealkoholických nápojů.

Výsledkem odvětvové fundamentální analýzy je, že lze vztah mezi odvětvím a vývojem tržeb, zisků a akciových kurzů vyhodnotit jako neutrální.

# 7 PODNIKOVÁ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA

Poslední částí fundamentální analýzy je podniková fundamentální analýza, která si klade za cíl stanovit vnitřní hodnotu akcie. Tato vnitřní hodnota je pak porovnána s aktuálním kurzem platným na trhu a na základě toho je možné posoudit, zda je cena akcie podhodnocená, nadhodnocená nebo správně oceněná. Avšak před tím, než dojde k samotnému stanovování vnitřní hodnoty akcie, je dobré znát vstupní data pro stanovení její vnitřní hodnoty.

## 7.1 Vstupní data pro stanovení vnitřní hodnoty akcie

Mezi důležitá vstupní data, která slouží ke správnému stanovení vnitřní hodnoty akcie, patří požadovaná výnosová míra, míra růstu dividend a zisku, současná cena akcie a WACC. Je podstatné také nezapomenout na provedení finanční analýzy společnosti, která slouží především ke zhodnocení finančního zdraví společnosti.

### 7.1.1 Požadovaná výnosová míra

Pro výpočet požadované výnosové míry investora byl zvolen asi nejznámější model pro oceňování kapitálových aktiv, model CAPM (Capital Asset Pricing Model). V následující tabulce je sepsán výpočet požadované výnosové míry na základě tohoto modelu, který byl proveden podle vzorce uvedeného v teoretické části této práce.

Tabulka 8 Model CAPM

Model CAPM		
očekávaná výnosová míra		10,67 %
bezriziková výnosová míra	$r_f$	1,47 %
beta unlevered	$\beta$	0,61
beta levered	$\beta$	1,29
tržní výnosová míra	$r_m$	8,59 %
riziková prémie	$r_m - r_f$	7,12 %

Zdroj: vlastní zpracování dle [www.kurzy.cz](http://www.kurzy.cz), [people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html) a [http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)

Bezriziková výnosová míra byla stanovena na základě výnosu koše státních dluhopisů s průměrnou zbytkovou splatností 10 let (údaj ke dni 29. února 2020) ve výši 1,47 %. Hodnota beta faktoru pro odvětví byla převzata z dat poskytovaných Damodaranem, který uvádí hodnotu koeficientu beta pro odvětví „Beverage (soft)” 0,61. Beta levered pak byla přepočtena dle zadlužení společnosti na hodnotu 1,29. Riziková prémie byla rovněž převzata z dat od Damodarana, jenž uvádí hodnotu rizikové prémie pro Českou republiku 7,12 % (údaj ke dni 1. dubna 2020). Na základě všech těchto hodnot pak bylo možné spočítat požadovanou výnosovou míru pro rok 2020. Vypočítaná hodnota je 10,67 %. Tato hodnota pak bude použita při výpočtu vnitřní hodnoty akcie.

Stejným způsobem byly vypočítány i očekávané výnosové míry následujících let, do roku 2023, přičemž bylo počítáno se stejnými hodnotami jako ve výše uvedeném výpočtu v tabulce č. 8 a měnila se pouze beta levered podle plánované kapitálové struktury společnosti. Konkrétní vypočítané hodnoty očekávané výnosové míry jsou uvedeny v tabulce č. 10, kde je zobrazen výpočet WACC pro roky 2020–2023.

## 7.1.2 Cena akcie

Dle údajů uvedených ve výroční zprávě Kofoly pro rok 2018 Kofola vstoupila na Burzu cenných papírů Praha 1. října 2015, kdy byla měsíční průměrná cena akcie 495 Kč. Poté 1. prosince 2015 společnost navýšila svůj základní kapitál na hodnotu 2 229 500 tis. Kč a nabídla k úpisu 275 000 akcií, jejichž nominální hodnota byla 100 Kč za 1 akcii, přičemž upisovací cena těchto akcií byla určena na 510 Kč za kus. V roce 2018, konkrétně 13. srpna, valná hromada schválila snížení základního kapitálu na hodnotu

1 114 597 tis. Kč, jenž byl rozdělený na 22 295 000 upsaných akcií v nominální hodnotě 50 Kč za akcii.

Současná cena akcie se pohybuje daleko níže než v roce 2015, což je způsobeno zejména pandemií koronaviru. K rozhodnému datu ocenění, které je 1. dubna 2020, je současná cena akcie 208 Kč.

### 7.1.3 Míra růstu dividend

Míra růstu dividend je po požadované výnosové míře další významný vstupní údaj k výpočtu vnitřní hodnoty akcie, pro jejíž zjištění existuje několik metod. Za nejjednodušší metodu je považována metoda dle historické míry růstu dividend, jelikož se počítá pouze se dvěma hodnotami dividend, což je však zároveň bráno jako nevýhoda této metody, neboť výsledek může být do značné míry nepřesný.

Pro účely této práce byla vybrána metoda geometrického průměru, přičemž byla spočítána míra růstu dividend mezi jednotlivými lety. Tyto výsledky zobrazuje níže uvedená tabulka a následně byl z těchto hodnot spočítán geometrický průměr. Obecně je geometrický průměr více doporučován než průměr aritmetický, jelikož aritmetický průměr je citlivý na extrémní hodnoty, což by v tomto případě nebylo vhodné, poněvadž se dividendy vyplácené společností Kofola nevyvíjí rovnoměrně.

Tabulka 9 Míra růstu dividend

Míra růstu dividend	2014	2015	2016	2017	2018
Dividenda/akcii [Kč]	4,3	0,9	7	13,5	16,2
g mezi lety		- 0,79	0,77	0,93	0,2
g (geometrický průměr)	1,65 %				

Zdroj: vlastní zpracování dle údajů z výročních zpráv Kofola Československo, a.s., za období 2014-2018

### 7.1.4 WACC

Pro stanovení vnitřní hodnoty akcie pomocí modelu FCFF je nutné určit diskontní míru. V tomto případě byly jako diskontní míra zvoleny průměrné vážené náklady na kapitál, tedy WACC. Jejich výpočet zobrazuje následující tabulka, přičemž náklady

na vlastní kapitál byly spočítány za využití modelu CAPM, náklady na cizí kapitál byly dopočítány dle údajů z rozvahy a výkazu zisku a ztráty společnosti a ostatní údaje nutné pro výpočet WACC jsou čerpány z finančního plánu, konkrétně rozvahy společnosti, která je obsahem příloh č. 7 a č. 8. Je tím myšlena hodnota vlastního kapitálu a cizího úročeného kapitálu, kde je započítán jak krátkodobý, tak dlouhodobý úročený cizí kapitál.

Tabulka 10 WACC

WACC	Budoucnost			
	2020	2021	2022	2023
D [tis. Kč]	2 799 460	2 445 722	2 309 134	2 150 356
E [tis. Kč]	2 027 093	2 455 511	2 662 995	2 941 036
C [tis. Kč]	4 826 553	4 901 233	4 972 128	5 091 392
$r_d$	0,03	0,03	0,03	0,03
$r_e$	0,1067	0,0932	0,0886	0,0839
t	0,19	0,19	0,19	0,19
<b>WACC</b>	<b>0,059</b>	<b>0,059</b>	<b>0,059</b>	<b>0,059</b>

Zdroj: vlastní zpracování

## 7.2 Finanční analýza

Rovněž finanční analýza patří mezi základní stavební kameny fundamentální analýzy. Jejím hlavním cílem je zhodnocení finančního zdraví a finanční stability analyzované společnosti, v tomto případě Kofoly. Finanční analýza slouží dále jako podklad k prognózování budoucího vývoje společnosti, neboť data z minulosti a současnosti dávají analytikovi informace, z kterých by měl při predikci vycházet. V tomto případě je analyzováno období od roku 2014 do roku 2018.

Informace, ze kterých je při analýze vycházeno, jsou čerpány z výročních zpráv společnosti za toto období a z údajů o kapitálovém trhu, na kterém jsou akcie Kofoly obchodované. Dané výsledky pak poslouží i při stanovování vnitřní hodnoty akcie.

Dříve než však bude přistoupeno k analýze poměrových ukazatelů, je v níže prezentované tabulce zobrazen základní přehled zisků společnosti pro lepší orientaci. Kompletní výkazy zisku a ztráty jsou spolu s rozvahou za dané období uvedeny v příloze této práce.

*Tabulka 11 Zisky společnosti*

Zisk	2014	2015	2016	2017	2018
EAT [tis. Kč]	290 129	229 001	83 400	152 195	- 93 026
EBT [tis. Kč]	369 403	322 261	170 400	266 884	- 43 145
EBIT [tis. Kč]	442 825	434 679	263 897	291 722	37 695
EBITDA [tis. Kč]	914 820	947 880	786 900	856 950	605 027
NOPAT [tis. Kč]	347 795	308 886	129 161	166 359	81 275

Zdroj: vlastní zpracování dle údajů z výročních zpráv Kofola Československo, a.s., za období 2014-2018

## 7.2.1 Ukazatele rentability

V rámci analýzy poměrových ukazatelů rentability byly spočítány tři základní ukazatele rentability, a to rentabilita aktiv, rentabilita vlastního kapitálu a rentabilita tržeb, přičemž jejich vypočítané hodnoty zobrazuje následující tabulka.

