

# Projekt valuace vybraného podniku za použití vybraných valuačních modelů

Bc. Alexander Vadkerty

---

Diplomová práce  
2019

 Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky

---

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky  
Ústav financí a účetnictví  
akademický rok: 2018/2019

## ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Alexander Vadkerty**  
Osobní číslo: **M17027**  
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**  
Studijní obor: **Finance**  
Forma studia: **prezenční**

Téma práce: **Projekt valuace vybraného podniku za použití vybraných  
valuačních modelů**

Zásady pro vypracování:

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

### I. Teoretická část

- Zpracujte literární rešerši zaměřenou na proces valuace podniku.

### II. Praktická část

- Analyzujte vybraný podnik za pomoci finanční, strategické a FATA analýzy.
- Stanovte hodnotu podniku použitím vybraných valuačních modelů.
- Formulujte doporučení pro potencionální investory.

Závěr

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

Seznam odborné literatury:

**BREALEY, Richard A., Stewart C. MYERS a Franklin ALLEN.** Principles of corporate finance. Twelfth edition. New York: McGraw-Hill Education, 2017, 896 s. ISBN 978-1-259-25333-1.  
**DAMODARAN, Aswath.** Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset. Third edition. Hoboken: Wiley, 2012, 992 s. ISBN 978-1-118-01152-2.  
**GLADIŠ, Daniel.** Akciové investice. Praha: Grada, 2015, 176 s. ISBN 978-80-247-5375-1.  
**KISLINGEROVÁ, Eva.** Manažerské finance. 3. vyd. Praha: C.H. Beck, 2010, 811 s. ISBN 978-80-7400-194-9.  
**MARÍK, Miloš.** Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

Vedoucí diplomové práce: Ing. et Ing. Vojtěch Sadil  
Ústav financí a účetnictví  
Datum zadání diplomové práce: 14. prosince 2018  
Termín odevzdání diplomové práce: 16. dubna 2019

Ve Zlíně dne 14. prosince 2018

L.S.

doc. Ing. David Tuček, Ph.D.  
*děkan*

prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková  
*ředitelka ústavu*

## PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

### Prohlašuji, že

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

### Prohlašuji,

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

Ve Zlíně

Jméno a příjmení: Alexander Vadkerty

.....

podpis diplomanta

## **ABSTRAKT**

Cieľom diplomovej práce je stanovenie hodnoty vybranej spoločnosti. Teoretická časť obsahuje literárnu rešerši, ktorá je zameraná na teoretické východiská, metódy strategickej a finančnej analýzy, popis tvorby finančného plánu a metódy valuácie podniku. Ekonomické dáta sú analyzované pomocou strategickej, fundamentálnej a finančnej analýzy. Projektová časť využíva výstupy zo spomínaných analýz a zároveň stanovuje hodnotu vybranej spoločnosti, spolu s formuláciou odporúčaní pre investorov.

Kľúčová slova: hodnota, valuácia, predikcia, analýza, diskontná miera, cena, valuačný model, investície

## **ABSTRACT**

The aim of diploma thesis is determine the Value for the Selected Company. Theoretical part includes a literal review which is focused on the theoretical background, methods of strategic and financial analysis, description of the creation of the financial plan and valuation methods. Economical data are analyzed using strategical, fundamental and financial analysis. Project part uses outputs from mentioned analysis and also determined the value of selected company with formulated summary for potential investors.

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

Chcel by som sa touto cestou poďakovať vedúcemu mojej diplomovej práce, pánovi Ing. et Ing. Vojtěchovi Sadilovi, za odborné vedenie práce, ochotu pomôcť a pripomienky a rady, ktoré mi pomohli pri písaní.

Ďakujem mojej rodine za podporu počas celého štúdia a taktiež mojej priateľke, ktorá mi pomáhala zvládnuť všetky ťažkosti.

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

# OBSAH

<b>ÚVOD</b> .....	<b>10</b>
<b>CIELE A METÓDY SPRACOVANIA PRÁCE</b> .....	<b>11</b>
<b>I TEORETICKÁ ČÁST</b> .....	<b>12</b>
<b>1 OBECNÉ ZÁKLADY PRE OCEŇOVANIE PODNIKU</b> .....	<b>13</b>
1.1    DEFINÍCIA PODNIKU .....	13
1.1.1    Dôvody oceňovania podniku.....	13
1.2    HODNOTA PODNIKU.....	14
1.2.1    Tržná hodnota.....	14
1.2.2    Subjektívna hodnota.....	14
1.2.3    Objektivizovaná hodnota .....	15
1.2.4    Kolínska škola .....	15
1.3    VALUÁCIA AKTIV .....	16
1.4    FUNKCIA VALUÁCIE .....	17
1.4.1    Valuácia v portfóliovom manageменте .....	18
1.4.2    Valuácia pri akvizíciách .....	18
1.4.3    Valuácia v podnikových financiách .....	18
1.5    METÓDY OCEŇOVANIA PODNIKU.....	19
1.5.1    Výnosové metódy.....	19
1.5.2    Modely diskontovaných peňažných tokov (DCF) .....	19
1.5.3    Diskontná miera .....	21
<b>2 POSTUP PRI OCEŇOVANÍ PODNIKU</b> .....	<b>23</b>
2.1    ZBER VSTUPNÝCH DÁT A INFORMÁCIÍ .....	23
2.2    STRATEGICKÁ ANALÝZA .....	24
2.2.1    SWOT analýza .....	24
2.2.2    Analýza makroprostredia .....	25
2.2.2.1    Politické a legislatívne faktory .....	25
2.2.2.2    Ekonomické faktory.....	25
2.2.2.3    Sociokultúrne faktory .....	26
2.2.2.4    Technologické faktory .....	26
2.2.3    Analýza mikroprostredia .....	26
2.2.3.1    Prognóza vývoja odvetvia.....	28
2.3    FINANČNÁ ANALÝZA .....	28
2.3.1    Metódy finančnej analýzy .....	29
2.3.2    Analýza absolútnych ukazovateľov .....	29
2.3.3    Analýza pomerových ukazovateľov.....	30
2.3.3.1    Ukazovatele rentability .....	30
2.3.3.2    Ukazovatele likvidity .....	31
2.3.3.3    Ukazovatele aktivity .....	32
2.3.3.4    Ukazovatele zadlženosti .....	33
2.3.4    Analýza súhrnných ukazovateľov .....	34
2.3.4.1    Altmanova analýza .....	34

2.4	FATA ANALÝZA .....	34
2.4.1	Fundamentálna analýza .....	35
2.4.2	Technická analýza .....	36
2.5	FINANČNÝ PLÁN .....	37
2.5.1	Odhad budúcich ziskov .....	39
<b>II</b>	<b>PRAKTICKÁ ČASŤ .....</b>	<b>40</b>
<b>3</b>	<b>ANALYTICKÁ ČASŤ .....</b>	<b>41</b>
3.1	PREDSTAVENIE SPOLOČNOSTI.....	41
3.1.1	História spoločnosti.....	42
3.1.2	Základná charakteristika podľa OR .....	43
3.1.3	Vlastnícka štruktúra .....	44
3.2	STRATEGICKÁ ANALÝZA .....	45
3.2.1	SWOT analýza .....	45
3.2.2	PEST analýza .....	46
3.2.3	Strategická analýza mikrookolía .....	49
3.2.3.1	Hrozba novo vstupujúcich firiem .....	49
3.2.3.2	Konkurencia medzi súčasnými podnikmi v odvetví.....	50
3.2.3.3	Hrozba náhradných substitútov .....	51
3.2.3.4	Vyjednávajúca schopnosť dodávateľov.....	51
3.2.3.5	Vyjednávajúca schopnosť odberateľov .....	52
3.2.4	Mikroekonomická analýza .....	52
3.3	FINANČNÁ ANALÝZA .....	54
3.3.1	Analýza absolútnych ukazovateľov .....	54
3.3.1.1	Horizontálna analýza aktív .....	54
3.3.1.2	Horizontálna analýza pasív .....	55
3.3.1.3	Horizontálna analýza výkazu zisku a straty.....	56
3.3.1.4	Vertikálna analýza rozvahy .....	57
3.3.2	Analýza pomerových ukazovateľov.....	60
3.3.2.1	Ukazovatele rentability .....	60
3.3.2.2	Ukazovatele likvidity .....	61
3.3.2.3	Ukazovatele aktivity .....	62
3.3.2.4	Ukazovatele zadlženosti .....	63
3.3.3	Altmanova analýza.....	64
3.3.4	Záver finančnej analýzy .....	65
3.3.5	Úroveň manažmentu .....	66
<b>4</b>	<b>PROJEKTOVÁ ČASŤ .....</b>	<b>68</b>
4.1	PREDIKCIA FINANČNÝCH PLÁNOV .....	68
4.1.1	Model ROE .....	68
4.1.2	Plánovaný výkaz zisku a straty .....	69
4.1.3	Plánovaná rozvaha .....	70
4.1.4	Plánované peňažné toky .....	73
4.2	VALUAČNÉ MODELÝ.....	74
4.2.1	Koeficient Beta a jeho výpočet .....	74
4.2.2	Diskontná miera .....	75
4.3	MODEL FCF EQUITY .....	76
4.3.1	Dvojfázový prepočet FCFE.....	76



4.4	MODEL DDM.....	77
4.4.1	Dvojfázový prepočet DDM.....	78
4.5	STANOVENIE VÝSLEDNEJ HODNOTY PODNIKU .....	79
4.6	BUDÚCI VÝVOJ A JEHO PREDIKCIA.....	79
4.6.1	Budúci vývoj a jeho predikcia u spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko.....	80
4.6.2	Vývoj cien akcií a ich predikcia u spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko.....	81
4.7	ODPORÚČANIE PRE INVESTOROV .....	82
	<b>ZÁVĚR .....</b>	<b>84</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....</b>	<b>86</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY – ELEKTRONICKÉ ZDROJE.....</b>	<b>88</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....</b>	<b>89</b>
	<b>ZOZNAM OBRÁZKOV .....</b>	<b>90</b>
	<b>ZOZNAM TABULIEK .....</b>	<b>91</b>
	<b>ZOZNAM GRAFOV .....</b>	<b>92</b>

## ÚVOD

Oceňovanie podniku je veľmi náročným procesom. Je potrebné poznať veľké množstvo informácií z prostredia podniku a taktiež aj z prostredia, v ktorom pôsobí. Problém pri ocenení spôsobuje predikcia budúceho vývoja, ktorá môže významným spôsobom ovplyvniť podnikovú hodnotu. Pri výbere metódy na ocenenie spoločnosti v diplomovej práci boli použité výnosové oceňovacie metódy, ktorých použitie je rozšírené aj v Českej republike.

Cieľom diplomovej práce je stanovenie hodnoty spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko, a. s. spolu s odporúčaním pre potencionálnych investorov. Tento cieľ je dosiahnuteľný pomocou vyhotovenia jednotlivých častí tejto práce.

Teoretická časť je zameraná na spracovanie literárnej rešerše na danú problematiku a vysvetľuje pojmy ako valuácia, hodnota alebo použitie valuačných modelov. Taktiež je tam spomínaná finančná analýza, SWOT analýza a zostavenie finančného plánu.

V analytickej časti je najskôr predstavená vybraná spoločnosť, nasledujúca strategickou analýzou, analýzou makrookolia využitím PESTE analýzou a analýzou mikrookolia využitím Porteroveho modelu piatich síl. Na tieto kapitoly nadväzuje finančná analýza účtovných výkazov spoločnosti za sledované obdobie 2014 až 2018.

Praktická časť začína predikciou budúcich ekonomických dát, ktoré sú vstupnými dátami pre valuačné modely. Následne sa stanovuje hodnota pomocou týchto valuačných modelov, s cieľom odhadnúť hodnotu spoločnosti a vnútornú cenu akcií, sprevádzanú odporúčaniami pre investorov.