*Tabulka 12 Ukazatele rentability*

Rentabilita	2014	2015	2016	2017	2018
ROA	7,43 %	5,12 %	3,29 %	4,43 %	0,57 %
ROE	11,26 %	7,98 %	3,04 %	7,71 %	-6,11 %
ROS	4,62 %	3,20 %	1,19 %	2,19 %	-1,31 %
ROA(1-t)	5,84 %	3,64 %	1,61 %	2,53 %	1,24 %

Zdroj: vlastní zpracování dle údajů z výročních zpráv Kofola Československo, a.s., za období 2014-2018

Rentabilita aktiv (ROA) byla nejnižší v posledním sledovaném roce, v roce 2018, neboť EBIT byl v tomto roce rovněž nejnižší, oproti roku 2017 klesl o 87,08 %, respektive 254 027 tis. Kč. Naopak nejvyšší byla rentabilita aktiv (7,43 %) v prvním roce sledovaného období, v roce 2014, kdy měla společnost největší EBIT. Podobně vysoký EBIT společnost vykazovala i v roce 2015, pouze o 1,84 % nižší, tudíž by měl mít ukazatel rentability aktiv podobnou hodnotu, ale jelikož v roce 2015 stoupla aktiva společnosti o 42,47 %, hodnota rentability aktiv je výrazně nižší než v roce 2014, a to 5,12 %. Nárůst



aktiv byl dle údajů z výroční zprávy Kofola pro rok 2015 způsoben zejména nákupem nových strojů na výrobu nápojů v plechovkách a nových skladovacích zařízení. Dále došlo také k nárůstu pohledávek a peněžních prostředků, které jsou uloženy v bance. Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) byla opět nejnižší v posledním roce, kdy dosahovala hodnoty – 6,11 %. Záporná hodnota rozhodně není žádoucí. Důvodem je záporná hodnota čistého zisku, tedy ztráta společnosti, kdy čistý zisk oproti roku 2017 poklesl o 161,12 %, tedy o 245 221 tis. Kč. Ani skutečnost, že byla hodnota vlastního kapitálu v roce 2018 nejnižší z celého sledovaného období, nepomohla dostat rentabilitu vlastního kapitálu za rok 2018 do kladných čísel. Významný propad rentability vlastního kapitálu také nastal v roce 2016, kdy ve srovnání s 8% hodnotou vykazovanou v předešlém a následujícím roce, měla hodnotu pouze 3,04 %. To bylo způsobené rovněž výrazným poklesem čistého zisku, mezi lety 2015 a 2016 o 63,58 %, tedy o 145 601 tis. Kč, přičemž vlastní kapitál zůstal mezi lety 2015 a 2016 téměř nezměněný, došlo k poklesu pouze o 4,55 %. Pokles zisku byl způsoben zejména reorganizací společnosti, neboť se Kofola Československo, a.s., stala mateřskou společností celé skupiny Kofola.

Rentabilita tržeb (ROS) se také pohybuje na poměrně nízkých hodnotách, v roce 2018 byla rovněž záporná, její hodnota dosahovala výše - 1,31 %. Důvodem ocitnutí se v záporných číslech bylo vykázání ztráty ve výši -93 026 tis. Kč, kdy čistý zisk, respektive ztráta, klesl oproti roku 2017 o 161,12 % a dostal se do záporných čísel. Naopak nejvyšší hodnotu měla rentabilita tržeb v roce 2014, a to 4,62 %. Ta pak začala rok od roku klesat. Výjimku představoval rok 2017, kdy vzrostl čistý zisk o 83,82 % a v důsledku toho vzrostl ukazatel rentability tržeb. Nicméně během celého sledovaného období vykazovala rentabilita tržeb poměrně nízké hodnoty.

## 7.2.2 Ukazatele likvidity

Další významné poměrové ukazatele představují ukazatele likvidity. V níže uvedené tabulce jsou zachycené hodnoty tří druhů likvidity za každý rok sledovaného období.

Tabulka 13 Ukazatele likvidity

Likvidita	2014	2015	2016	2017	2018
Běžná likvidita	0,76	0,88	0,84	0,65	0,90
Pohotová likvidita	0,58	0,75	0,71	0,47	0,69

Okamžitá likvidita	0,24	0,50	0,38	0,11	0,25
--------------------	------	------	------	------	------

Zdroj: vlastní zpracování dle údajů z výročních zpráv Kofola Československo, a.s., za období 2014-2018

Obecně se dá říct, že po čas sledovaného období společnost vykazovala kolísavý trend. Přičemž všechny tři druhy likvidity se vyvíjely stejně, to znamená, že pokud meziročně vzrostla běžná likvidita, stejně tak vzrostla i rychlá a peněžní likvidita, pouze se lišila míra jejich nárůstu a naopak.

Běžná likvidita dosahovala nejvyšší hodnoty v roce 2018, kdy její hodnota byla 0,9. Dalo by se očekávat, že nejvyšší hodnotu bude mít v roce 2015, kdy hodnota oběžných aktiv byla za celé sledované období nejvyšší, ale jelikož v roce 2015 byly rovněž nejvyšší krátkodobé závazky, není tomu tak, neboť právě výše krátkodobých závazků hodnotu likvidity snižuje, což rovněž vychází ze vzorce, který je uveden v teoretické části této práce. Naopak nejnižší hodnotu běžné likvidity společnost vykazovala v roce 2017, její hodnota byla 0,65. Celkově běžná likvidita po celou dobu sledovaného období vykazovala nižší hodnoty, než je doporučováno, neboť ani v jednom z roků oběžná aktiva nepřevyšovala krátkodobé závazky, což není žádoucí, protože to může odradit potencionální věřitele.

Pohotová likvidita měla nejvyšší hodnotu 0,75 v roce 2015 a nejnižší v roce 2017, kdy její hodnota byla 0,47. Souhrnně se však dá říct, že rovněž ani v jednom roce pohotová likvidita nedosahovala výše, která je doporučovaná, hodnoty pohotové likvidity byly v každém roce nižší než 1, což není dobré.

Podobně se během sledovaného období vyvíjela i peněžní likvidita, kdy nejvyšší hodnotu 0,5 měla také v roce 2015 a nejnižší 0,11 shodně v roce 2017. Avšak okamžitá likvidita již kromě roku 2017 vykazovala hodnoty, které doporučuje Scholleová (2017, s. 179), tedy v intervalu mezi 0,2 – 0,5.

## 7.2.3 Ukazatele aktivity

Následující tabulka zobrazuje vývoj dalších poměrových ukazatelů, ukazatelů aktivity.

Tabulka 14 Ukazatele aktivity

Aktivita	2014	2015	2016	2017	2018
Obrat aktiv	1,05	0,84	0,87	1,06	1,08
Obrat zásob	14,83	14,28	14,42	14,08	14,35
Doba obratu zásob	24,27	25,21	24,97	25,57	25,09
Obrat pohledávek	7,88	7,53	6,45	6,90	6,48
Doba obratu pohledávek	45,67	47,82	55,85	52,14	55,57
Obrat krát. závazků	2,67	1,85	1,89	2,53	2,88
Doba obratu krát. závazků	135,01	194,68	190,32	142,13	125,11
OCP (obratový cyklus peněz)	-65,08	-121,65	-109,50	-64,43	-44,45

Zdroj: vlastní zpracování dle údajů z výročních zpráv Kofola Československo, a.s., za období 2014-2018

Obrat aktiv se během sledovaného období nevyvíjel úplně příznivě, neboť minimální doporučená hodnota obratu aktiv je 1 a nad hodnotou 1 se obrat aktiv pohyboval pouze velmi těsně. V roce 2015 a 2016 byla hodnota obratu aktiv dokonce menší než 1. Důvodem byla nejvyšší hodnota aktiv vykazovaná právě v těchto letech. V roce 2017 a 2018 byl obrat aktiv vyšší než 1 díky významnému poklesu aktiv, který byl způsoben zejména poklesem peněžních prostředků o 79,62 %.

Obrat zásob se po celé sledované období pohybuje okolo hodnoty 14. Podobně se vyvíjí i doba obratu zásob, kterou si společnost udržuje po celou dobu okolo 25 dnů, což znamená, že mají zásobování pod kontrolou a s největší pravděpodobností tato hodnota negativně neovlivňuje chod podniku.

Doba obratu pohledávek je kratší než doba obratu krátkodobých závazků, a to po celou dobu sledovaného období, což znamená, že společnost své závazky plní pomaleji, než inkasuje své pohledávky. V roce 2015 a 2016 doba obratu krátkodobých závazků převyšovala dokonce půl roku, což se však společnosti během následujících let podařilo částečně zkrátit, neboť klesly jak závazky z obchodního styku, které však společnost splácí obvykle do 90 dnů, tak klesly i závazky z pořízení pozemků, budov a řízení. V roce 2018 byla doba obratu krátkodobých závazků již cca 4 měsíce.

## 7.2.4 Ukazatele zadluženosti

Níže uvedená tabulka zobrazuje ukazatele zadluženosti. Je zřejmé, že celková zadluženost společnosti narůstá, vyjma roku 2016, kdy nepatrně klesla, nicméně pouze zanedbatelně, jelikož pokles byl menší než 1 %. Rostoucí zadluženost se, jak již bylo výše zmíněno, mimo jiné negativně projevila na ROE, které během sledovaného období klesalo.

Tabulka 15 Ukazatele zadluženosti

Zadluženost	2014	2015	2016	2017	2018
Celková zadluženost	56,76 %	66,20 %	65,84 %	70,00 %	76,79 %
Míra zadluženosti	131,29%	195,83%	192,75%	233,28%	330,78%
Úrokové krytí	6,55	5,54	3,39	3,97	0,43

Zdroj: vlastní zpracování dle údajů z výročních zpráv Kofola Československo, a.s., za období 2014-2018

Po dobu sledovaného období cizí zdroje převyšovaly vlastní kapitál, neboť byla celková zadluženost společnosti každý rok vyšší než 50 %. Tomu odpovídají i hodnoty míry zadluženosti, které pro každý rok představují vyšší hodnotu než 100 %. Proč tomu tak bylo v roce 2018, je dle údajů z výroční zprávy Kofoly pro rok 2018 snížení základního kapitálu, na kterém se dohodla valná hromada společnosti, kdy hodnota základního kapitálu klesla o 50,01 %. Přičemž cizí zdroje meziročně vzrostly téměř o 10 %. Důvodem bylo především navýšení dlouhodobých úvěrů u bank, neboť společnost chtěla využít příznivých podmínek na finančním trhu, a zafinancovat tak akvizici RADENSKA d.o.o.