## CIELE A METÓDY SPRACOVANIA PRÁCE

Diplomová práca má stanovený hlavný cieľ, a to odhadnutie hodnoty vybranej spoločnosti pomocou poznatkov z danej témy. Spolu so stanovením hodnoty vybranej spoločnosti bude vydaná aj správa s odporúčaniami pre investorov. Hlavný cieľ práce je tvorený viacerými menšími a doplňujúcimi cieľmi, ktoré odrážajú jednotlivé kroky, ktoré boli v práci vykonané.

Prvým krokom bude spracovanie literárnej rešerše na tému valuácie podnikov. Informácie získané v teoretickej časti práce budú potrebné na analytickú časť a potreby správnej analýzy vybranej spoločnosti. Projektová časť bude začínať návrhom finančných plánov danej spoločnosti, ktoré budú potrebné pre následné valuačné modely. Cieľom projektovej časti je vyhotovenie odhadu hodnoty vybranej spoločnosti využitím valuačných modelov. Posledným cieľom je pomocou zjednodušeného investičného reportu vydať správu o odhadnutej hodnote spoločnosti a informovanie investorov.

V teoretickej časti práce bude využitá syntéza dôležitých poznatkov problematiky valuácie podniku. Súčasťou budú informácie pochádzajúce z ekonómie, financií podniku alebo kapitálových trhov. Syntéza zoskupí jednotlivé informácie do celistvej podoby.

Praktická časť bude využívať metódu analýzy na potrebné analyzovanie minulých ekonomických dát. V prípade diplomovej práce, kedy je naša pozornosť zameraná na jeden podnik, môžeme hovoriť o metóde prípadovej štúdie. Na zistenie vlastností a hodnôt vybranej spoločnosti je použitá metóda merania. Nesmieme zabudnúť na predikciu, ktorá bude uskutočnená v projektovej časti, na odhadnutie budúcich ekonomických dát.

## **I. TEORETICKÁ ČÁST**

## 1 OBECNÉ ZÁKLADY PRE OCEŇOVANIE PODNIKU

Podľa Maříka (2011) je dôležité pred vykonaním samotného ocenenia mať zjavnú predstavu toho, čo ideme oceňovať a kam naše snaženie má dospieť, teda koncový výstup. Autor uvádza potrebu poznania základných poznatkov potrebných k oceneniu podniku, pred samotným ocenením. Ďalej samotnú definíciu podniku a jeho základné hladiny, v ktorých môže byť oceňovaný. Vymedzenie základných východísk je predpokladom pre použitie vlastných oceňovacích metód.

### 1.1 Definícia podniku

Podnik môžeme označovať jedinečným a menej likvidným aktívom s existenciou veľmi málo účinných trhov. Treba dať ale pozor na hromadnosť podniku a pozerat' na podnik ako na funkčný celok. Je tvorený viacerými majetkovými položkami, ale podnikom je len vtedy, keď spĺňa svoj základný účel a to je dosahovanie zisku. (Mařík, 2011, s. 15-16)

Synek (2015) ale dodáva, že zisková orientácia podniku nemá zatieňovať spoločenské poslanie podniku, ktorým je poskytnutie služby zákazníkom a ostatným ľuďom, ktorí majú s podnikom určitý vzťah. Zároveň dodáva, že podnik je inštitúciou, ktorá vznikla pre výkon podnikateľskej činnosti.

#### Hladiny hodnoty podniku

Podľa Maříka (2011) sa podnik oceňuje v dvoch hladinách:

- Hodnota brutto – podnik je ohodnotený ako celok. Zahŕňa hodnotu pre vlastníkov aj veriteľov.
- Hodnota netto – podnik je ohodnotený na úrovni vlastníkov. V zásade sa oceňuje vlastný kapitál.

#### 1.1.1 Dôvody oceňovania podniku

Na ocenenie podniku môže byť veľa rôznych dôvodov. Mařík (2011) uvádza nasledujúce:

- Kúpa a predaj podniku
- Vstup nových spoločníkov do spoločnosti
- Fúzie alebo iné zmeny právnej formy spoločností
- Súvis s výkupom cenných papierov (tzv. squeeze-out)
- Poskytnutie úveru

## 1.2 Hodnota podniku

Mařík (2011) rozlišuje niekoľko základných kategórií podnikovej hodnoty. Tieto kategórie vyplývajú z otázok ako:

- Aké je trhové ocenenie ? – Koľko je ochotný za podnik zaplatiť bežný záujemca, koľko by sme dostali na trhu?
- Akú je podniková hodnota z hľadiska konkrétneho kupujúceho?
- Aká hodnota sa dá považovať za najmenej spornú?

Z týchto otázok sa vyvinuli štyri základné prístupy k valuácii podniku:

- Tržná hodnota
- Subjektívna hodnota
- Objektivizovaná hodnota
- Komplexný prístup na základe kolínskej školy

### 1.2.1 Tržná hodnota

(International Valuation Standards & Property Tax, ©2019)

International Valuation Standards definuje tržnú hodnotu ako odhadnutú čiastku, za ktorú by mal byť majetok zmenený k dátumu ocenenia medzi človekom, ktorý je ochotný kúpiť a ochotným predávajúcim. Jednalo by sa o transakciu medzi partnermi, ktorí sú na sebe nezávislí a bolo by to uskutočnené po dôkladnom informovaní a bez pôsobenia nátlaku.

Táto čiastka nie je zaťažená dodatočnými nákladmi, ktoré pri predaji vznikajú, ako napríklad daň. Na zistenie tržnej hodnoty nepotrebujeme kupujúcu stranu, hodnotu môže chcieť poznať vlastník podniku a mať tak približný obraz o hodnote svojho majetku.

Ako dodáva Mařík (2011), tržná hodnota nám zodpovedá otázku - Koľko je ochotný zaplatiť bežný záujemca na trhu?

### 1.2.2 Subjektívna hodnota

Pri tejto hodnote je kľúčovým faktorom subjektívny názor potencionálneho kupujúceho alebo iných subjektov trhu. Hodnota odráža očakávané úžitky z majetku pre kupujúceho, predávajúceho alebo súčasného majiteľa. Dostávame tiež odpoveď na otázku – Akú má podnik hodnotu z hľadiska konkrétneho kupujúceho? (Mařík, 2011, s. 26)

(International Valuation Standards & Property Tax, ©2019)

V medzinárodných oceňovacích štandardoch je subjektívna hodnota označovaná ako investičná hodnota. Predstavuje hodnotu majetku pre konkrétneho investora a jeho určené investičné ciele. Táto hodnota môže dosahovať vyšších alebo nižších hodnôt ako tržná hodnota pri majetkovom aktíve. Treba dať pozor, aby investičná hodnota nebola zamenená za tržnú hodnotu investičného majetku.

Mařík (2011) ďalej definuje základné charakteristiky investičnej hodnoty:

- Budúce peňažné toky sú odhadované takmer výhradne na základe predstáv manažérov (aj investorov) podniku, ktorý je oceňovaný.
- Diskontná miera je stanovená na základe alternatívnych možností investovania, ktoré sú pre investora k dispozícii.

Pri odhadovaní budúcich peňažných tokov je potrebné testovať ich primeranosť, inak nie je oprávnený označovať takéto ocenenie za tržnú hodnotu. (Mařík, 2011, s. 27)

Projektová časť diplomovej práce bude zameraná na stanovenie tejto subjektívnej (investičnej) hodnoty podniku pôsobiaceho vo výrobe a distribúcií nealkoholických nápojov. Odhadnutá hodnota bude slúžiť pre potreby možnej príležitosti investovania do akcií danej spoločnosti.

### 1.2.3 Objektivizovaná hodnota

Touto hodnotou sa považuje hodnota, ktorú je možné preskúmať inými subjektmi pomocou obecných skutočností v súčasnej dobe. Dá sa povedať, že je protikladom subjektívnej hodnoty kvôli úsiliu vyhnúť sa vplyvu osôb, ktorí sú zainteresovaní na ocenení podniku. Snaží sa využívať iba dáta, ktoré sú obecné uznávané pri dodržiavaní vymedzených zásad a požiadaviek, ako je vplyv zdanenia alebo samostatné ocenenie majetku, ktorý nie je potrebný). (Mařík, 2011, s. 28)

Krabec (2009) toto tvrdenie dopĺňa, že sa nejedná o hľadanie jedinej správnej objektivizovanej hodnoty, ale snažiť sa určiť hodnotu najviac podobnú prijateľnej hodnote.

### 1.2.4 Kolínska škola

Kolínska škola ocenenie rozlišuje podľa funkcií, ktoré majú plniť pre ich užívateľov. Východiskom je predpoklad nedostatočného rozvinutia podnikov v Európe, ktoré zároveň

majú viacero obmedzení. Mařík (2011) definuje niekoľko základných funkcií oceňovania a taktiež aj funkcie oceňovateľa.

- Poradenská funkcia
- Funkcia rozhodcu
- Argumentačná funkcia
- Komunikačná funkcia
- Daňová funkcia

### 1.3 Valuácia aktív

(Business Dictionary - Valuation, © 2019)

Pojem valuácia vo všeobecnosti možno vysvetliť ako „určitý odhad niečoho, čo má ekonomickú alebo peňažnú hodnotu.“

Damodaran (2012, s. 1-2) taktiež vyzdvihuje stanovenie hodnoty, ktorá je základom valuácie, a nie jej cena. Predmetom valuácie môže byť akékoľvek aktívum, napríklad budovy, akcie alebo celý podnik.

Pre potreby oceňovania podniku môžeme často naraziť na pojmy ako cena a hodnota, ktoré sa zdajú byť podobné, ale majú rozdielne významy a je treba ich rozlíšiť aby nedošlo k nezrovnalostiam.

Odlíšnosť je daná tým, že cenu nám určuje trh a hodnotu investor po analyzovaní dostupných údajov. Práve z tohto dôvodu môžu vzniknúť rozdiely medzi cenou a hodnotou, ktoré sa nemusia rovnať, a na tejto nerovnováhe môže vyťažiť investor svoj zisk z danej investície. (Vozár, Komorník, 2012, s. 9)

Damodaran priniesol teóriu investovania „väčšieho hlupáka“ („bigger fool“), v ktorej tvrdí, že majetok a jeho hodnota nie sú dôležité, ak sa na trhu nachádza „väčší hlupák“ („bigger fool“), ktorý je ochotný daný majetok kúpiť. Táto stratégia môže byť výnosná, ale zároveň aj nebezpečná z dôvodu neprítomnosti takéhoto investora v období, v ktorom by sme majetok chceli predať. (Damodaran, 2012, s.1)

Základnou myšlienkou pri investovaní je, že investor nezaplatí za dané aktívum viac ako je jeho skutočnou hodnotou. V každej generácii a na každom trhu sa nájdu ľudia, ktorí tvrdia, že hodnota je subjektívna a cena môže byť nastavená na akúkoľvek hodnotu pokiaľ sa nájde investor ochotný danú cenu zaplatiť. Dané tvrdenie sa môže uplatňovať pri umeleckých



dielach, ako sú maľby a sochy, kde pri rozhodovaní o investovaní na nás vplývajú aj dojmy estetické a emocionálne, ale nie pri investíciách kde sa riadime očakávanými budúcimi peňažnými tokmi. Vnímanie hodnoty musí byť podložené realitou a cena, ktorú zaplatíme za akékoľvek aktívum by mala byť odrazom očakávaných peňažných tokov v budúcnosti. (Damodaran, 2012, s.1)

Damodaran (2012, s. 2-6) popisuje vo svojej knihe niekoľko mýtov spojených s valuáciou, ktoré sa mylne šíria spoločnosťou:

- Mýtus 1: Kvantitatívne modely poskytujú objektívne výsledky
- Mýtus 2: Kvalitne skúmaná a vykonaná valuácia je časovo náročná
- Mýtus 3: Kvalitná a detailná valuácia poskytuje presný odhad hodnoty
- Mýtus 4: Čím komplexnejší model, tým lepšia valuácia
- Mýtus 5: Pri efektívnych trhoch je valuácia bezpredmetná
- Mýtus 6: Výsledok valuácie je dôležitý a proces naopak nie je

V českej republike by sme podľa správnosti mali rozlišovať pojmy oceňovanie a ohodnocovanie v dôsledku terminologickej nejasnosti, ktorá je spôsobená historicky dlhodobou zažitou terminológiou vychádzajúcou zo zákonnej regulácie. (Krabec, 2009, s.15-16)

- Oceňovanie – súvisí hlavne s daňovou reguláciou, oceňovateľ určitým spôsobom stanovuje cenu platnú pre daný účel
- Ohodnocovanie – tzv. valuácia, využitie pre účely tržných transakcií, oceňovateľ stanovuje hodnotu vo výške očakávanej ceny obchodu

V diplomovej práci budú dané výrazy oceňovanie a ohodnocovanie vnímané ako synonymá a nebudeme medzi nimi rozlišovať, ako je spomínané vyššie.