Úrokové krytí kromě roku 2018 dosahuje uspokojivé hodnoty, tedy pouze v tomto roce hrozilo, že by společnost nebyla schopna splácet své úroky, což bylo způsobeno poklesem zisku (EBIT) meziročně o 87,08 %. Nicméně výše peněžních prostředků byla v roce 2018 na pokrytí úroků dostatečná, tudíž k problémům se splacením úroků nedošlo.

## 7.2.5 Ukazatele kapitálového trhu

Níže uvedená tabulka zobrazuje základní ukazatele kapitálového trhu, jež jsou spočítány za sledované období dle údajů čerpaných nejen z účetních výkazů společnosti, ale rovněž z dalších údajů uvedených ve výročních zprávách společnosti.

Tabulka 16 Ukazatele kapitálového trhu

Kapitálový trh	2014	2015	2016	2017	2018
P/E	-	25,54	110,59	56,19	-86,65
EPS	13,16	16,86	3,87	7,12	-3,97
Poměr tržní ceny akcie a její účetní hodnoty	-	3,35	3,48	4,52	5,03
Dividendový výnos	-	0,21 %	1,64 %	3,37 %	4,71 %
Dividendový výplatní poměr	3,89 %	1,04 %	18,71 %	20,49 %	37,17 %
Aktivační poměr	96,11 %	98,96 %	81,29 %	79,51 %	62,83 %

Zdroj: vlastní zpracování dle údajů z výročních zpráv Kofola Československo, a.s., za období 2014-2018

Ukazatel P/E ratio kromě roku 2018, kdy je jeho hodnota záporná, vykazuje nadstandardní hodnoty. Podobně je tomu u ukazatele EPS, který určuje čistý zisk na akcii. Ten je však v roce 2018 záporný, což není pro akcionáře dobré.

Poměr tržní ceny akcie a její účetní hodnoty každý rok roste, což je pro společnost dobré znamení, neboť to znamená, že efektivně zhodnocuje vložený kapitál. Hodnota, kterou společnost tvoří, je větší, než kolik do ní vložili akcionáři.

Dividendový výnos rovněž každý rok roste, což je pro akcionáře příznivé, poněvadž to znamená, že akcionářům roste zhodnocení, kterého dosáhnou při výplatě dividendy. Je tomu tak i v roce 2018, kdy je sice zisk roku 2018 záporný, ale dividendy jsou vypláceny ze zisku roku 2017 a roků předešlých, tudíž je i v roce 2018 dividendový výnos kladný.

Dividendový výplatní poměr ukazuje, že každý rok společnost vyplácela dividendy. Avšak větší část zisku byla ponechána ve společnosti pro její další rozvoj, což ukazují hodnoty aktivačního poměru během sledovaného období.

## **7.2.6 Shrnutí finanční analýzy společnosti**

O analyzované společnosti je možné říct, že je finančně zdravá a stabilní, i přesto, že v roce 2018 vykazovala záporný zisk, s čímž byly spojené horší výsledky u řady ukazatelů za tento rok. Nicméně je známo z výroční zprávy společnosti, že tato skutečnost byla způsobena zejména snížením hodnoty aktiv v polském segmentu společnosti HOOP Polska Sp. z.o.o. a do dalších let je očekáván opět zisk společnosti a vylepšení hodnot celé řady poměrových ukazatelů.

## **7.3 Stanovení vnitřní hodnoty akcie**

Ke stanovení vnitřní hodnoty akcie je možné použít mnoho metod, z nichž některé byly popsány v teoretické části této práce. Pro ohodnocení akcií Kofoly bude v tomto případě použita výnosová metoda dle modelu FCFF, dividendový diskontní model, konkrétně Gordonův model, a metoda tržních násobitelů, za který byl zvolen ukazatel EBITDA. Původně bylo v plánu použít i ziskové modely, konkrétně ukazatel P/E ratio, ale jelikož společnost poslední rok vykazovala ztrátu, nemůže být tento model využit.

Nicméně dříve, než dojde k samotnému výpočtu vnitřní hodnoty akcie, je nutné vypracovat SWOT analýzu společnosti, která poslouží jako jeden z pokladů k odhadu finančního plánu společnosti na následujících 5 let, tedy do roku 2023, který je nutný pro možnost využití výnosových metod.

### **7.3.1 SWOT analýza**

Před odhadnutím finančního vývoje společnosti je nutné provést SWOT analýzu, která je uvedena v níže zobrazené tabulce.

Tabulka 17 SWOT analýza

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> <li>Jednička na slovenském trhu a dvojka na českém trhu (silné postavení společnosti)</li> <li>Silná značka, která je pozitivně vnímána</li> <li>Široká škála produktů</li> <li>Zkušený personál a management</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Silná vyjednávací schopnost odběratelů (maloobchodní řetězce), což snižuje marži</li> </ul>
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> <li>Růst díky akvizicím</li> <li>Zaměření na nový trend – zdravou stravu (UGO)</li> <li>Pokles cen vstupů</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Skokový růst cen vstupů</li> <li>Hospodářská krize</li> <li>Konkurence, která bude způsobovat cenovou válku</li> <li>Citlivost tržeb na počasí v letních měsících</li> </ul>

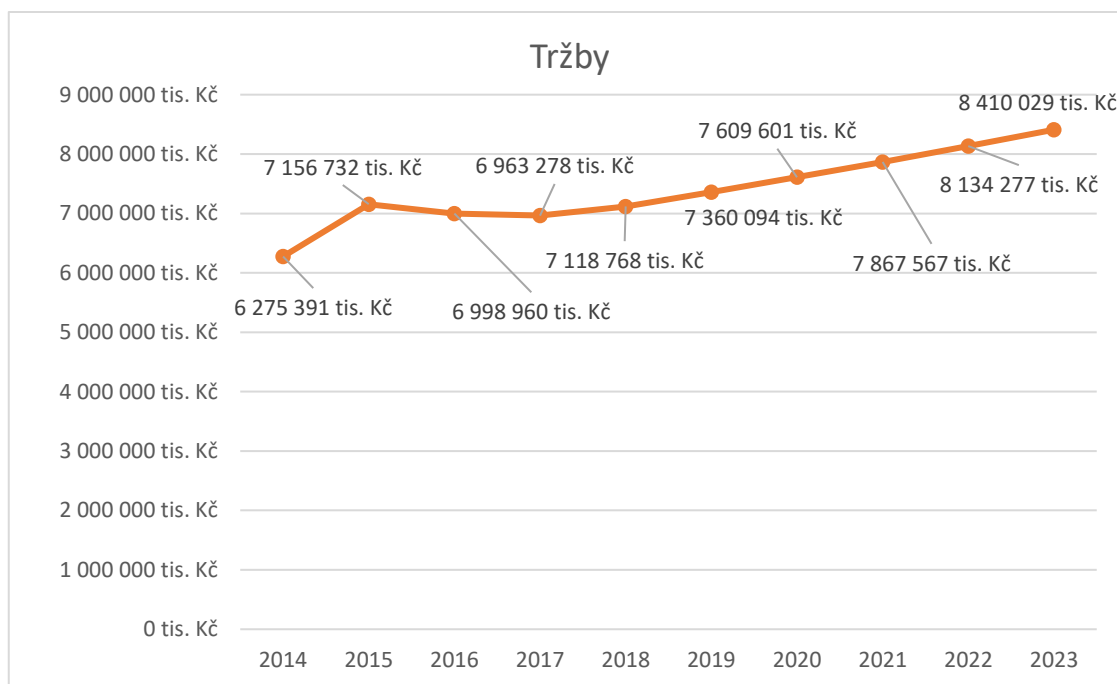
Zdroj: vlastní zpracování

Výše uvedené aspekty mohou ovlivnit výsledky hospodaření společnosti, proto je nutné k této analýze přihlídnout právě při tvorbě finančního plánu na následující roky, zejména při odhadu tržeb společnosti.

### 7.3.2 Predikce vývoje společnosti

Finanční plán společnosti byl stanoven na stejně dlouhé období, jako bylo období analyzovaných historických dat, tudíž na 5 let, od roku 2019 do roku 2023. Nejprve byl odhadnut růst tržeb trhu s nápoji, který byl spočítán za využití regresní analýzy v programu EXCEL. K tomuto výpočtu byla využita korelace mezi dosavadními tržbami trhu s nápoji a HDP, jejichž korelace má hodnotu téměř 62 %. Tržby trhu s nápoji na následujících 5 let tedy byly spočítány dosazením do lineární regresní rovnice, jejíž koeficient determinace je 93 %, což bylo vyhodnoceno jako dostačující vysvětlovací schopnost, a proto byla tato rovnice použita. Tempo růstu tržeb pak bylo vypočítáno z těchto odhadnutých hodnot a jeho konečný výsledek je 3,14 %. Nicméně tempo růstu tržeb Kofoly bylo odhadnuto nepatrně větší, neboť je předpokládáno, že nové významné akvizice zejména v oblasti zdravého životního stylu, který je v současnosti největším trendem, které má Kofola v plánu, způsobí rychlejší růst tržeb samotné Kofoly než celého trhu s nápoji. Proto bylo tempo růstu tržeb Kofoly stanoveno ve výši 3,39 %. Níže uvedený graf názorně zobrazuje předpokládaný vývoj tržeb, jenž byl pro následující období odhadnut.

Graf 12 Tržby a jejich plán



Zdroj: vlastní zpracování dle údajů z výročních zpráv Kofola Československo, a.s., za období 2014-2018

Na základě stanoveného tempa růstu tržeb byl naplánován výkaz zisku a ztráty na následujících 5 let, a stejně tak byla naplánovaná i rozvaha, přičemž oba účetní výkazy byly odhadnuty metodou procentního podílu na tržbách. Plán rozvahy i plán výkazu zisku a ztráty je uveden v příloze této práce.

### 7.3.3 Dividendové diskontní modely

Dividendový diskontní model lze mezi investory považovat za nejpoužívanější model pro stanovení vnitřní hodnoty akcie. Tento model vychází z předpokladu, že je vnitřní hodnota akcie součtem budoucích zisků z akcie, kterými je myšlena výplata dividend, případně prodejní kurz, pokud přichází v úvahu prodej akcie. Pro stanovení vnitřní hodnoty akcie Kofoly byl zvolen Gordonův model, tedy jednostupňový diskontní model s nekonečnou dobou držby. Výpočet na základě tohoto modelu uvádí následující tabulka.



Tabulka 18 Gordonův model

Gordonův model $V = \frac{D*(1+g)}{k-g}$	
Běžná dividenda D	16,2
Výnosová míra k	10,67 %
Míra růstu dividend g	1,65 %
<b>Vnitřní hodnota akcie</b>	<b>182,53 Kč</b>

Zdroj: vlastní zpracování dle údajů z výročních zpráv Kofola Československo, a.s., za období 2014-2018

Gordonův model ve výpočtu pracuje s hodnotou budoucí dividendy, která je získána na základě hodnoty běžné dividendy za rok 2018, jež byla vyplácena ze zisků roku 2017 a roků předešlých. Tato hodnota byla převedena do budoucna za využití dividendové míry růstu, jež byla výše spočítána a vyšla 1,65 %. Výnosová míra  $r_e$  byla rovněž dříve spočítána pomocí modelu CAPM a její hodnota je pro rok 2020 10,67 %. Po dosažení těchto hodnot do Gordonova modelu byla získána vnitřní hodnota akcie ve výši 182,53 Kč, což je hodnota nižší, než je současná cena akcie ke dni ocenění 1. dubna 2020. Je tedy možné říct, že je akcie Kofoly nadhodnocená.

### 7.3.4 FCFF model

V níže zobrazené tabulce je uveden výpočet volného peněžního toku firmy podle vzorce, který byl uveden v teoretické části práce, přičemž hodnoty položek pro rok 2020-2023 jsou čerpány z finančního plánu, který je možné nalézt v příloze této práce.

Tabulka 19 FCFF v tis. Kč

rok	Budoucnost			
	2020	2021	2022	2023
EBIT	353 846	546 796	654 809	769 518
EBITx(1-t)	286 616	442 905	530 396	623 309
Odpisy	600 433	622 489	646 642	672 572
CF z provozní činnosti	887 048	1 065 394	1 177 038	1 295 881
Změna pracovního kapitálu	- 55 432	- 93 868	- 96 626	- 57 949
Investice	747 686	780 038	819 163	857 784
<b>FCFF [tis. Kč]</b>	<b>194 794</b>	<b>379 224</b>	<b>454 500</b>	<b>496 046</b>

Zdroj: vlastní zpracování dle údajů z výročních zpráv Kofola Československo, a.s., za období 2014-2018

Položky EBIT a odpisy jsou ve finančním plánu přímo uvedeny, tudíž ty jsou pro výpočet FCFF získány nejjednodušeji, nicméně ani získání hodnoty položky  $EBITx(1-t)$  není obtížné, neboť EBIT je již ve výpočtové tabulce uveden a daňová sazba byla ve finančním plánu určena na 19 %. CF z provozní činnosti představuje pouhý součet odpisů a položky  $EBITx(1-t)$ . Změna pracovního kapitálu je vypočítána sečtením zásob, pohledávek, peněžních prostředků a odečtením nezpoptatných krátkodobých závazků pro daný rok. Od této hodnoty pro daný rok je pak odečtena hodnota roku předcházejícího a výsledek poté představuje změnu pracovního kapitálu. Zatímco hodnota položky investice je spočítána součtem dlouhodobého majetku hmotného a dlouhodobého majetku nehmotného, kdy je opět od součtu majetku daného roku odečtena hodnota majetku předešlého roku a k této hodnotě jsou dále přičteny odpisy daného roku. Po výpočtu všech těchto hodnot je již možné spočítat hodnotu FCFF, kdy je od CF z provozní činnosti odečtena změna pracovního kapitálu a nové investice. Konkrétní hodnoty pro jednotlivé roky jsou zobrazeny ve výše uvedené tabulce, přičemž budou využity v následujících výpočtech.

V níže uvedených výpočtech je zobrazeno samotné stanovení vnitřní hodnoty akcie, které je provedeno dvoufázovou metodou diskontovaného cash flow, kdy první fáze trvá od roku 2020 do roku 2023 a druhá fáze představuje pokračující fázi od roku 2024 dále.

Následující tabulka uvádí výpočet první fáze dle vzorce uvedeného v teoretické části práce, kdy je jako diskontní sazba použito již výše vypočítané WACC. Nicméně v roce 2020 je zohledněno, že je ocenění provedeno k 1. 4. 2020, tudíž je FCFF diskontováno hodnotou  $(1+WACC)$ , ale umocněno hodnotou  $9/12$ , nikoliv hodnotou 1. Výsledná současná hodnota 1. fáze vznikla součtem diskontovaných FCFF daných let a činí 1 271 858 tis. Kč.

Tabulka 20 FCFF 1. fáze v tis. Kč

FCFF 1. fáze	Budoucnost			
	k 1. 4. 2020	2021	2022	2023
1. fáze	146 096	379 224	454 500	496 046
Diskont	1,04	1,11	1,17	1,24
Diskontované FCFF	139 957,0	343 108,2	388 401,3	400 391,1
<b>Současná hodnota 1. fáze</b>	<b>1 271 858</b>			

Zdroj: vlastní zpracování dle údajů z výročních zpráv Kofola Československo, a.s., za období 2014-2018

Pro výpočet 2. fáze FCFF, jež je uveden v níže uvedené tabulce, bylo určeno pokračující WACC 6,8 %, neboť se předpokládá, že v budoucnu bude bezriziková výnosová míra dosahovat vyšší hodnoty, než je tomu nyní. Za posledních 20 let měla bezriziková úroková míra nejnižší hodnotu 0,24 % a nejvyšší 7,64 %. V průměru byla její hodnota dle údajů České národní banky 3,33 %. Z důvodu dodržení zásady opatrnosti je v tomto výpočtu počítáno právě s touto výší bezrizikové výnosové míry. Hodnota pokračujícího WACC je tak stanovena na 6,8 %.

Dále bylo určeno pokračující tempo růstu dle odhadu HDP pro rok 2020, tedy 2,1 %, které stanovila Česká národní banka. Pokračující diskontované FCFF pak bylo vypočítáno dle následujícího vzorce, kdy je počítáno s diskontovaným FCFF pro rok 2023.

$$\text{Pokračující diskont FCFF} = \text{diskontované FCFF} \times (1 + g)$$

Současná hodnota 2. fáze byla spočtena následovně.

$$\text{Hodnota 2. fáze} = \frac{\text{pokračující diskont FCFF}}{WACC - g}$$

Výsledná současná hodnota pokračující fáze vyšla 8 697 857 tis. Kč, jak rovněž uvádí níže uvedená tabulka č. 21.

Tabulka 21 FCFF 2. fáze

FCFF pokračující fáze	2024 a dál
Pokračující WACC	0,068
g	0,021
Pokračující diskont FCFF [tis. Kč]	408 799,3
<b>Současná hodnota 2. fáze [tis. Kč]</b>	<b>8 697 857</b>

Zdroj: vlastní zpracování dle údajů z výročních zpráv Kofola Československo, a.s., za období 2014-2018

Nyní je již možné spočítat vnitřní hodnotu akcie, neboť lze jednoduše získat hodnotu podniku pro vlastníky a věřitele sečtením hodnoty první a druhé fáze, jež byla výše spočítána. Od této hodnoty podniku se odečte zpoplatněný cizí kapitál, čímž vznikne netto hodnota podniku. Ta je pouze vydělena počtem akcií, díky čemuž je získána vnitřní hodnota akcie, která vyšla 325,61 Kč. Jelikož je tato hodnota vyšší než tržní cena akcie k 1. 4. 2020, znamená to, že je akcie podhodnocena.

Tabulka 22 FCFF – vnitřní hodnota akcie

Současná hodnota 1. fáze [tis. Kč]	1 271 858
Současná hodnota 2. fáze [tis. Kč]	8 697 857
<b>Současná hodnota podniku [tis. Kč]</b>	<b>9 969 715</b>
Dluh 2020 [tis. Kč]	2 711 172
<b>Hodnota netto [tis. Kč]</b>	<b>7 258 543</b>
Počet akcií	22 291 948
<b>Vnitřní hodnota akcie</b>	<b>325,61 Kč</b>

Zdroj: vlastní zpracování dle údajů z výročních zpráv Kofola Československo, a.s., za období 2014-2018

### 7.3.5 Metoda ocenění na základě tržních násobitelů

Poslední použitou metodou ke stanovení vnitřní hodnoty akcie společnosti je metoda ocenění na základě tržních násobitelů, které jsou často používány pro svoji jednoduhost, ale také z důvodu korekce výnosových metod, neboť ty jsou založené především na subjektivní predikci finančního plánu, který často nemusí být precizně proveden. Nicméně i pečlivé finanční plány jsou subjektivní záležitostí. Proto je dle Kollera, Goedharta a Wesselse (2010, s. 261) doporučováno, pokud společnost generuje ale-

spoň malé finanční výsledky, odhadnout hodnotu společnosti, potažmo akcie, i metodu tržních násobitelů. Je však důležité danou společnost porovnávat se společnostmi ze stejného odvětví a mající stejnou fázi růstu, aby výsledky nebyly zkreslené.

Pro tuto analýzu byl zvolen násobitel EV/EBITDA. Hodnota EV/EBITDA pro odvětví nealkoholických nápojů byla dohledána na webových stránkách Damodarana, kde je uvedeno, že je hodnota počítána na základě výsledků 16 firem a její hodnota je 12,72. Poté byla hodnota akcie spočítána vynásobením daného násobitele hodnotou EBITDA za rok 2018, čímž byla získána brutto hodnota společnosti. Od této hodnoty byl odečten zpoplatněný cizí kapitál za rok 2018, čímž byla získána netto hodnota společnosti. Následně byla tato hodnota vydělena počtem emitovaných akcií, čímž byla získána hodnota akcie, jejíž hodnota je 214,53 Kč. Je tedy opět vyšší než tržní hodnota akcie k datu 1. dubna 2020, tudíž je možné říct, že je akcie podhodnocena.