## 1.4 Funkcia valuácie

Valuácia sa používa v širokom spektre úloh, ktoré sa odlišujú v rôznych oblastiach. V nasledujúcich podkapitolách bude priblížený význam valuácie v portfóliovom manage-mente, v analýze akvizícií a v podnikových financiách.

### 1.4.1 Valuácia v portfóliovom managemente

Úloha a význam valuácie je určená z veľkej časti investičnou stratégiou investora. Pre pasívneho investora má len minimálny význam a naopak u aktívneho investora sa stáva veľmi dôležitou. Treba však ale dodať, že aj medzi aktívnymi investormi vedia byť úlohy valuácie rozličné, a to v závislosti na type aktívneho investovania. Investorovi, ktorí plánujú držať podiely v spoločnostiach dlhšie obdobie budú valuáciu používať omnoho viac ako tzv. market timers (investori využívajúci hlavne technickú analýzu). Valuácia má veľmi dôležitý význam pre fundamentálnych analytikov. (Damodaran. 2012, s. 6)

Pri fundamentálnej analýze je valuácia centrálnym bodom a niektorí analytici využívajú modely ako DCF, P/E, P/B. Zámerom investorov je držanie podhodnotených aktív s cieľom vyššieho zhodnotenia ako je priemerný tržný výnos. Viacero investorov sa riadi tiež pravidlom investovania do podnikov v odvetví, ktorému dobre rozumejú. Pri tomto pravidle sa vychádza z predpokladu, že lepšie ocenia podnik v odvetví, na ktoré sa špecializujú ako niekto nie úplne znalý podmienkam daného odvetvia. Investori sa v tomto prípade snažia získať podhodnotené spoločnosti. Touto stratégiou je známy Warren Buffett. (Damodaran, 2012, s. 6-7)

### 1.4.2 Valuácia pri akvizíciách

Valuácia by mala mať významnú úlohu pri akvizíciách z dôvodu správneho ocenenia, ktoré je dôležité pre obidve spoločnosti. Kupujúci podnik prichádza s určitou ponukou na danú spoločnosť a súčasne podnik, ktorý je určený na predaj by sa mal vedieť ohodnotiť, s cieľom prijatia alebo zamietnutia danej ponuky. Dôležité je sledovanie odchýlok, ktoré mohli vzniknúť zaujatím. (Damodaran, 2012, s. 8-9)

### 1.4.3 Valuácia v podnikových financiách

V podnikových financiách je cieľom maximalizácia hodnoty spoločnosti a jej vzťah k finančným rozhodnutiam a podnikovej stratégii. Táto hodnota podniku musí byť presne vymedzená. V posledných rokoch konzultačné spoločnosti začali ponúkať iným firmám rady na zvýšenie ich hodnoty. (Damodaran, 2012, s. 9)

## 1.5 Metódy oceňovania podniku

Mařík (2011) rozdeľuje metódy ocenenia na 3 okruhy:

- Ocenenie na základe analýzy výnosov (výnosové metódy)
- Ocenenie na základe analýzy trhu (trhové metódy)
- Ocenenie na základe analýzy majetku (majetkové metódy)

### 1.5.1 Výnosové metódy

Pri výnosových metódach je hodnota určitého majetku určená očakávaným úžitkom pre majiteľa, v podobe budúcich ekonomických výsledkov, ako sú zisky, dividendy alebo finančný tok. (Dluhošová, 2010, s. 175)

Mařík (2011) ďalej tieto výnosové metódy rozdeľuje na:

- Metódu diskontovaných peňažných tokov (DCF)
- Metódu kapitalizovaných čistých výnosov
- Metódu ekonomickej pridanej hodnoty (EVA)
- Kombinovanú (korigovanú) výnosovú metódu

### 1.5.2 Modely diskontovaných peňažných tokov (DCF)

Jedna sa o najviac používané valuačné modely, používajúce označenie DCF a sú najviac rozšírené v USA a Veľkej Británii a najčastejšie používanými sú aj v Českej republike. (Mařík, 2011).

Mařík (2011) ďalej dodáva, že základná varianta je zastúpená metódou DCF Entity, ktorá stanovuje hodnotu podniku ako celku. Autor spomína aj nasledujúce metódy DCF modelov:

- DCF Entity metóda
- DCF Equity metóda
- APV metóda

DCF Equity metóda odhaduje hodnotu podniku na základe peňažných tokov určených vlastníkom podniku. V APV metóde sa pracuje s upravenou súčasnou hodnotou. Pri použití valuačných modelov je potrebné poznať diskontnú mieru, ktorú predstavuje pri mode-

loch DCF Entity a APV, diskontná miera WACC. Model DCF Equity využíva náklady vlastného kapitálu. (Damodaran, 2012)

Gladiš (2015) uvádza vzorec pre výpočet modelu DCF, ktorý je založený na odhade budúcich tokov peňažných prostriedkov počas rokov. Túto hodnotu je potrebné potom diskontovať na súčasnú hodnotu.

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

Gladiš (2015) ďalej dodáva slabé miesta DCF modelov, ako sú:

- Potrebné dáta na dlhé obdobie z budúcnosti
- Výstupná hodnota je výsledkom predikovaných dát
- Veľká citlivosť DCF metód na diskontných sadzbách
- Nepoužiteľnosť DCF metód na volatilné podniky

Treba sa ale pri použití týchto valuačných modelov riadiť určitými krokmi ako, vybratie spoločnosti s relatívne dobrou predvídateľnosťou a nepredikovať príliš dlhú dobu do budúcnosti.

Pri valuačných modeloch sa taktiež rozlišuje ich fázovosť:

- Jednofázový model – určené pre konštantný rast
- Dvojfázový model – určenie predikovaného a konečného obdobia
- Trojfázový model – určenie predikovaného, prechodného a koečného obdobia

Rozdielnosť týchto modelov sa prejavuje vzorcom potrebným na stanovenie odhadnutej hodnoty a v spôsobe predikovania dát.

V diplomovej práci budú použité dva valuačné modely, a to konkrétne model FCF zameriavajúci sa na voľné cashflow pre vlastníkov očakávané v budúcnosti, a model DDM zameraný na výplatu dividend v budúcnosti. (Mařík, 2011)

### **FCF model**

- zameraný na odhadované voľné peňažné toky
- potreba rozlíšenia týchto peňažných tokov – určené vlastníkom a veriteľom alebo iba vlastníkom
- predchádzajúci bod sa prejaví pri určení diskontnej miery
- potreba predikcie budúcich dát

- prevedenie zisku na voľné peňažné toky

### DDM model

- zameraný na výplatu dividend
- použiteľné len v spoločnostiach vyplácajúcich dividendy
- závislosť medzi úrovňou dividend a FCFE
- ustálená štruktúra financovania

### 1.5.3 Diskontná miera

Pri oceňovaní podniku metódou DCF, potrebujeme poznať aj diskontnú mieru, ktorá je potrebná na prevedenie budúcich výnosov na súčasnú hodnotu. V diskontnej miere sa odráža časové hľadisko a takisto aj riziko spojené s konkrétnou investíciou. Teória financií hovorí, že s vyššou mierou rizika zároveň rastie aj výnos, ktorý žiada investor. (Kislingerová, 2001, s. 174)

Náklady na vlastný kapitál môžeme určiť viacerými metódami. V práci bude priblížený model CAPM, ktorý bude v projektovej časti aj použitý.

### Model CAPM

Model kapitálových aktív je najviac používaným modelom pri oceňovaní a taktiež je aj najviac kritizovaný. Je to z dôvodu pochybností nad reálnosťou základných predpokladov, na ktorých je založený. Kislingerová (2001) uvádza tieto predpoklady:

- Averzia investorov k riziku a maximalizácia očakávaného úžitku z výnosov v horizonte jedného roka
- Investori sa rozhodujú iba na základe priemernej hodnoty a smerodatnej odchýlky výnosov portfólií
- Neexistencia daní a transakčných nákladov
- Dokonalosť kapitálových trhov
- Existencia bezrizikovej pôžičkovej sadzby

Vzorec pre výpočet modelu CAPM:

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

$r_f$  – bezriziková miera

$r_m$  – očekávaný výnos tržného portfólia

$\beta_i$  – beta cenného papiera

## 2 POSTUP PRI OCEŇOVANÍ PODNIKU

Postup ocenenia je potrebné modifikovať podľa konkrétnych podmienok, predovšetkým podľa konkrétneho účelu pre ocenenie, kategórie zisťovanej hodnoty, zvolených metód a dostupných dát. Obecne využívanými krokmi, ktoré je vhodné pre ocenenie podniku vykonať sú nasledujúce: (Mařík, 2011, s. 53)

1. **Zber vstupných dát**
2. **Analýza dát** (prevod dát do podoby strategickej a finančnej analýzy, rozdelenie aktív na prevádzkovo nutné a nenutné)
3. **Zostavenie finančného plánu**
4. **Valuácia** (výber metódy, ocenenie podľa zvolenej metódy a súhrnné ocenenie)

### 2.1 Zber vstupných dát a informácií

Prvotným krokom, ktorý by nemal byť vynechaný, je zameranie sa na zber informácií. Tieto vstupné dáta potrebuje investor pred ocenením poznať. Dáta môžu byť rozdelené do nasledujúcich skupín: (Mařík, 2011, s. 54)

- **Základné dáta o podniku** – jedná sa o dáta, ktoré identifikujú podnik, napríklad ako názov, právna forma, identifikačné číslo, predmet podnikania, rozdelenie majetkových podielov, štruktúra podniku a informácie o histórii podniku
- **Ekonomické dáta** – v tejto časti sa nachádzajú správy od audítorov, výročné správy, účtovné výkazy (za posledných 3 až 5 rokov) a prípadné podnikové plány
- **Relevantný trh** – ide o vymedzenie trhu, na ktorom sa podnik pohybuje, veľkosť a vývoj tohto trhu, segmentácia trhu, faktory ovplyvňujúce atraktivitu relevantného trhu a jeho vývoj
- **Štruktúra konkurencie na relevantnom trhu** – hlavní priami konkurenti a dáta o nich, eventuálne substitúty výrobkov alebo produktov, bariéry vstupu do odvetvia, pomer síl k odberateľom a dodávateľom
- **Marketing a odbyt podniku** – štruktúra odbytu ( štruktúra výrobkov, odberateľov, územná štruktúra), hlavné produkty s ich hodnotením a porovnaním s konkurenciou, cenová kalkulácia a porovnanie cien s konkurenciou, porovnávanie štruktúry a veľkosti výdajov na reklamu, výdaje súvisiace s výskumom a vývojom
- **Dodávatelia a výroba** – riadenie kvality, ich certifikácia, technologická úroveň, využitie kapacít, dlhodobý majetok a jeho stav, investície a investičné plány, štruk-

túra dodávok a dodávateľov, podnik a jeho závislosť na dodávateľoch, úroveň logistiky

- **Pracovná štruktúra** – požiadavky prevádzky na kvalifikáciu pracovníkov, situácia na pracovnom trhu, pracovná atmosféra a firemný wellbeing, fluktuácia pracovníkov, pracovná produktivita a porovnanie s konkurenciou, personálne náklady

K spomínaným dátam rozdelených do skupín je nutné dodať, že z pohľadu investora je prístup k týmto informáciám do určitej miery obmedzený. Napríklad skupina dodávateľov a predovšetkým pracovná štruktúra je ťažko zistiteľná pre niekoho takpovediac „z vonku“.

Brealey (2017) pripomína rozdielnosť účtovných výkazov naprieč jednotlivými krajinami, napriek snahe o jednotný formát. Spoločnosti, ktoré sú verejne obchodovateľné majú povinnosť zverejňovať svoje výkazy v súlade s medzinárodnými pravidlami účtovného vykazovania (IFRS).

## 2.2 Strategická analýza

Ďalším krokom je strategická analýza, ktorá je veľmi dôležitá a niektorí autori ju uvádzajú ako prvý krok. Jej obsahom sú rôzne analytické techniky, ktoré sa využívajú pri identifikácii vzťahov medzi podnikovým prostredím, zahŕňajúce makrookolie, odvetvie, trh, konkurentov, konkurenčné sily a zdrojový potenciál podniku. (Sedláčková, 2000)

Podľa Maříka (2011) je hlavnou funkciou strategickej analýzy vymedzenie celkového výnosového potenciálu oceňovaného podniku. Tento potenciál rozlišujeme na vonkajší a vnútorný výnosový potenciál. Vonkajší potenciál sa dá kvalitatívne vyjadriť šancami a rizikami, ktoré ponúka podnikateľské prostredie, v ktorom sa daný podnik pohybuje. Analýzou vnútorného potenciálu zisťujeme súhrn hlavných silných a slabých stránok daného podniku s dôrazom na otázku, či má podnik nejakú podstatnú konkurenčnú výhodu.

Faktory ovplyvňujúce podnik môžeme zaradiť do dvoch skupín, vonkajšie prostredie môžeme definovať pomocou analýzy makroprostredia a vnútorné prostredie pomocou analýzy mikroprostredia.

### 2.2.1 SWOT analýza

SWOT analýza sa sústreďuje na konkrétne systematické skúmanie vnútorných predností a slabín a taktiež vonkajších príležitostí a ohrození súvisiacich s podnikaním. Slovo SWOT je zložené zo začiatočných písmen anglických termínov: Strengths – silné stránky, Weak-



nesses – slabé stránky, Opportunities – príležitosti, Threats – ohrozenie (riziká). (Horáková, 2003, s. 45-46)

Grant (2019) dodáva, že hlavným bodom skúmania problémov spoločností je identifikácia interných a externých problémov. Pridanou vlastnosťou SWOT analýzy je jej relatívne ľahké zostavenie a prehľadnosť, čo sa prejavuje ako dôležité pri výbere podnikovej stratégie.

### **2.2.2 Analýza makroprostredia**

Podľa Keřkovského (2006) samotné podnikové prostredie zahŕňa faktory, ktorých pôsobenie môže na jednej strane vytvárať nové podnikateľské príležitosti a na druhej strane sa zároveň jedná o potencionálne hrozby pre existenciu podniku.

Makrookolie je tvorené všetkým, čo nebolo vytvorené vo vnútri podniku a spravidla bez ohľadu na jeho chovanie. Podnik nemôže tieto podmienky aktívne ovplyvňovať, ale môže na nich reagovať a tým aj meniť smer svojho vývoja. (Sedláčková, 2000, s. 5)

Rozbor makrookolia robíme pomocou analýzy PEST, ktorá sa zaoberá politickými, ekonomickými, sociokultúrnymi a technologickými faktormi, ktoré ovplyvňujú podnik. Názov PEST analýzy je zložený z počiatočných písmen jednotlivých faktorov.

#### **2.2.2.1 Politické a legislatívne faktory**

Ekonomika je ovplyvňovaná štátom hlavne prostredníctvom zákonov a ich dohľadom nad dodržiavaním. Štát ale taktiež vystupuje v úlohe významného zamestnávateľa a spotrebiteľa, alebo aj v úlohe tvorca hospodárskej politiky (napr. export a jeho podpora), čím môže pre podnik vytvárať príležitosti a zároveň aj hrozby. (Keřkovský a Vykypěl, 2002, s. 40-41)

Vplyv českej zahraničnej politiky a jej dôsledky môžeme vidieť na možnostiach českých firiem na zahraničnom trhu, kedy vstup Českej republiky do Európskej únie viacerým firmám pomohol k rozšíreniu zahraničného obchodu a naopak niektoré smerovali k zaniknutiu.

#### **2.2.2.2 Ekonomické faktory**

Medzi tieto faktory môžeme zaradiť predovšetkým úrokovú mieru, infláciu, nezamestnanosť, hospodárske cykly a s nimi súvisiaci vývoj HDP, sadzby daní a menové kurzy. Rôz-

ne vývoje týchto faktorov môžu znamenať pre podnik buď rast príležitostí alebo opačne hrozieb. Odhadnúť akým smerom sa bude vyvíjať ekonomika štátu nie je jednoduchá úloha, ale ten podnik, ktorému sa to podarí, sa vyhne konfrontácií so štátom ako svojim konkurentom. (Sedláčková a Buchta, 2006, s.17)

### **2.2.2.3 Sociokultúrne faktory**

Do sociálneho okolia podniku zaraďujeme demografický vývoj, vzdelanosť obyvateľov, životný štýl, trávenie voľného času alebo životné prostredie. V posledných rokoch si ľudia uvedomujú dôležitosť životného prostredia a potrebu ho chrániť a zároveň je vytvorený väčší tlak na podniky s cieľom odstrániť nadmerné znečisťovanie životného prostredia. Podniky sú nútené meniť svoje technológie, materiály alebo likvidáciu odpadu, ktorý im vzniká pri výrobe. Na podniky sú kladené viaceré normy, ktoré musia dodržiavať, a ktoré im zároveň aj prinášajú zvyšovanie nákladov. (Sedláčková, 2000)

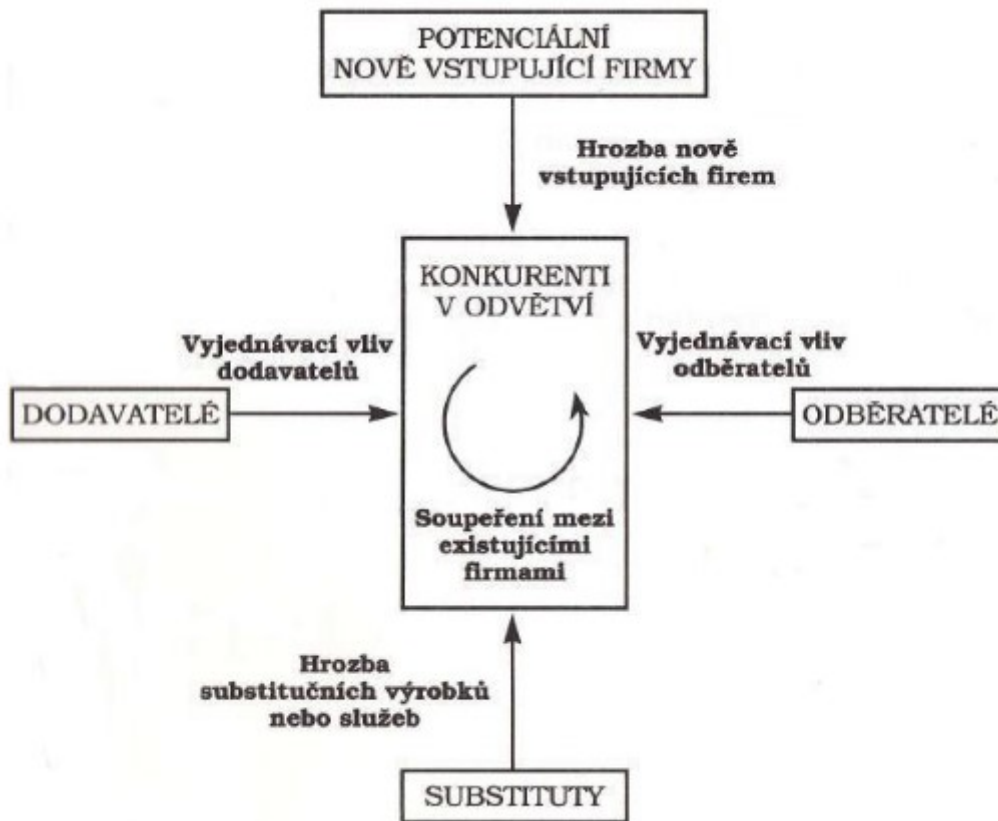
### **2.2.2.4 Technologické faktory**

V tejto časti sa jedna predovšetkým o technickú vybavenosť podniku. Technológie neustále napredujú a podniky nesmú zabúdať na potrebné investície do vývoja, ktoré môžu byť pre ich budúcu existenciu kľúčové. Odporúča sa podnikom si svoje nové vynálezy chrániť pomocou patentov alebo licencií. (Sedláčková a Buchta, 2006, s. 17)

### **2.2.3 Analýza mikroprostredia**

Cieľom analýzy mikroprostredia je zameranie sa na odvetvie, v ktorom podnik pôsobí. Podľa Portera (1994) konkurencia v odvetví vychádza z tzv. piatich konkurenčných síl. (znázornené na obr. č. 1) Vzájomným pôsobením týchto síl je vymedzená potenciálna ziskovosť daného odvetvia a jedná sa o tieto sily:

- Súperenie medzi existujúcimi podnikmi
- Hrozba substitučných výrobkov alebo služieb
- Hrozba novo vstupujúcich podnikov
- Vyjednávajúci vplyv dodávateľov
- Vyjednávajúci vplyv odberateľov



Obrázok 1 – Porterova analýza 5 konkurenčných síl (zdroj: Porter, 1994)

Porter (1994) tiež tvrdí, že existujú tri obecné konkurenčné stratégie, ktoré sa dajú využiť pri zdolávaní piatich konkurenčných síl, s cieľom predstihnúť iných firiem v odvetví.

1. **Prvenstvo v celkových nákladoch** – dosiahnutie najnižších nákladov v odvetví pomocou prísneho sledovania všetkých nákladov, špeciálne energetické náklady, využívanie skúsenosti s cieľom zefektívnenia spotreby, vyhýbať sa nesolventným zákazníkom a taktiež minimalizácia nákladov vo výskume a vývoji, službách či reklame. Nízke náklady vedia priniesť spoločnosti nadmerné zisky a zároveň aj výhodu nad konkurenciou, ktorá doťahovaním míňa viac peňazí. Celkovo chránia spoločnosť pred pôsobením všetkých piatich síl. Táto stratégia sa viaže buď s veľkým tržným podielom, využívaním nejakej výhody (vývoj, prístup k surovinám) alebo agresívneho tvorenia cien.
2. **Diferenciácia** – je charakteristická odlišením sa od konkurencie, a to výrobkom alebo službou. Táto diferenciácia môže byť vo forme designu, technológií, zákazníckeho servisu, predajnej siete alebo ďalšími spôsobmi. Strategickým cieľom nie sú čo najnižšie náklady, ale nie sú ani hlavným rozhodujúcim faktorom. Zákazníci

sú menej citliví na ceny a uprednostňujú osvedčenú značku. Dosiahnutie diferenciácie produkcie môže niekedy brániť v nadobudnutí veľkého tržného podielu z dôvodu vytvorenia dojmu exkluzivity, a ten je nezlučiteľný s veľkým podielom na trhu.

- 3. Sústreďenie pozornosti** – sústreďí sa na konkrétnu skupinu odberateľov, segment výrobných rad alebo geografický trh. Nezameriava sa na celé odvetvie, ale iba na určitú časť. Táto stratégia nevedie k nízkym nákladom alebo diferenciáciám v rámci celého trhu, dosahuje jednej alebo oboch týchto pozícií voči zvolenému cieľu.