Tabulka 23 Tržní násobitel EV/EBITDA

EV/EBITDA trh nápojů	12,72
Hodnota společnosti [tis. Kč]	7 695 943
Dluh 2018 [tis. Kč]	2 913 724
<b>Hodnota akcie</b>	<b>214,53 Kč</b>

Zdroj: vlastní zpracování dle údajů z výročních zpráv Kofola Československo, a.s., za období 2014-2018 a [www.pages.stern.nyu.edu.cz](http://www.pages.stern.nyu.edu.cz)

### 7.3.6 Shrnutí firemní fundamentální analýzy

V této kapitole, která má za cíl shrnout firemní fundamentální analýzu, je možné konstatovat, že se mi podařilo stanovit vnitřní hodnotu akcie. Ke stanovení vnitřní hodnoty akcie bylo použito několik metod, přičemž na základě výsledků daných metod převažuje investiční doporučení, akcii nakoupit. Hlavní důvod, proč je výsledné stanovisko takové, je jednoznačně pandemie koronaviru, která momentálně probíhá po celém světě a výrazně zasáhla celosvětovou ekonomiku. Kvůli této krizi rapidně klesly tržní ceny velké většiny akcií, včetně akcií Kofoly.

Za nejvíce relevantní modely, které byly použity, považuji Gordonův dividendový diskontní model a model tržního násobitele EV/EBITDA, neboť poslední model, který jsem použila k ocenění, výnosový model FCFF je velmi subjektivní a hodně závislý

na sestaveném finančním plánu, který jsem se sice snažila sestavit pečlivě, ale je vidět, že výsledná cena akcie je od ostatních dvou modelů nejvíce odchýlena.

Vnitřní hodnoty akcie vypočítané za využití Gordonova dividendového diskontního modelu a tržního násobitele EV/EBITDA se pohybují víceméně na úrovni tržní hodnoty akcie. Nicméně jedna metoda, Gordonův dividendový diskontní model, hodnotí akcii jako podhodnocenou, a druhá metoda, metoda tržního násobitele EV/EBITDA, jako nadhodnocenou. Souhrnné výsledky provedených metod uvádí níže uvedená tabulka č. 24.

Závěrečné investiční doporučení zní akci nakoupit, nejen z důvodu, že k tomu vedou výsledky větší části provedených metod, ale také proto, že se nyní cena akcie Kofoly dle historických dat pohybuje na spodní cenové hranici a byl na základě provedené odvětvové analýzy a analýzy společnosti potvrzen potenciál trhu a růstový potenciál firmy.

*Tabulka 24 Výstupy ocenění*

Metoda	Vnitřní hodnota	Tržní hodnota	Doporučení
FCFF model	325,61 Kč	208 Kč	Nákup
Gordonův dividendový diskontní model	182,53 Kč		Prodej
Tržní násobitel EV/EBITDA	214,53 Kč		Nákup

Zdroj: vlastní zpracování

# ZÁVĚR

Hlavním cílem mé diplomové práce bylo provedení fundamentální analýzy, následný výpočet vnitřní hodnoty akcie společnosti Kofola Československo, a.s., a na základě porovnání vnitřní hodnoty akcie a tržní ceny akcie k rozhodnému datu ocenění stanovení investičního doporučení, tedy zda akcie zakoupit, nebo prodat.

V teoretické části práce byly nejprve rozebrány základní pojmy týkající se kapitálového trhu, srovnány přístupy k analýze cenných papírů a následně popsány teoretické předpoklady fundamentální analýzy.

V praktické části byla krátce představena analyzovaná společnost, Kofola Československo, a.s., a poté se již přistoupilo k samotné fundamentální analýze. V globální fundamentální analýze byl sledován vztah makroekonomických ukazatelů, konkrétně inflace, reálného výstupu ekonomiky, peněžní nabídky a úrokové míry na vývoj akciového kurzu. Výsledek globální fundamentální analýzy odhalil, že se předpokládá pokles akciového kurzu.

V druhém celku praktické části, který se věnoval odvětvové fundamentální analýze, bylo zkoumáno odvětví, ve kterém společnost působí, respektive vliv faktorů pro dané odvětví typických, na vývoj akciového kurzu, popřípadě tržeb a zisků společnosti. Byla věnována pozornost odvětvovým faktorům, mezi které patří životní cyklus odvětví, citlivost odvětví na hospodářský cyklus, tržní struktura odvětví a role regulatorních orgánů. Dané odvětví bylo vyhodnoceno ve fázi stabilizace s neutrální citlivostí na hospodářský cyklus. Tržní struktura byla vyhodnocena jako oligopolní, jelikož je na trhu nealkoholických nápojů několik významných hráčů, kteří jsou pro analyzovanou společnost konkurencí. Výsledný vztah mezi odvětvím a vývojem tržeb, zisků a akciových kurzů lze tedy vyhodnotit jako neutrální.

Poslední, stěžejní, celek praktické části se zabýval podnikovou fundamentální analýzou. Nejprve byla provedena finanční analýza společnosti a na základě výsledků z ní plynoucích byla společnost vyhodnocena jako finančně zdravá a schopna tvořit hodnotu. Poté byla pro účely sestavení finančního plánu provedena SWOT analýza, jež posloužila k přesnější predikci vývoje společnosti. Finanční plán na následujících pět let

byl odhadnut pro potřeby výnosové oceňovací metody za využití modelu FCFF, jež byla použita pro stanovení vnitřní hodnoty akcie. Mezi další metody, jež byly pro výpočet vnitřní hodnoty akcie použity, patří Gordonův diskontní model a metoda tržních násobitelů za využití tržního násobitele EV/EBITDA.

Vypočítané vnitřní hodnoty akcie byly posléze porovnány s tržní cenou akcie k datu 1. dubna 2020, které bylo určeno jako rozhodné datum ocenění a na základě tohoto srovnání bylo stanoveno investiční doporučení pro investory.

Výsledné doporučení zní akcie nakoupit, neboť vnitřní hodnota akcie je ve dvou ze tří počítaných metod vyšší než tržní cena akcie k datu 1. dubna 2020. Znamená to tedy, že jsou akcie podhodnoceny a pro potenciální investory je nákup akcii společnosti Kofola Československo, a.s., s přihlédnutím k aktuálně velmi nízké tržní ceně akcie výhodný. Výpočtem vnitřní hodnoty akcie a stanovením investičního doporučení pro investory tak byl cíl mé diplomové práce splněn.



# SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

## Knižní zdroje

- 1) GLADIŠ, Daniel, 2006. *Naučte se investovat. 2., rozšíř. vyd.* Praha: Grada. Finance. ISBN 978-80-247-1205-5.
- 2) GRAHAM, Benjamin a David DODD. *Security Analysis: The Classic 1940. Second Edition.* McGraw-Hill, 1940. ISBN 978-0-07-141228-5.
- 3) KISLINGEROVÁ, Eva, 2010. *Manažerské finance. 3. vyd.* Praha: C. H. Beck. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-194-9.
- 4) KISLINGEROVÁ, Eva, 2001. *Oceňování podniku. 2. přeprac. a dopl. vyd.* Praha: C. H. Beck. ISBN 80-7179-529-1.
- 5) KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA, 2009. *Finanční analýza: krok za krokem.* Praha: C. H. Beck. ISBN 80-7179-321-3.
- 6) KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ, Daniel REMEŠ a Karel ŠTEKER, 2017. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady. 3., kompletně aktualizované vydání.* Praha: Grada. ISBN 978-80-271-0563-2.
- 7) KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS. *Valuation: measuring and managing the value of companies. 5. vyd.* Hoboken, N.J.: Wiley, 2010, s. 261. ISBN 978-0-470-42465-0.
- 8) KUBÍČKOVÁ, Dana a Irena JINDŘICHOVSKÁ, 2015. *Finanční analýza a hodnocení výkonnosti firmy.* Praha: C.H. Beck. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-538-1.
- 9) MAŘÍK, Miloš, 2011. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd.* Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-67-5.
- 10) MUSÍLEK, Petr, 1999. *Trhy cenných papírů.* Praha: EKOPRESS. ISBN 80-86119-55-6.
- 11) PAVLÁT, Vladislav, 1992. *Kapitálové trhy a burzy ve světě.* Praha: Grada. ISBN 80-85424-90-8.
- 12) REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy. 4., aktualiz. a rozš. vyd.* Praha: Grada, 2014. ISBN 978-80-247-3671-6.
- 13) SCHOLLEOVÁ, Hana, 2017. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy. 3., aktualizované vydání.* Praha: Grada Publishing. Expert (Grada). ISBN 978-80-271-0413-0.
- 14) VESELÁ, Jitka, 2003. *Analýzy trhu cenných papírů.* Praha: Oeconomica. ISBN 80-245-0506-1.

- 15) VESELÁ, Jitka, 2019. *Investování na kapitálových trzích*. 3. vydání. Praha: Wolters Kluwer ČR. ISBN 978-80-7598-212-4.
- 16) VESELÁ, Jitka, 2007. *Investování na kapitálových trzích v příkladech*. Praha: Oeconomica. ISBN 978-80-245-1166-5.