### **2.2.3.1 Prognóza vývoja odvetvia**

Pri prognóze odvetvia sa vychádza z historického vývoja, ktorý sa zameriava predovšetkým na porovnanie minulého vývoja tržieb, zisku a ceny akcií. Je nutné sledovať základné vývojové línie, ktoré sú späté s inovačnými procesmi ovplyvňujúcimi základné parametre rastu. Nevyhnutné je stanovenie dĺžky obdobia, na ktorom sa budú prognózovať tržby a taktiež správne stanovenie ziskovej volatility. V týchto úvahách sa musí premietnuť aj očakávanie z hľadiska vývoja úrokových mier, devízových kurzov ale aj vplyv očakávaných udalostí na poli politiky (voľby, rast deficitu štátneho rozpočtu, apod.). Odvetvové prognózy robia aj skúsení profesionáli v maklérskejších, bankových a investičných spoločnostiach a je doporučené tieto analýzy a prognózy využívať. (Kislingerová, 2001, s. 37)

## **2.3 Finančná analýza**

Finančná analýza slúži na komplexné zhodnotenie finančnej situácie v podniku. Patrí pod fundamentálnu analýzu na úrovni mikrookolía. Znalosť finančnej situácie firmy pomáha investorom sa správne rozhodovať pri získavaní finančných zdrojov, pri stanovení optimálnej finančnej štruktúry, alokácií voľných peňažných prostriedkov alebo pri rozdeľovaní zisku. Znalosť finančného postavenia je potrebná aj kvôli minulosti a jej prevereniu a takisto aj z hľadiska budúcnosti a vytvorenia určitého odhadu a prognózovania budúceho vývoja. (Knápková, Pavelková, 2017, s.17)

Používatel'ov finančnej analýzy môžeme deliť na dve základné skupiny: (Holečková, 2008, s. 13-14)

- Externí užívatelia – informácie z verejne dostupných zdrojov. Jedná sa o investorov, odberateľov, dodávateľov, štát, konkurencia, banky.

- Interní uživatelé – informace z vnútra spoločnosti. Jedná sa o manažérov, zamestnancov, zastúpenie odborov.

Pre kvalitné spracovanie finančnej analýzy potrebujeme dáta, ktoré nám poskytnú účtovné výkazy podniku. Jedná sa o rozvahu, výkaz zisku a straty, výkaz cash flow, prehľad o zmenách vlastného kapitálu a príloha účtovnej závierky. Doplňiť informácie môžeme pomocou výročnej správy, odbornej tlače alebo z nezávislých hodnotení. (Knápková, Pavelková, 2017, s.18)

### 2.3.1 Metódy finančnej analýzy

K základným metódam finančnej analýzy patria: (Knápková, Pavelková, 2017, s.65)

- Analýza stavových ukazovateľov
- Analýza tokových ukazovateľov
- Analýza rozdielových ukazovateľov
- Analýza pomerových ukazovateľov
- Analýza sústav ukazovateľov
- Súhrnné ukazovatele hospodárenia

### 2.3.2 Analýza absolútnych ukazovateľov

Absolútne ukazovatele sú položky účtovných výkazov a vieme ich priamo použiť. Pri rozvahe hovoríme o stavových ukazovateľoch (obsahuje údaje o stave k určitému dátumu) a pri výkaze zisku a straty o tokovom ukazovateli (udáva údaje v nejakom časovom intervale). (Knápková, Pavelková, 2017, s.71)

Pri analýze absolútnych ukazovateľov využívame dve základné techniky, a to:

- Horizontálna analýza – porovnávanie zmien položiek jednotlivých výkazov v časovej postupnosti. Počíta sa výška zmeny, ktorá je vyjadrená absolútne alebo percentuálne k východiskovému roku.

$$\text{Absolútna zmena} = \text{ukazovateľ}_t - \text{ukazovateľ}_{t-1}$$

$$\text{Percentuálna zmena} = (\text{absolútna zmena} \times 100) / \text{ukazovateľ}_{t-1}$$

- Vertikálna analýza – vyjadrenie jednotlivých položiek účtovných výkazov ako percentuálneho podielu k jednej zvolenej základni. Vertikálna analýza sa pri rozvahe zaoberá podielom jednotlivých položiek na celkovej bilančnej sume (súčet aktív

a pasív) a vďaka tomu máme prehľad o štruktúre aktív a pasív. Pri výkaze zisku a straty sa zameriavame na štruktúru nákladov a výnosov.

### 2.3.3 Analýza pomerových ukazovateľov

Táto metóda je pokladaná za najviac rozšírenú metódu finančnej analýzy. Landa (2008) vyzdvihuje možnosť posúdenia finančnej situácie v časovom okamžiku alebo možnosť porovnania viacerých spoločností navzájom. Výsledné dáta slúžia ako vstupné údaje do matematických modelov. Negatívom je nižšia schopnosť vysvetľovania daných javov.

#### 2.3.3.1 Ukazovatele rentability

Podľa Kislingerovej (2001) merajú konečný efekt dosiahnutý podnikateľskou činnosťou ku konkrétnym vstupom, a to k celkovým aktívam, kapitálom alebo k tržbám. Ich cieľom je ukázať efektívnosť využívania kapitálu podniku a to bez ohľadu na zdroj financovania. Knápková (2017) vymenúva najčastejšie používané pomerové ukazovatele:

- Rentabilita aktív (ROA – Return on Assets) – meria výkonnosť alebo tzv. produkčnú silu podniku. V čitateľovi sa môže použiť EBIT, ktorý meria výkonnosť podniku bez vplyvu zadlženia a zaťaženia daňami. Čím je hodnota ROA vyššia, tým je lepšie hodnotenie daného podniku. Rentabilita aktív sa počíta nasledujúcim vzorcom:

$$ROA = \frac{\text{EBIT}}{\text{aktíva}}$$

- Rentabilita vlastného kapitálu (ROE – Return on Equity) – vyjadruje výnosnosť kapitálu, ktorý vložili vlastníci podniku. Výsledok môžeme porovnať s úrokmi, ktoré by sme získali z iných investícií a zväžiť čo je výhodnejšie. Kladný rozdiel medzi úročenými vkladmi a rentabilitou sa nazýva prémie za riziko. Odmeňuje vlastníkov za podstúpené riziko. Dosiahnuté hodnoty je ale treba posudzovať v dlhšom časovom kontexte z dôvodu možných výkyvov a nízkych hodnôt, ktoré nie sú spôsobené nejakými problémami podniku, ale vysokými investíciami do vybudovania ďalších kapacít, zavádzania nových produktov na trhu apod. Rentabilita vlastného kapitálu sa počíta nasledujúcim vzorcom:

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

- Rentabilita tržieb (ROS – Return on Sales) – meria podiel čistého zisku pripadajúceho na 1 Kč tržieb. Zisk v čitateľovi zlomku môže mať podobu - zisk po zdanení, zisk pred zdanením alebo EBIT. Pri porovnávaní medzi podnikmi sa odporúča použitie EBIT, aby hodnotenie nebolo ovplyvnené rôznou štruktúrou kapitálu a pri spoločnostiach z iných krajín aj odlišná miera zdanenia.

$$ROS = \frac{\text{zisk}}{\text{tržby}}$$

- Rentabilita úplatného kapitálu (ROCE – Return on Capital Employed) – úplatným kapitálom je považovaný každý, ktorý nesie náklad, tzn. vlastný kapitál, a dlhodobé a krátkodobé cudzie zdroje nesúce úrok.

$$ROCE = \frac{\text{zisk}}{\text{úplatný kapitál}}$$

- Rentabilita investovaného kapitálu (ROI – Return on Investment) – meria výnosnosť dlhodobého kapitálu (dlhodobý cudzí kapitál a vlastný kapitál), ktorý je vložený podnikovom majetku.

$$ROI = \frac{\text{zisk}}{\text{dlhodobý kapitál}}$$

### 2.3.3.2 Ukazovatele likvidity

V ekonomike aby mohol podnik existovať, musí byť schopný plniť svoje záväzky. Nestačí aby bol len rentabilný, ale musí disponovať aj dostatočnou hotovosťou a ostatnými likvidnými aktívami (pohľadávky a zásoby), aby mohol v danom čase a rozsahu plniť svoje záväzky. Obežný majetok ale neprodukuje zisk, v ňom má podnik svoje zdroje viazané. Je tu preto stret dvoch strán, na jednej sa usiluje o čo najnižšiu likviditu, aká je prípustná, a na druhej o takú výšku aby s ohľadom na prostredie bol vytvorený predpoklad likvidity. Ukazovateľmi likvidity sme informovaní o štatistickom pohľade schopnosti podniku splniť svoje záväzky. Základné ukazovatele, s ktorými sa stretávame sú nasledovné: (Kislingero-  
vá, 2001, s. 74-75)

- Bežná likvidita (current ratio) – vyjadruje koľkokrát môžeme pokryť krátkodobé záväzky obežnými aktívami. Koľkokrát je podnik schopný uspokojiť svojich veriteľov, keby transformoval všetky svoje aktíva do peňažnej podoby. Ideálna hodnota sa odporúča 1,5 – 2,5.

$$\text{Bežná likvidita} = \frac{\text{obežný majetok}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

- Pohotová likvidita (quick asset ratio) – presnejšie vyjadrenie podniku splniť krátkodobé závazky z dôvodu vylúčenia zásob a tým pádom je aj lepšie vyjadrená okamžitá platobná schopnosť podniku. Prijateľné rozmedzie hodnôt je 1 – 1,5.

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{obežný majetok} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

- Okamžitá likvidita (cash position ratio) – najprísnejší ukazovateľ likvidity, ktorý meria schopnosť uhradiť krátkodobé závazky práve v tomto okamžiku pomocou peňazí a ich ekvivalentov ako krátkodobých cenných papierov a šekov. Ukazovateľ by mal vykazovať hodnotu v rozmedzí 0,2 – 0,5.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{krátkodobý finančný majetok} + \text{peňažné prostriedky}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

### 2.3.3.3 Ukazovatele aktivity

Podľa Kislingerovej (2001) tieto ukazovatele informujú, ako podnik používa jednotlivé časti majetku. Rozdeľujú sa na dve skupiny – ukazovatele počtu obrátov a ukazovatele doby obratu. Pri dobe obratu nám výpovedné číslo udáva dĺžku jedného otočenia majetku, zatiaľ čo počet obrátok informuje o ich množstve za jeden rok. Snaha podniku je počet obrátov aktív čo najviac zväčšovať a opačne jednotlivé doby obratu skracovať.

- Obrat aktív – meria efektívne využívanie aktív v podniku a koľkokrát sa celkové aktíva obrátia za rok. Mal by byť minimálne rovný 1, ale ideálne čo najvyšší.

$$\text{obrat celkových aktív} = \frac{\text{tržby}}{\text{celkové aktíva}}$$

- Obrat zásob – ukazuje intenzitu využívania zásob a koľkokrát sa za rok predajú a opäť naskladnia.

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

- Doba obratu zásob – informuje o priemernom počte dní, počas ktorých má podnik viazané zásoby až do okamihu ich predaja alebo spotreby. V podniku by mala byť snaha o čo najnižšiu dobu z dôvodu neviazania peňazí v zásobách dlhý čas.



$$\text{doba obratu zásob v dňoch} = \frac{\text{zásoby} \times 365}{\text{tržby}}$$

- Doba splatnosti pohľadávok – informuje o počte dní, kedy musí spoločnosť čakať od vystavenia faktúry až po jej vyplatenie. Po túto dobu poskytuje spoločnosť svojim obchodným partnerom bezplatný obchodný úver.

$$\text{doba splatnosti pohľadávok v dňoch} = \frac{\text{pohľadávky} \times 365}{\text{tržby}}$$

- Doba splatnosti krátkodobých záväzkov – informuje o počte dní, kedy nie sú krátkodobé záväzky zaplatené a zároveň tým spoločnosť využíva bezplatný obchodný úver od svojich dodávateľov.

$$\text{doba splatnosti záväzkov v dňoch} = \frac{\text{krátkodobé záväzky} \times 365}{\text{tržby}}$$

Jedná sa o najčastejšie používané ukazovatele aktivity a malo by sa dodržiavať nasledovné – inkasná doba pohľadávok je kratšia ako doba potrebná na úhradu záväzkov. V opačnom prípade vzrastá hrozba vzniku finančného deficitu.

#### 2.3.3.4 Ukazovatele zadlženosti

Pomocou týchto ukazovateľov vieme pomer využitia vlastných a cudzích zdrojov v podniku. Používaním cudzieho kapitálu môžeme zvyšovať výnosnosť vlastného kapitálu, ktorý je od cudzieho kapitálu lacnejší a prináša aj ďalšie výhody ako daňový štít a finančnú páku. Na druhú stranu musíme mať na pamäti aj fakt, že väčšie zadlžovanie vedie k poklesu finančnej stability podniku. (Sedláček, 2001, s. 53-55)

Kislingerová (2001) uvádza tieto ukazovatele:

- Zadlženosť I. (debt equity) – pomer medzi cudzím a vlastným kapitálom. Odporúča sa ako základný pomer 50 na 50, avšak pri zohľadnení finančného rizika sa za základnú (bezpečnú mieru zadlženia) berie 40% cudzieho kapitálu v pomere ku vlastnému kapitálu.
- Zadlženosť II. (debt ratio) – ukazovateľ veriteľského rizika a udáva pomer medzi cudzími zdrojmi k celkovej hodnote aktív. Hovorí aká majetková základňa kryje cudzie zdroje.
- Úrokové krytie (interest coverage) – vyjadruje koľkokrát je zisk vyšší ako úrok a aký veľký je „bezpečnostný vankúš“ pre veriteľov. Ak tento ukazovateľ dosahuje

hodnoty 1, znamená to, že všetok vyprodukovaný efekt v podniku sa použije na úhradu úrokov pre veriteľov.

### 2.3.4 Analýza súhrnných ukazovateľov

Kislingerová (2011) charakterizuje tieto súhrnné ukazovatele na použitie pri komplexnom hodnotení podniku zameranom na finančnú výkonnosť. Súhrnné ukazovatele sú schopné definovať finančnú situáciu pomocou jedného číselného ukazovateľa. V tejto diplomovej práci bude použitá Altmanova analýza, ktorá predpovedá hroziaci bankrot spoločnosti a zároveň odpovedá na otázku týkajúcu sa budúcej existencie podniku.

#### 2.3.4.1 Altmanova analýza

Táto analýza vyhodnocuje zdravie podniku na základe jedného výsledného čísla. Zahŕňa v sebe pomerové ukazovatele a pomocou váh je vyrátané Z – skóre, ktoré reflektuje podnikové finančné zdravie. Je zameraná na predvídanie hroziaceho bankrotu pre spoločnosť.

Kislingerová (2001) definuje vzorec Altmanovej analýzy pre spoločnosti, ktoré sú obchodovateľné na kapitálovom trhu nasledovne:

$$Z = \text{EBIT} / \text{aktíva} \times 3,3 + \text{tržby} / \text{aktíva} \times 1,0 + \text{tržná hodnota vlastného kapitálu} / \text{účtovná hodnota dlhu} \times 0,6 + \text{nerozdelený zisk z minulých rokov} / \text{aktíva} \times 1,4 + \text{čistý pracovný kapitál} / \text{aktíva} \times 1,2$$

Výsledný Z – faktor nás informuje o podnikovom finančnom zdraví:

- Z – faktor vyšší ako 2,9 – finančne zdravá spoločnosť
- Z – faktor v intervale  $< 1,8 - 2,98 >$  - „šedá zóna“ – nie je možné prijať štatisticky podloženú prognózu budúceho vývoja
- Z – faktor nižší ako 1,8 – podnik je ohrozený bankrotom

## 2.4 FATA analýza

Podľa Kráľa (2008) nám kombinácia fundamentálnej a technickej analýzy ponúka úplný pohľad na analýzu vybraného podniku. Strategická a finančná analýza sa spolu s FATA analýzou dopĺňajú. Diplomová práca bude využívať obidve analýzy, ktoré budú v nasledujúcich kapitolách bližšie predstavené.

### 2.4.1 Fundamentálna analýza

Táto analýza sa zaoberá skúmaním fundamentu predmetného aktíva (do ktorého chceme investovať), teda jeho podstaty. Jej podstatou je určenie faktorov, ktoré najviac ovplyvňujú vývoj skúmaného objektu vrátane určenia smeru tohto pôsobenia. Král' (2008) ďalej vymenúva 3 hlavné analyzované časti fundamentálnej analýzy:

- Ekonomická analýza (makroekonomické, mikroekonomické, niekedy aj mezzoeconomické)
- Analýza politických vplyvov
- Analýza sezónnych a špekulačných vplyvov

Podľa Damodarana (2012) je základným cieľom fundamentálnej analýzy pri valuácii spoločnosti, odhadnutie jej hodnoty. Táto hodnota vychádza z finančných údajov a ďalších faktorov ako vyhládka rastu, možné riziká a výška peňažných tokov.

Fundamentálna analýza je založená na princípe odlišnosti vnútornej hodnoty akcie od aktuálnej tržnej ceny tejto akcie obchodovateľnej na verejných trhoch. Akcia môže dosiahnuť vyššej vnútornej hodnoty ako je jej aktuálna cena a vtedy sa jedná o podhodnotenú akciu, a naopak pri vnútornej hodnote, ktorá je nižšia ako tržná cena, hovoríme o akcii nadhodnenej. Rozdielne metódy sú používané investormi na určenie hodnoty a taktiež sa premietajú do valuácie ich očakávania a rozdielnosť použitých informácií, aj vzhľadom na ich dostupnosť. Preto nie je možné určiť jednu správnu vnútornú hodnotu, ale existuje ich niekoľko. Vnútorná hodnota akcie by mohla byť chápaná ako „individuálny názor ktoréhokoľvek účastníka akciového trhu na to, aký by mal byť tzv. spravodlivý akciový kurz.“ (Rejnuš, 2008, s. 238)

Pri makroekonomickej fundamentálnej analýze získavame informácie o pravdepodobnom budúcom vývoji skúmanej ekonomiky na základe analýzy ekonomických ukazovateľov, spomenutých v kapitole strategickej analýzy. Mikroekonomická fundamentálna analýza nám podáva podrobný obraz o finančnom zdraví podniku a jeho budúcom vývoji. Súhrn z analýz niektorých hlavných firiem za dané odvetvie a súhrn výsledkov niekoľko hlavných odvetví danej ekonomiky vie poskytnúť základný obraz budúceho makroekonomickeho vývoja danej ekonomiky. Pri politických vplyvoch skúmame vnútroštátne a medzištátne vplyvy, s cieľom odhaliť potencionálnu hrozbu pre nami skúmané firmy. Skúmanie týchto vplyvov sa označuje aj ako **riziko zeme** a ich kvantifikácia je robená renomovanými ratingovými agentúrami. **Sezónne vplyvy** sa rozdeľujú na dva druhy a to,

objektívne, ktoré súvisia s existenciou ročných období a subjektívne, ktoré sú vyvolané ľudskou činnosťou. **Špekulačné vplyvy** sú najťažšie zistiteľným a merateľným druhom vplyvov, z dôvodu nevedomosti plánov iných maklérov a obchodníkov na burze, ktorí patria medzi hlavných manipulátorov trhu. Často bývajú postavené len na základe nejakej neoverenej správy, ktorá sa časom môže ukázať ako falošná. Ich hlavná nevýhoda je v takmer nemožnej predikcii. (Kráľ, 2008, s. 25-37)

Kráľ (2008) pri mikroekonomickej analýze spomína aj ďalšie body hodnotenia:

- Charakteristika a predmet podnikania danej spoločnosti
- Finančná analýza
- Akcie podniku – ich počet, cena na burze a vývoj
- Management firmy
- Dividendová politika
- Dostupnosť kvalitných informácií (ekonomické, politické, personálne, apod.)
- Vlastnícka štruktúra akcionárov

#### 2.4.2 Technická analýza

Podľa Kráľa (2007) sa technická analýza zaoberá zbieraním, sledovaním, meraním a vyhodnocovaním cien a objemu k nejakému časovému úseku. Snaží sa odhadnúť budúci vývoj ceny daného aktíva. Nazýva sa aj chartrovou analýzou, ktorý bol odvodený z angličtiny od slova „chart“ (po slovensky graf). Je to z dôvodu analyzovania grafov, čo je zároveň aj základný analytický nástroj. Odpovedá teda na otázky, kedy kúpiť a kedy naopak predat' aktívum.

Technická analýza ale vie odpovedať aj na otázku psychológie účastníkov trhu. Či na trhu prevláda nákup alebo predaj a či sú na nízkej, priemernej alebo nadpriemernej úrovni. Tak tiež či rastie cena prudko alebo naopak trh je v panike a vo veľkom predáva. (Kráľ, 2007, s. 10-11)

Základné predpoklady technickej analýzy:

- **Všetky informácie sú obsiahnuté v cene** – aktuálne kurzy akcií obsahujú všetky informácie, ktoré sú k dispozícii

- **Opakovanie histórie** – predikovanie je možné vďaka opakujúcim sa grafickým obrazcom v dlhšom časovom horizonte. Je to spôsobené z dôvodu ľudskej psychiky, ktorá sa časom príliš nemení.
- **Pohyb cien v trendoch** – akcie vykazujú v správaní určitý trend, pomocou ktorého je možné určiť smerovanie vývoja akciového kurzu.

Kľúčová je skorá identifikácia zmeny trendu pre správne načasovanie uskutočnenia obchodovania. Netreba zabudnúť ale na fakt, že technickou analýzou nevieme určiť presnú chvíľu vhodnej realizácie obchodu. Minulosť sa môže opakovať, ale nemusí to byť v rovnakej hladine. Nadobúdaním nových skúsenosti sa daný analytik môže zlepšovať v predikovaní. (Veselá, 2007, s. 475-480)

## 2.5 Finančný plán

Podľa Maříka (2011) sa pri oceňovaní podniku výnosovou metódou mal zostaviť aj finančný plán. Pri finančnej analýze sme sa zamerali na minulosť podniku a naopak pri finančnom pláne sa snažíme o predpoveď budúceho vývoja. Medzi hlavné finančné výkazy tohto plánu patria:

- Výsledovka
- Rozvaha
- Výkaz peňažných tokov

Finančný plán je časťou plánu podniku a mal by vychádzať z jeho dlhodobej koncepcie, vízie a stratégie. Kislingerová (2010) dodáva, že sa jedná o postupnosť budúcich dejov vo financiách smerujúcich k finančnému cieľu. V podnikovom pláne nájdeme sústavu vyvážených plánov a podľa Maříka (2011) sem patria predovšetkým:

- Plán predaja – slúžiaci na odhad budúcich výnosov
- Plán produkcie – odhad budúcich nákladov
- Plán kapacít – nadväzuje na plán produkcie a tento plán súvisí s plánom investícií, odpisov, pracovného kapitálu, údržby a obnov.
- Plán pracovných síl – dopad do osobných nákladov
- Plán budúcich prevádzkových výnosov a nákladov – pomáha zostaviť plán prevádzkového výsledku hospodárenia a následne určiť dane a podiely na zisku. Ná-

sledne vieme zostaviť aj plán prevádzkového peňažného toku (zložkami pracovného kapitálu – zásoby, pohľadávky a krátkodobé záväzky).

- Celkový peňažný tok – vieme zostaviť vďaka pláne prevádzkových peňažných tokov a plánu investícií. Na záver sa zostavuje rozvaha.