## Elektronické zdroje

- 1) ARAD – Systém časových řad – Česká národní banka. *Peněžní agregáty* [online], 2020. Česká národní banka [cit. 2020-03-11]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.PARAMETRY\\_SE-STAVY?p\\_\\_sestuid=40676&p\\_\\_strid=AAAG&p\\_\\_lang=CS](https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SE-STAVY?p__sestuid=40676&p__strid=AAAG&p__lang=CS)
- 2) *Betas by Sector* [online], 2020. Damodaran [cit. 2020-03-05]. Dostupné z: [http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)
- 3) *Country Default Spreads and Risk Premiums* [online], 2020. Damodaran [cit. 2020-04-01]. Dostupné z: [http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)
- 4) *Cukr č. 11 - ceny a grafy cukru č. 11, vývoj ceny cukru č. 11 1kg - 3 roky - měna CZK* [online], 2020. Kurzy.cz, spol. s r.o [cit. 2020-03-20]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/komodity/cukr-graf-vyvoje-ceny/1kg-czk-3-roky>
- 5) *Data: current* [online], 2020. Damodaran [cit. 2020-04-01]. Dostupné z: [http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html)
- 6) Detail akcie KOFOLA ČS graf - Patria.cz. *Investice, ekonomika a finance, kurzy, akcie, měny a komodity - Patria.cz* [online]. Copyright © 1997 [cit. 2020-04-24]. Dostupné z: <https://www.patria.cz/akcie/9501d010-d622-4769-8271-65abe186d68f/kofola-cs/graf.html>
- 7) *HDP 2020, vývoj hdp v ČR* [online], 2020. Kurzy.cz, spol. s r.o [cit. 2020-03-05]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/tabulka-2-urokove-sazby-financnich-trhu/pribor-1m/>
- 8) Kofola kupuje Karlovarskou Korunní a Ondrášovku - Patria.cz. *Investice, ekonomika a finance, kurzy, akcie, měny a komodity - Patria.cz* [online]. Copyright © 1997 [cit. 2020-04-24]. Dostupné z: <https://www.patria.cz/zpravodajstvi/4293197/kofola-kupuje-karlovarskou-korunni-a-ondrasovku.html>
- 9) *PRIBOR 1M (Úrokové sazby finančních trhů [%]) - ekonomika ČNB* [online], 2020. Kurzy.cz, spol. s r. o. [cit. 2020-03-16]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/tabulka-2-urokove-sazby-financnich-trhu/pribor-1m/>
- 10) *Příběh Kofoly* [online], 2020. Kofola [cit. 2020-03-10]. Dostupné z: <https://www.kofola.cz/pribeh-kofoly>

- 11) PX | Prague Stock Exchange. *Prague Stock Exchange* [online]. Copyright © 2020 [cit. 24.04.2020]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/indexy/hodnoty-indexu/detail/XC0009698371>
- 12) Sbíрка listin Kofola Československo, a.s. Výroční zpráva 2014. *Justice.cz* [online]. [cit. 2020-03-10]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=715045>
- 13) Sbíрка listin Kofola Československo, a.s. Výroční zpráva 2015. *Justice.cz* [online]. [cit. 2020-03-10]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=715045>
- 14) Sbíрка listin Kofola Československo, a.s. Výroční zpráva 2016. *Justice.cz* [online]. [cit. 2020-03-10]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=715045>
- 15) Sbíрка listin Kofola Československo, a.s. Výroční zpráva 2017. *Justice.cz* [online]. [cit. 2020-03-10]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=715045>
- 16) Sbíрка listin Kofola Československo, a.s. Výroční zpráva 2018. *Justice.cz* [online]. [cit. 2020-03-10]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=715045>
- 17) Svaz obchodu a cestovního ruchu ČR | SOCR.cz. *Tisková zpráva NIELSEN* [online]. Copyright © [cit. 24.04.2020]. Dostupné z: [http://www.socr.cz/file/5277/04062019\\_Tisková\\_zpráva\\_NIELSEN\\_Pijeme%20v%C3%ADc%20nealkoholických%20nápojů.pdf](http://www.socr.cz/file/5277/04062019_Tisková_zpráva_NIELSEN_Pijeme%20v%C3%ADc%20nealkoholických%20nápojů.pdf)
- 18) *Výnosy státních dluhopisů* [online], 2020. Kurzy.cz, spol. s r.o. [cit. 2020-03-12]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/statistika-financnich-trhu/kapitalovy-trh/vynosy-statnich-dluhopisu/AEBA/>
- 19) ÚOHS: Kofola může převzít Ondrášovku a Karlovarskou korunní | Investičníweb.cz. *Zpravodajský portál pro investory | Investičníweb.cz* [online]. Copyright © [cit. 24.03.2020]. Dostupné z: <https://www.investicniweb.cz/news-uohs-kofola-muze-prevzit-ondrasovku-a-karlovarskou-korunni/>
- 20) Zákon č. 180/2016 Sb. *Zákony pro lidi – Sbíрка zákonů ČR v aktuálním konsolidovaném znění* [online]. Copyright © [cit. 2020-03-15]. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2016-180>

# SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1 Vývoj tržeb v daných etapách životního cyklu odvětví .....	20
Obrázek 2 Struktura skupiny .....	52
Obrázek 3 Hlavní značky společnosti .....	54

# SEZNAM TABULEK

Tabulka 1 Typy a rysy tržní struktury odvětví .....	24
Tabulka 2 Kalkulace FCFF.....	45
Tabulka 3 Predikce vývoje úrokové sazby 3M PRIBOR .....	56
Tabulka 4 Predikce vývoje HDP .....	58
Tabulka 5 Predikce vývoje míry inflace .....	59
Tabulka 6 Korelační koeficienty .....	61
Tabulka 7 Shrnutí globální analýzy .....	62
Tabulka 8 Model CAPM .....	71
Tabulka 9 Míra růstu dividend.....	72
Tabulka 10 WACC.....	73
Tabulka 11 Zisky společnosti.....	74
Tabulka 12 Ukazatele rentability .....	74
Tabulka 13 Ukazatele likvidity .....	75
Tabulka 14 Ukazatele aktivity .....	77
Tabulka 15 Ukazatele zadluženosti.....	78
Tabulka 16 Ukazatele kapitálového trhu .....	79
Tabulka 17 SWOT analýza .....	81
Tabulka 18 Gordonův model .....	83
Tabulka 19 FCFF v tis. Kč.....	83
Tabulka 20 FCFF 1. fáze v tis. Kč .....	85
Tabulka 21 FCFF 2. fáze.....	86
Tabulka 22 FCFF – vnitřní hodnota akcie.....	86
Tabulka 23 Tržní násobitel EV/EBITDA.....	87
Tabulka 24 Výstupy ocenění.....	88

# SEZNAM GRAFŮ

Graf 1 PRIBOR vs. index PX .....	56
Graf 2 HDP vs. index PX.....	57
Graf 3 Inflace vs. index PX.....	58
Graf 4 Predikce vývoje inflace .....	59
Graf 5 Peněžní zásoba vs. index PX .....	60
Graf 6 Vývoj ceny akcie Kofola ČS.....	61
Graf 7 Vývoj spotřeby nealkoholických nápojů na obyvatele ČR .....	64
Graf 8 Vývoj spotřeby nealkoholických nápojů .....	64
Graf 9 Tržby Kofola.....	65
Graf 10 Vývoj tržeb odvětví a HDP.....	66
Graf 11 Vývoj ceny cukru (Kč/1 kg) .....	68
Graf 12 Tržby a jejich plán.....	82

# SEZNAM PŘÍLOH

Příloha 1 Rozvaha Kofola Československo, a.s., v letech 2014 a 2015 .....	99
Příloha 2 Výkaz zisku a ztráty Kofola Československo, a.s., v letech 2014 a 2015 .....	100
Příloha 3 Rozvaha Kofola Československo, a.s., 2016 .....	101
Příloha 4 Výkaz zisku a ztráty Kofola Československo, a.s., 2016 .....	102
Příloha 5 Rozvaha Kofola Československo, a.s., v letech 2017 a 2018 .....	103
Příloha 6 Výkaz zisku a ztráty Kofola Československo, a.s., v letech 2017 a 2018 .....	104
Příloha 7 Finanční plán – Rozvaha – aktiva (pouze vybrané položky) .....	105
Příloha 8 Finanční plán – Rozvaha – pasiva (pouze vybrané položky) .....	106
Příloha 9 Finanční plán – Výkaz zisku a ztráty (pouze vybrané položky) .....	107



# PŘÍLOHY

## Příloha 1 Rozvaha Kofola Československo, a.s., v letech 2014 a 2015

Aktiva	Pozn.	31.12.2015 tis. Kč	31.12.2014 tis. Kč
<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>		<b>5 095 724</b>	<b>4 171 985</b>
Budovy, stroje a zařízení	4.9	3 508 993	2 823 390
Goodwill	4.10	86 302	87 986
Nehmotná aktiva	4.10	1 176 524	1 064 370
Investice do přidružených společností	4.11	155 921	181 385
Ostatní pohledávky	4.13	56 348	11 478
Ostatní nefinanční aktiva		14 833	396
Odložená daňová pohledávka	4.7	96 803	2 980
<b>Oběžná aktiva</b>		<b>3 395 290</b>	<b>1 787 877</b>
Aktiva určená k prodeji		3 506	-
<b>Oběžná aktiva mimo aktiva určená k prodeji</b>		<b>3 391 784</b>	<b>1 787 877</b>
Zásoby	4.12	501 093	423 051
Pohledávky z obchodního styku a jiné pohledávky	4.13	934 452	793 602
Pohledávky z daně z příjmů		16 231	2 460
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty	4.14	1 940 008	568 764
<b>Aktiva celkem</b>		<b>8 491 014</b>	<b>5 959 862</b>
<b>Kapitál a závazky</b>			
<b>Vlastní kapitál připadající vlastníkům Kofola ČeskoSlovensko a.s.</b>		<b>2 820 969</b>	<b>2 569 449</b>
Základní kapitál	1.5	2 229 500	151 499
Ážio a reorganizační kapitálové fondy	1.5	(1 962 871)	-
Ostatní kapitálové fondy	1.5	2 085 568	2 004 024
Fondy z přepočtů cizí měny	1.5	166 710	235 031
Vlastní akcie	1.5	-	(2 811)
Nerozdělené zisky	1.5	302 062	181 706
<b>Vlastní kapitál připadající nekontrolním podílům</b>	4.15.5	<b>49 233</b>	<b>7 380</b>
<b>Vlastní kapitál celkem</b>	1.5	<b>2 870 202</b>	<b>2 576 829</b>
<b>Dlouhodobé závazky</b>		<b>1 750 669</b>	<b>1 029 534</b>
Bankovní půjčky a výpomoci	4.18	994 323	456 297
Vydané dluhopisy	4.17	325 885	323 814
Závazky z finančního leasingu	4.21	199 620	74 632
Rezervy	4.16	24 940	3 649
Jiné závazky	4.19	47 903	34 440
Odložený daňový závazek	4.7	157 998	136 702
<b>Krátkodobé závazky</b>		<b>3 870 143</b>	<b>2 353 499</b>
Bankovní půjčky a výpomoci	4.18	1 637 805	556 708
Vydané dluhopisy	4.17	3 657	3 707
Závazky z finančního leasingu	4.21	55 600	40 607
Závazky z obchodního styku a další závazky	4.19	1 975 230	1 634 692
Závazky k dani z příjmu		1 399	29 980
Jiné finanční závazky		-	325
Rezervy	4.16	196 452	87 480
<b>Závazky celkem</b>		<b>5 620 812</b>	<b>3 383 033</b>
<b>Kapitál a závazky celkem</b>		<b>8 491 014</b>	<b>5 959 862</b>