Investor nezostavuje finančný plán v plnom rozsahu, ale iba v objeme ktorý pre ocenenie potrebuje. Získanie všetkých dát ani nie je možné z dôvodu ich držania v tajnosti zo strany podniku. Vyzeradením všetkých informácií by sa podnik mohol stať menej konkurenčným. Pri zostavovaní finančného plánu podľa Maříka (2011) je možné využiť generátory hodnoty. Jedná sa o:

- Tržby z predaja hlavných produktov podniku
- Zisková marža – z nej zistený prevádzkový zisk v peňažnom vyjadrení
- Plánovaná výška zásob pohľadávok a záväzkov
- Prognóza investícií do dlhodobého majetku – potrebného k udržaniu hlavnej prevádzky podniku

Oceňovateľ ďalej musí urobiť **plán financovania** a predpokladané splatenie úverov. Tento plán je vhodné doplniť niektorými ďalšími **menej významnými položkami**, ktoré výsledné oceňovanie spresňujú. Môže sa jednať o položky nákladov a výnosov, pohľadávok a záväzkov, pri ktorých máme pravidelnosť opakovania. Generátory hodnôt sa zameriavajú na hlavnú prevádzku podniku a preto je vhodné ich doplnenie **položkami nesúvisiacimi s hlavnou prevádzkou podniku**. Týmto položkami môžu byť – zisk z predaja majetku alebo investície v cenných papieroch. Odporúča sa oceňovať tieto položky samostatne z dôvodu vplyvu na budúci vývoj podniku, čo zároveň môže pôsobiť negatívne na závery oceňovateľa. (Mařík, 2011, s. 150 – 151)

Podľa Maříka (2011) je potrebné započítať aj predpokladané výplaty dividend a podielov na zisku vlastníkom z dôvodu zabránenia neúmerneho nárastu v rozvahe. Týmto krokom by sme nemali mať vplyv na výšku hodnoty podniku, iba tým zvyšujeme hodnovernosť plánu. Nakoniec len doplníme formálne dopočítania všetkých položiek, ktoré sú potrebné pre kompletne zostavenie finančných výkazov a neboli zatiaľ spočítané počas zostavovania osobitných čiastočných plánov. Jedná sa napríklad o nerozdelený zisk alebo výšku dlhodobého majetku ku koncu každého roka (ak nebola zarátaná pri prognóze investícií)

### 2.5.1 Odhad budúcich ziskov

Budúce zisky sa dajú odhadovať mnohými spôsobmi a odbornými analytikmi sú často vytvárané veľmi detailné a zložité modely. Tieto modely obsahujú veľa parametrov, pomocou ktorých sa snažia dopracovať k budúcej podobe finančných výkazov spoločnosti. Gladiš (2015) uvádza, že tento postup je po teoretickej stránke správny, ale je veľmi náročný na spracovanie a nemá o toľko presnejšie výsledky ako iné postupy (vzhľadom na jeho prácnosť).

Gladiš (2015) odporúča metódu **modelu ROE**, ktorá je omnoho jednoduchšia, rýchlejšia a ponúka aj dostačujúcu presnosť. Pri modeli ROE (return on equity) je výnos vlastného majetku základným oporným bodom tohto modelu. Nasledujúci postup pri použití modelu ROE je takýto:

- Určenie parametra
- Dividendy a ich výplatný pomer
- Predikcia budúcich čistých ziskov (dôležitá pre predikciu ďalších položiek účtovných výkazov spoločnosti)
- Výpočet očakávanej tržnej ceny akcie (zisk na akciu x primerané P/E)

Samotný model ROE je ale použiteľný iba pri spoločnostiach, ktoré nie sú nové a nemajú veľkú volatilitu vo výsledkoch, čiže sú dobre predvídateľné. Použitie modelu pri nestabilných a nepredvídateľných spoločnostiach prudko znižuje jeho spoľahlivosť. Pri cyklických a nových spoločnostiach je dá sa povedať nepoužiteľná. Netreba však zabúdať, že stále sa jedná iba o odhad a bude tam odchýlka od reality. (Gladiš, 2015, s.54-55)

## **II. PRAKTICKÁ ČÁST**



### 3 ANALYTICKÁ ČASŤ

V tejto kapitole bude predstavená štruktúra analytickej časti práce a taktiež jej cieľ, analýza a predikcia relevantných ekonomických dát potrebných pre vybraný podnik a jeho valuáciu. Štruktúra analytickej časti bude rozdelená do nasledujúcich bodov:

- Predstavenie spoločnosti
- Strategická analýza
- Makroanalýza a mikroanalýza prostredia
- Finančná analýza

#### 3.1 Predstavenie spoločnosti

Kofola ČeskoSlovensko a.s. (ďalej len Kofola) je súčasťou skupiny Kofola, jedného z popredných výrobcov a distribútorov nealkoholických nápojov v strednej a východnej Európe. Okrem tradičného československého trhu, kde je lídrom, pôsobí v Poľsku, Slovinsku a Chorvátsku, a v menšej miere aj v Rusku. Skupina vyrába nápoje v siedmich závodoch a medzi jej hlavné značky patrí Kofola, Hoop Cola, Jupí, Jupík, Rajec, Radenska, Semtex, Vinea, čerstvé zeleninové šťavy UGO, Studenac. Na niektorých trhoch skupina pôsobí ako distribútor výrobkov ako sú Rauch, Evian, Badoit a taktiež oficiálny distribútor českej liečivej vody Vincentka, a v licencií vyrába nápoj RC Cola a Orangina. V roku 2017 spoločnosť kúpila poľského výrobcu ovocných a bylenných produktov Premium Rosa. Ďalšou akvizíciou bola česká spoločnosť LEROS, ktorá vyrába zmesi z liečivých rastlín. Skupina zamestnáva 2198 pracovníkov.

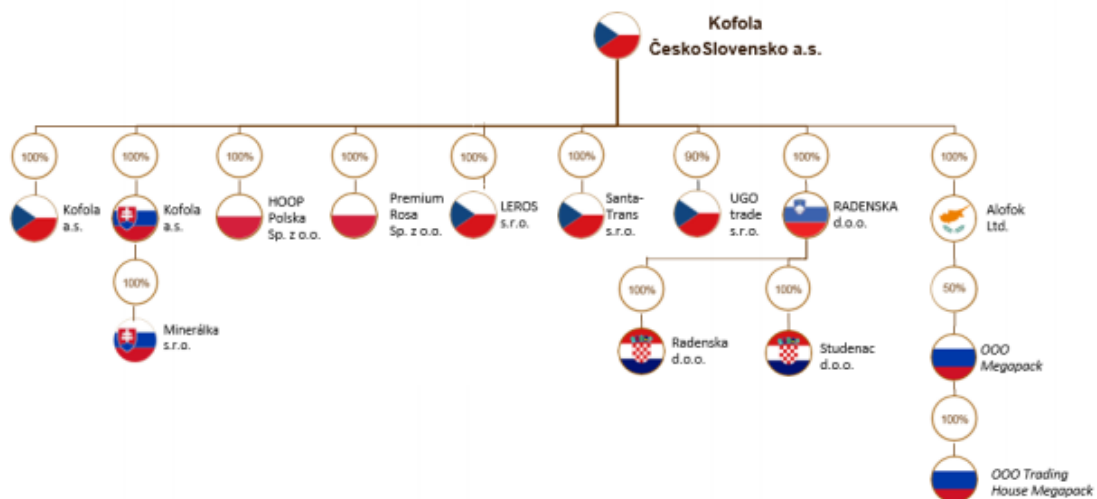
Skupinu Kofola tvorí:

- Kofola ČeskoSlovensko a. s. – materská spoločnosť, Ostrava (CZ)
- Kofola a. s. – Krnov, Mnichovo Hradiště (CZ)
- Kofola a. s. – Rajecká Lesná (SK)
- OOO Megapack – Moskva (RU)
- UGO Trade s.r.o. – Krnov (CZ)
- Santa trans spol. s.r.o. – Krnov (CZ)
- Radenska d.o.o. – Radenci (SI)
- Studenac d.o.o. – Lipik (HR)
- Premium Rosa Sp. Z.o.o. – Zlotoklos (PL)

- LEROS, s.r.o. – Praha (CZ)



Obrázok 2 – Logo spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. (zdroj: kofola.cz)



Obrázok 3 – Štruktúra spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. (zdroj: kofola.cz)

### 3.1.1 História spoločnosti

Vzniku spoločnosti predchádzal vznik syteného nealkoholického nápoja – Kofola. Tento nápoj vznikol v roku 1959 v Československu a mal byť alternatívou k západným nápojom, ktoré neboli dostupné (napr. Coca-Cola, Pepsi). Nápoj Kofola vznikol na základe podnetu od štátu, ktorý chcel využiť prebytočný kofeín, ktorý ostával pri pražení kávy. Vyvinuli ho v Opave v roku 1959 Doc. RNDr. PhMr. Zdeněkom Blažekom, CSc.

Základom nápoja sa stal sirup tvorený z tuzemských surovín a prírodných látok. Bol sladkokyslý a dostal názov „Kofo“ a vyrábala sa vo farmaceutickom podniku Galena. Technologický prevod do výroby uskutočnil vtedajší čerstvý absolvent farmácie Jaroslav Knap, s ktorým sa Blažek zoznámil na prvom československom zjazde lekárnikov.

Nápoj Kofola sa začal predávať v roku 1960 a v 70-tych rokoch sa stala v Československu veľmi obľúbenou. Ako už bolo spomínané, bola náhradou vtedajších nedostupných západných kolových nápojov. Po roku 1989 a páde komunistického režimu prišli na trh aj tieto zahraničné značky a Kofola začala menej predávať. Taktiež sa viedlo viacero súdnych sporov o ochrannú značku. Viaceré firmy začali s produkciou vlastnej „Kofoly“, aj keď nemali s pôvodnou značkou nič spoločné a snažili sa len využiť meno zavedenej značky. Nakoniec sa jediným výrobcom a distribútorom Kofoly v Českej a Slovenskej republike stala spoločnosť Santa nápoje, so sídlom v Krnově a ktorú vlastnila rodina Samarasovcov pochádzajúcich z Grécka.

S narastajúcim dopytom na Slovensku, vznikla potreba vybudovania novej továrne a stalo sa tak v roku 2002 v meste Rajecká Lesná. V roku 2003 prišlo premenovanie spoločnosti na Kofola, a. s.. Ako už bolo spomínané, spoločnosť okrem nápoja Kofola vyrába aj ďalšie nealkoholické nápoje (Top Topic, Jupí, Jupík, RC Cola, Rajec), ktoré expeduje do okolitých krajín ako Poľsko, Maďarsko, a taktiež aj Slovinsko a Chorvátsko.

V roku 1998 Kofola doplnila 0,33 litrové sklenené fľaše o ďalšie možnosti, a to 0,5 a 2 litrové PET fľaše. V roku 2003 pribudli 0,25 litrové plechovky a neskôr v roku 2004 1 litrové PET fľaše. Ďalej v roku 2012 1,5 litrové PET fľaše. Sústavne sa ale používajú a zároveň tešia popularite 50 litrové sudy slúžiace na čapovanie Kofoly. Spoločnosť používala až do roku 2000 ako logo nápoja Kofola, kávové zrno, ktoré bolo neskôr zmenené na kávový list.

### **3.1.2 Základná charakteristika podľa OR**

Obchodné meno: Kofola ČeskoSlovensko a.s.