Zdroj: Výroční zpráva Kofola Československo, a.s., 2015 (s. B-3)

Příloha 2 Výkaz zisku a ztráty Kofola Československo, a.s., v letech 2014 a 2015

Konsolidovaný výkaz zisku a ztráty	Pozn.	2015 tis. Kč	2014 tis. Kč
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	4.1	6 755 305	6 199 737
Tržby za prodej zboží a materiálu	4.1	401 427	75 654
<b>Tržby</b>		<b>7 156 732</b>	<b>6 275 391</b>
Náklady na prodeje výrobků a služeb	4.2	(3 968 770)	(3 810 655)
Náklady vynaložené na prodané zboží a materiál	4.2	(361 734)	(70 704)
<b>Náklady na prodeje</b>		<b>(4 330 504)</b>	<b>(3 881 359)</b>
<b>Hrubý zisk</b>		<b>2 826 228</b>	<b>2 394 032</b>
Obchodní, marketingové a distribuční náklady	4.2	(1 898 428)	(1 607 706)
Administrativní náklady	4.2	(446 855)	(317 937)
Ostatní provozní výnosy	4.3	134 544	14 856
Ostatní provozní náklady	4.4	(180 810)	(40 420)
<b>Provozní zisk</b>		<b>434 679</b>	<b>442 825</b>
Finanční výnosy	4.5	20 961	7 885
Finanční náklady	4.6	(129 990)	(93 247)
Podíl na zisku/(ztrátě) přidružených společností	4.11	(3 389)	11 940
<b>Zisk před zdaněním</b>		<b>322 261</b>	<b>369 403</b>
Daň z příjmů	4.7	(93 260)	(79 274)
<b>Čistý zisk za období</b>		<b>229 001</b>	<b>290 129</b>
<i>Případající na:</i>			
Podíly akcionářů mateřského podniku		227 657	290 438
Nekontrolní podíly		1 344	(309)
<b>Zisk na akcii připadající na akcionáře společnosti (v Kč)</b>			
Základní zisk na akcii	4.8	10.31	13.16*
Zředěný zisk na akcii	4.8	10.31	13.16*

\* odrážející dopad reorganizace kapitálu v roce 2015

Zdroj: Výroční zpráva Kofola Československo, a.s., 2015 (s. B-1)

Příloha 3 Rozvaha Kofola Československo, a.s., 2016

Aktiva	Pozn.	31.12.2016
		tis. Kč
<b>Dlouhodobá aktiva</b>		<b>4 915 863</b>
Budovy, stroje a zařízení	4.9	3 442 624
Goodwill	4.10	86 302
Nehmotná aktiva	4.10	1 164 092
Investice do přidružených společností	4.11	67 782
Ostatní pohledávky		51 142
Ostatní nefinanční aktiva		2 440
Odložená daňová pohledávka	4.7	101 481
<b>Oběžná aktiva</b>		<b>3 104 020</b>
Aktiva určená k prodeji	4.9	111 715
<b>Oběžná aktiva mimo aktiva určená k prodeji</b>		<b>2 992 305</b>
Zásoby	4.12	485 440
Pohledávky z obchodního styku a jiné pohledávky	4.13	1 081 680
Pohledávky z daně z příjmů		4 171
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty	4.14	1 421 014
<b>Aktiva celkem</b>		<b>8 019 883</b>
<b>Kapitál a závazky</b>		
		tis. Kč
<b>Vlastní kapitál připadající vlastníkům Kofola Československo a.s.</b>		<b>2 736 572</b>
Základní kapitál	1.5	2 229 500
Ážio a reorganizační kapitálové fondy	1.5	(1 962 871)
Ostatní kapitálové fondy	1.5	2 075 994
Fondy z přepočtů cizí měny	1.5	165 925
Vlastní akcie	1.5	(915)
Nerozdělené zisky	1.5	228 939
<b>Vlastní kapitál připadající nekontrolním podílům</b>	4.15.6	<b>2 896</b>
<b>Vlastní kapitál celkem</b>	1.5	<b>2 739 468</b>
<b>Dlouhodobé závazky</b>		<b>1 580 357</b>
Bankovní půjčky a výpomoci	4.18	880 318
Vydané dluhopisy	4.17	327 072
Závazky z finančního leasingu	4.21	167 295
Rezervy	4.16	27 002
Jiné závazky	4.19	15 925
Odložený daňový závazek	4.7	162 745
<b>Krátkodobé závazky</b>		<b>3 700 058</b>
Bankovní půjčky a výpomoci	4.18	1 672 723
Vydané dluhopisy	4.17	3 668
Závazky z finančního leasingu	4.21	58 603
Závazky z obchodního styku a další závazky	4.19	1 779 351
Závazky k dani z příjmů		17 562
Jiné finanční závazky		10 916
Rezervy	4.16	157 235
<b>Závazky celkem</b>		<b>5 280 415</b>
<b>Kapitál a závazky celkem</b>		<b>8 019 883</b>

Zdroj: Výroční zpráva Kofola Československo, a.s., 2016 (s. B-3)

Příloha 4 Výkaz zisku a ztráty Kofola Československo, a.s., 2016

Konsolidovaný výkaz zisku a ztráty	Pozn.	2016 tis. Kč
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	4.1	6 506 401
Tržby za prodej zboží a materiálu	4.1	492 559
<b>Tržby</b>		<b>6 998 960</b>
Náklady na prodeje výrobků a služeb	4.2	(3 792 363)
Náklady vynaložené na prodané zboží a materiál	4.2	(418 133)
<b>Náklady na prodeje</b>		<b>(4 210 496)</b>
<b>Hrubý zisk</b>		<b>2 788 464</b>
Obchodní, marketingové a distribuční náklady	4.2	(1 910 997)
Administrativní náklady	4.2	(444 957)
Ostatní provozní výnosy	4.3	84 491
Ostatní provozní náklady	4.4	(56 267)
Snižování hodnoty aktiv	4.9, 4.11	(196 837)
<b>Provozní zisk</b>		<b>263 897</b>
Finanční výnosy	4.5	12 329
Finanční náklady	4.6	(104 911)
Podíl na zisku/(ztrátě) přidružených společností	4.11	(915)
<b>Zisk před zdaněním</b>		<b>170 400</b>
Daň z příjmů	4.7	(87 000)
<b>Čistý zisk za období</b>		<b>83 400</b>
<i>Případající na:</i>		
Podíly akcionářů mateřského podniku		86 373
Nekontrolní podíly		(2 973)
<b>Zisk na akcii připadající na akcionáře společnosti (v Kč)</b>		
Základní zisk na akcii	4.8	3.87
Zředěný zisk na akcii	4.8	3.87

Zdroj: Výroční zpráva Kofola Československo, a.s., 2016 (s. B-1)

Příloha 5 Rozvaha Kofola Československo, a.s., v letech 2017 a 2018

Aktiva	Pozn.	31.12.2018 tis. Kč	31.12.2017 tis. Kč
<b>Dlouhodobá aktiva</b>		<b>4 348 833</b>	<b>4 786 195</b>
Budovy, stroje a zařízení	4.10	2 959 954	3 384 892
Goodwill	4.11	93 467	86 302
Nehmotná aktiva	4.11	1 054 524	1 090 190
Investice do přidružených společností	4.12	66 894	70 260
Ostatní pohledávky	4.14	118 959	70 703
Ostatní aktiva		2 261	2 317
Odložená daňová pohledávka	4.8	52 774	81 531
<b>Oběžná aktiva</b>		<b>2 214 197</b>	<b>1 792 673</b>
Zásoby	4.13	496 103	494 508
Pohledávky z obchodního styku a jiné pohledávky	4.14	1 095 035	994 155
Pohledávky z daně z příjmů		3 759	14 416
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty	4.15	619 300	289 594
<b>Aktiva celkem</b>		<b>6 563 030</b>	<b>6 578 868</b>
<b>Kapitál a závazky</b>	<b>Pozn.</b>	<b>31.12.2018 tis. Kč</b>	<b>31.12.2017 tis. Kč</b>
<b>Vlastní kapitál připadající vlastníkům Kofola Československo a.s.</b>		<b>1 531 669</b>	<b>1 977 670</b>
Základní kapitál	4.16	1 114 597	2 229 500
Ážio a reorganizační kapitálové fondy	4.16	-1 962 871	-1 962 871
Ostatní kapitálové fondy	4.16	2 438 776	2 048 985
Fondy z přepočtů cizí měny	4.16	28 954	37 030
Distribuční fond	4.16	618 331	-
Vlastní akcie	4.16	-490 208	-491 565
Nerozdělený zisk/(akumulovaná ztráta)	4.16	-215 910	116 591
<b>Vlastní kapitál připadající nekontrolním podílům</b>	4.16.6	<b>-8 156</b>	<b>-3 684</b>
<b>Vlastní kapitál celkem</b>	1.5	<b>1 523 513</b>	<b>1 973 986</b>
<b>Dlouhodobé závazky</b>		<b>2 565 592</b>	<b>1 855 652</b>
Bankovní půjčky a výpomoci	4.19	2 308 429	1 480 488
Závazky z finančního leasingu	4.22	88 288	112 867
Rezervy	4.17	34 063	85 483
Jiné závazky	4.20	28 470	-
Odložený daňový závazek	4.8	106 342	176 814
<b>Krátkodobé závazky</b>		<b>2 473 925</b>	<b>2 749 230</b>
Bankovní půjčky a výpomoci	4.19	605 295	682 025
Vydané dluhopisy	4.18	-	332 513
Závazky z finančního leasingu	4.22	47 490	57 573
Závazky z obchodního styku a další závazky	4.20	1 697 724	1 630 999
Závazky k dani z příjmů		38 936	5 300
Rezervy	4.17	84 480	40 820
<b>Závazky celkem</b>		<b>5 039 517</b>	<b>4 604 882</b>
<b>Kapitál a závazky celkem</b>		<b>6 563 030</b>	<b>6 578 868</b>

Zdroj: Výroční zpráva Kofola Československo, a.s., 2018 (s. B-3)

Příloha 6 Výkaz zisku a ztráty Kofola Československo, a.s., v letech 2017 a 2018

Konsolidovaný výkaz zisku a ztráty	Pozn.	2018 tis. Kč	2017 tis. Kč
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	4.1, 4.2	6 532 693	6 409 682
Tržby za prodej zboží a materiálu	4.1, 4.2	586 075	553 596
<b>Tržby</b>		<b>7 118 768</b>	<b>6 963 278</b>
Náklady na prodeje výrobků a služeb	4.3	-3 550 753	-3 648 402
Náklady vynaložené na prodané zboží a materiál	4.3	-506 169	-485 679
<b>Náklady na prodeje</b>		<b>-4 056 922</b>	<b>-4 134 081</b>
<b>Hrubý zisk</b>		<b>3 061 846</b>	<b>2 829 197</b>
Obchodní, marketingové a distribuční náklady	4.3	-2 197 986	-2 094 727
Administrativní náklady	4.3	-468 901	-395 783
Ostatní provozní výnosy	4.4	72 882	127 535
Ostatní provozní náklady	4.5	-84 392	-62 114
Snížení hodnoty aktiv	4.10, 4.11, 4.30	-345 754	-112 386
<b>Provozní zisk/(ztráta)</b>		<b>37 695</b>	<b>291 722</b>
Finanční výnosy	4.6	11 466	71 707
Finanční náklady	4.7	-115 269	-108 391
Podíl na zisku/(ztrátě) přidružených společností	4.12	22 963	11 846
<b>Zisk/(ztráta) před zdaněním</b>		<b>-43 145</b>	<b>266 884</b>
Daň z příjmů	4.8	-49 881	-114 689
<b>Čistý zisk/(ztráta) za období</b>		<b>-93 026</b>	<b>152 195</b>
<i>Případající na:</i>			
Podíly akcionářů Kofola ČeskoSlovensko a.s.		-88 554	158 775
Nekontrolní podíly		-4 472	-6 580
<b>Zisk/(ztráta) na akciích připadající na akcionáře společnosti (v Kč)</b>			
Základní zisk/(ztráta) na akciích	4.9	-3,97	7,12

Zdroj: Výroční zpráva Kofola Československo, a.s., 2018 (s. B-1)

Příloha 7 Finanční plán – Rozvaha – aktiva (pouze vybrané položky)

ROZVAHA (v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>6 658 408</b>	<b>6 798 752</b>	<b>6 934 364</b>	<b>7 068 256</b>	<b>7 252 652</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>4 467 551</b>	<b>4 619 804</b>	<b>4 788 353</b>	<b>4 955 874</b>	<b>5 133 086</b>
Budovy, stroje a zařízení	3 137 551	3 325 804	3 525 353	3 736 874	3 961 086
Budovy, stroje a zařízení KB	2 990 000	3 019 000	3 050 000	3 080 000	3 111 000
Nehmotná aktiva	1 004 000	963 000	921 000	882 000	843 000
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>2 190 857</b>	<b>2 178 948</b>	<b>2 146 012</b>	<b>2 112 383</b>	<b>2 119 566</b>
Zásoby	515 207	532 672	550 730	569 399	588 702
Pohledávky z obchodního styku a jiné pohledávky	1 042 189	1 077 520	1 114 047	1 151 814	1 190 860
Pohledávky z daně z příjmů	8 832	9 132	9 441	9 761	10 092
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty	624 629	559 625	471 793	381 408	329 911

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha 8 Finanční plán – Rozvaha – pasiva (pouze vybrané položky)

ROZVAHA (v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>6 658 408</b>	<b>6 798 753</b>	<b>6 934 364</b>	<b>7 068 256</b>	<b>7 252 652</b>
<b>Vlastní kapitál celkem</b>	<b>1 706 096</b>	<b>2 027 093</b>	<b>2 455 511</b>	<b>2 662 995</b>	<b>2 941 036</b>
<b>Vlastní kapitál připadající vlastníkům Kofola Československo a.s.</b>	<b>1 716 096</b>	<b>2 037 093</b>	<b>2 465 511</b>	<b>2 672 995</b>	<b>2 951 036</b>
Základní kapitál	1 114 597	1 114 597	1 114 597	1 114 597	1 114 597
Ážio a reorganizační kapitálové fondy	- 1 962 871	- 1 962 871	- 1 962 871	- 1 962 871	- 1 962 871
Ostatní kapitálové fondy	1 990 169	2 057 636	2 127 390	2 199 509	2 274 072
Fondy z přepočtu cizí měny	60 000	60 000	60 000	60 000	60 000
Distribuční fond	618 331	618 331	618 331	618 331	618 331
Vlastní akcie	-	-	-	-	-
Nerozdělený zisk/(akumulovaná ztráta)	- 104 130	149 400	508 065	643 429	846 907
<b>Vlastní kapitál připadající nekontrolním podílům</b>	<b>- 10 000</b>	<b>- 10 000</b>	<b>- 10 000</b>	<b>- 10 000</b>	<b>- 10 000</b>
<b>Závazky celkem</b>	<b>4 952 312</b>	<b>4 771 660</b>	<b>4 478 853</b>	<b>4 405 262</b>	<b>4 311 616</b>
<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>2 109 843</b>	<b>1 832 832</b>	<b>1 440 399</b>	<b>1 263 804</b>	<b>1 063 663</b>
Bankovní půjčky a výpomoci	1 846 743	1 569 732	1 177 299	1 000 704	800 563
Vydané dluhopisy	-	-	-	-	-
Závazky z finančního leasingu	88 288	88 288	88 288	88 288	88 288
Rezervy	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000
Jiné závazky	28 470	28 470	28 470	28 470	28 470
Odložený daňový závazek	106 342	106 342	106 342	106 342	106 342
<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>2 842 468</b>	<b>2 938 828</b>	<b>3 038 454</b>	<b>3 141 458</b>	<b>3 247 953</b>
Bankovní půjčky a výpomoci	1 088 603	1 141 440	1 180 135	1 220 142	1 261 504

Zdroj: vlastní zpracování



Příloha 9 Finanční plán – Výkaz zisku a ztráty (pouze vybrané položky)

Výkaz zisku a ztráty (v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
Tržby z prodeje výrobků a služeb	6 697 686	6 924 737	7 159 485	7 402 192	7 653 126
Tržby za prodej zboží	662 408	684 864	708 081	732 085	756 903
<b>Tržby</b>	<b>7 360 094</b>	<b>7 609 601</b>	<b>7 867 566</b>	<b>8 134 277</b>	<b>8 410 029</b>
Náklady na prodeje výrobků a služeb	3 680 047	3 804 801	3 933 783	4 067 139	4 120 914
Náklady vynaložené na prodané zboží	294 404	304 384	314 703	325 371	336 401
<b>Náklady na prodej</b>	<b>3 974 451</b>	<b>4 109 185</b>	<b>4 248 486</b>	<b>4 392 510</b>	<b>4 457 315</b>
<b>Hrubý zisk</b>	<b>3 385 643</b>	<b>3 500 416</b>	<b>3 619 080</b>	<b>3 741 767</b>	<b>3 952 714</b>
Obchodní, marketingové a distribuční náklady	2 355 230	2 435 072	2 438 945	2 440 283	2 523 009
Administrativní náklady	515 207	456 576	393 378	406 714	420 501
Ostatní provozní výnosy	90 959	94 359	97 558	100 865	104 284
Ostatní provozní náklady	147 202	114 144	94 411	89 477	84 100
Snížení hodnoty aktiv	227 427	235 137	243 108	251 349	259 870
<b>Provozní zisk</b>	<b>231 537</b>	<b>353 846</b>	<b>546 796</b>	<b>654 809</b>	<b>769 518</b>
Finanční náklady	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000
<b>Zisk před zdaněním (EBT)</b>	<b>138 000</b>	<b>313 000</b>	<b>442 796</b>	<b>568 809</b>	<b>666 518</b>
Daň z příjmů	26 220	59 470	84 131	108 074	126 638
<b>Čistý zisk za období (EAT)</b>	<b>111 780</b>	<b>253 530</b>	<b>358 665</b>	<b>460 736</b>	<b>539 879</b>

Zdroj: vlastní zpracování

# EVIDENCE VÝPŮJČEK

Prohlášení:

Dávám svolení k půjčování této diplomové práce. Uživatel potvrzuje svým podpisem, že bude tuto práci řádně citovat v seznamu použité literatury.

Jméno a příjmení: Magdalena Mudrochová

V Praze dne: 12. 05. 2020

Podpis:

Jméno	Oddělení/ Pracoviště	Datum	Podpis