Sídlo: Nad Porubkou 2278/31a, Poruba, 708 00 Ostrava

Právna forma: akciová spoločnosť

Identifikačné číslo: 242 61 980

Dátum vzniku: 12.9.2012

Základný kapitál: 1 114 597 400 Kč (splatených 100%)

Zapísaná v obchodnom registri vedeného u Krajského súdu v Ostrave, oddiel B, vložka č. 10735

Akcie: 22 291 948 ks kmeňových akcií na meno v zaknihovanej podobe v menovitej hodnote 50 Kč

Predmet podnikania: výroba, obchod a služby neuvedené v prílohách 1 až 3 živnostenského zákona; činnosť účtovných poradcov, vedenie účtovníctva, vedenie daňovej evidencie

Predmet činnosti: prenájom nehnuteľností, bytov a nebytových priestorov

Počet zamestnancov: 2198

Telefón: +420 595 601 030

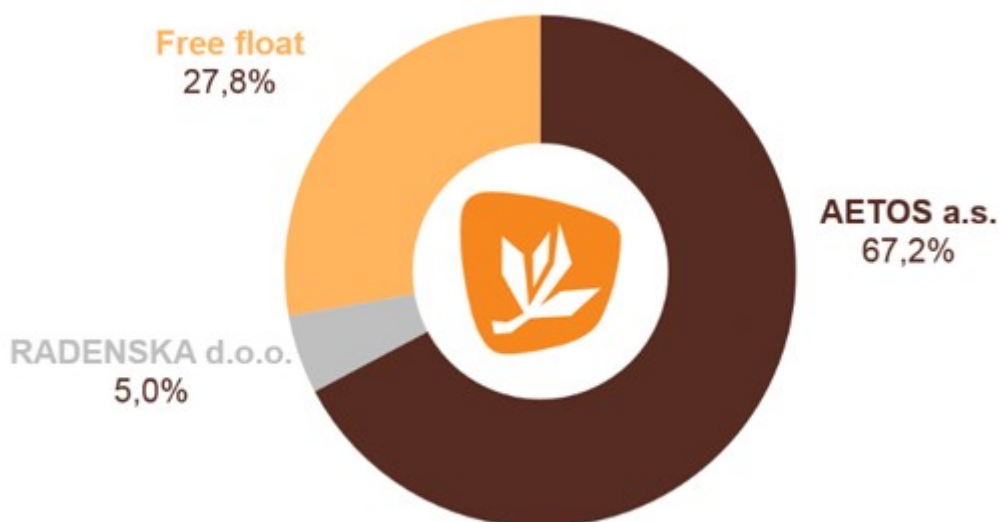
Internet: investor.kofola.cz

### 3.1.3 Vlastnícka štruktúra

Základný kapitál spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko a. s. sa skladá z 22 291 948 ks akcií.

Tieto akcie sú rozdelené nasledovne:

- AETOS a. s. – 14 984 204 ks akcií (67,2% vlastnícky podiel)
- RADENSKA d.o.o. – 1 114 109 ks akcií (5,0% vlastnícky podiel)
- Free float (Ostatný) – 6 193 635 ks akcií (27,8% vlastnícky podiel)



Obrázok 4 – Vlastnícka štruktúra Kofola ČeskoSlovensko a. s. (zdroj: investor.kofola.cz)

## 3.2 Strategická analýza

V strategickej analýze sa zameriame na analýzu makroprostredia a mikroprostredia daného podniku. V tejto kapitole budú využité dve metódy, SWOT analýza a PEST analýza. PEST analýza sa zameriava na spracovanie dôležitých ukazovateľov v makrookoliu podniku. Skúmaniu budú podrobené všetky štyri faktory – politické, ekonomické, sociálne a technicko-technologické. Strategická analýza sa dopĺňa s FATA analýzou, v ktorej budú podrobené analýze ďalšie prvky.

### 3.2.1 SWOT analýza

#### Silné stránky (S)

Medzi silné stránky spoločnosti Kofola môžeme zaradiť:

- Veľký tržný podiel (číslo 2 na trhu nealkoholických nápojov v ČR)
- Silná tradičná značka s dlhou históriou
- Širokospektrálny záber na trhu nealkoholických produktov
- Kvalitný marketing

#### Slabé stránky (W)

Za slabé stránky spoločnosti Kofola môžeme považovať:

- Vysoko konkurenčný trh
- Zvyšujúca sa cena práce
- Predpoveď stagnovania trhu v otázke objemu
- Zvyšujúce sa podmienky na ekológiu – zväčšenie výdavkov v tejto oblasti a nemožnosť sa im vyhnúť
- Slabé výsledky v Poľsku

#### Príležitosti (O)

U spoločnosti Kofola môžeme vidieť tieto príležitosti:

- Rastúci dopyt po nealkoholických nápojoch v domácnostiach
- Zavedenie nových produktov na trhu
- Klesajúca cena niektorých výrobných materiálov
- Možnosť vstupu na ďalší trh

#### Hrozby (T)

Za významné hrozby pre spoločnosť Kofola môžeme identifikovať tieto:

- Rastúci záujem zákazníkov o nealkoholické ochutené piva
- Zvýšené použitie vody z vodovodu v gastronómii
- Negatívny makroekonomický výhľad českej ekonomiky
- Neistá budúca politická situácia v Českej republike

### 3.2.2 PEST analýza

#### Politické a legislatívne faktory

Podnikateľská činnosť je významne ovplyvnená politickým a legislatívnym prostredím. Česká republika je demokratický štát a od roku 2004 je súčasťou Európskej únie. Toto začlenenie prinieslo viacero výhod, ako voľný pohyb osôb, výrobkov, služieb či kapitálu. Na druhej strane to ale znamená tiež riadenie sa európskymi nariadeniami, vyhláškami, smernicami alebo normami. Česká republika má ale svoju vlastnú legislatívu, zákony, vyhlášky, predpisy a normy, ktorými sa musia podniky riadiť.

Pre spoločnosť Kofola je dôležité členstvo v Európskej únii a taktiež spomínané výhody s ním náležiacie. Spoločnosť tak šetrí náklady a zároveň zvyšuje zisk. Toto členstvo má svoj význam aj pri rozhodovaní o budúcich investíciách a expanzii firmy.

Zákony svojim veľkým počtom a častými zmenami môžu spôsobovať podnikom problémy a nepomáha tomu ani ich zrozumiteľnosť (pri niektorých). Dôležitými zákonmi, ktoré podnik potrebuje poznať môžeme definovať obchodný zákonník, zákonník práce, zákon o účtovníctve a zákony súvisiace s daňami (DPH, daň z príjmu, daň z nehnuteľností, cestná daň).

Na čele Českej politiky sa nachádza Andrej Babiš so svojim hnutím ANO. Od nástupu do funkcie premiéra sa začali vynárať viaceré kauzy a problémy súvisiace s jeho menom. Pán Babiš je dokonca trestne stíhaný. Vláda ČR sa dlhšie nachádzala v stave kedy nemala dôveru, až sa neskôr dohodli so stranou ČSSD, ktorá ju legitimovala. V roku 2018 sa uskutočnili tiež prezidentské voľby, ktoré vyhral Miloš Zeman, ochotne spolupracujúci s Andrejom Babišom. Výsledkom bola druhá možnosť zostavenia vlády pre Andreja Babiša a zároveň sa vytvorilo medzi týmito politikmi silné puto, ktoré prinieslo českej politike určitú stabilitu. V Českej republike pôsobí tiež strana KSČM (Komunistická strana Čiech a Moravy), ktorá má podporu okolo 8% a môže predstavovať pre podnikateľskú sféru

menšiu hrozbu, keďže táto politická strana podporuje zriadenie, ktoré neumožňuje slobodné podnikanie.

### Ekonomické faktory

V nasledujúcej časti budú spomínané vybrané makroekonomické ukazovatele, ako sú HDP, miera inflácie a miera nezamestnanosti.

**Inflácia** vyjadruje percentuálnu zmenu priemernej cenovej hladiny posledných dvanástich mesiacov oproti priemeru predchádzajúceho roku a udáva tak mieru znehodnotenia meny tohto obdobia. Cenová hladina je sledovaná pomocou spotrebného koša, ktorý je navrhnutý tak, aby zachytával najvýznamnejšie výdaje obyvateľstva, ako je cena nájmu, potravín, energií, výška DPH alebo pohonné hmoty a ich cena.

Z tabuľky uvedenej nižšie môžeme vyčítať, že miera inflácie dosahuje v rokoch 2014, 2015 a 2016 nízkych hodnôt. Bolo to dané hlbokým poklesom cien minerálnych palív a obecnou nízkou infláciou v globálnom meradle. Tieto hodnoty sa nachádzali pod inflačným cieľom ČNB.

V roku 2017 vidíme nárast hodnoty na 2,5%, ktorý v roku 2018 klesol na úroveň 2,1% čo je stále nad úrovňou 2% inflačného cieľa ČNB. Bolo to spôsobené nárastom korunových cien ropy a proinflačným efektom vývoja miezd a platov. Pre rok 2019 sa predpovedá úroveň 2,1% s vyhlídkou do budúcnosti na pokles z dôvodu prepadu ceny ropy a znižujúcej sa intenzity proinflačných efektov.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019-P	2020-P
<b>Inflácia v %</b>	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	2,1	1,6

Tabuľka 1 – Inflácia (vlastné spracovanie, zdroj: www.mfcr.cz)

**Hrubý domáci produkt (HDP)** je vyjadrením novo vytvorenej hodnoty statkov a služieb a je kľúčovým ukazovateľom vývoja celej ekonomiky. Česká republika je krajinou orientovanou proexportne a jej vývoz a zahraničný obchod sú pre hodnotu HDP veľmi dôležité.

V roku 2015 je možné vidieť hodnotu 5,3%, ktorá je o niečo vyššia ako ostatné, čo bolo spôsobené hlavne dočerpávaním prostriedkov z fondov Európskej únie určených pre obdobie 2007-2013, ktoré bolo možné využiť len do konca roku 2015. Ďalším pozitívnym faktorom bola fiskálna stimulácia, ktorej rozsah bol odhadnutý na 0,8% HDP.

Pre rok 2019 sa predpokladá rast HDP vo výške 2,5%. Najviac by sa mala pod neho podpísať spotreba domácnosti, ktorá bude odrážať silnú mzdovú dynamiku pri veľmi nízkej miere nezamestnanosti a taktiež zvýšenie dôchodkov. Prispieť majú aj investície do fixného kapitálu a spotreba vládnych inštitúcií.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019-P	2020-P
<b>HDP v mld. Kč</b>	4314	4596	4768	5047	5313	5590	5823
<b>rast v %</b>	2,7	5,3	2,5	4,4	2,8	2,5	2,4

Tabuľka 2 – Hrubý domáci produkt (vlastné spracovanie, zdroj: www.mfcr.cz)

**Nezamestnanosť** sa postupom rokov znižovala vďaka priaznivej ekonomickej situácii. Momentálne je na úrovni 2,3% a odhaduje sa malý pokles na hodnotu 2,2%. Priestor na nejaký ďalší pokles je takmer vyčerpaný a miera nezamestnanosti už nemá moc kde klesnúť. Súčasná hodnota zachytáva aj ľudí, ktorí pracovať nechcú.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019-P	2020-P
<b>miera nezamestnanosti v %</b>	6,1	5,1	4	2,9	2,3	2,2	2,2

Tabuľka 3 – Miera nezamestnanosti (vlastné spracovanie, zdroj: www.mfcr.cz)

**Kurz českej koruny (CZK)** je dôležité sledovať z dôvodu obchodovania na viacerých trhoch a predovšetkým silného postavenia na Slovenskom trhu. Počas rokov dochádza k miernemu poklesu a oslabovaniu Českej koruny s výhľadom do roku 2019 na jej posilnenie.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019-P	2020-P
<b>zmenný kurz CZK/EUR</b>	27,5	27,3	27	26,3	25	25,5	25,1

Tabuľka 4 – zmenný kurz CZK/EUR (vlastné spracovanie, zdroj: www.mfcr.cz)

### Sociokultúrne faktory

Sociálne okolie podniku je ovplyvnené demografickým vývojom obyvateľstva, úrovňou vzdelania, miery nezamestnanosti, ale tiež životným prostredím. Súčasný trend vývoja je v znamení starnutia obyvateľstva v Českej republike. S výhľadom do budúcnosti sa očakáva predlžovanie dĺžky života a tým zvýšenie počtu ľudí na dôchodku. Ťažko predpoved' budúci dopad tohto vývoja aj z dôvodu diskutovania ohľadom dôchodkových reforiem.



Ďalším trendom v Českej republike je zvyšujúci sa podiel vzdelanosti a absolventov vysokých škôl. Spoločnosť Kofola zatiaľ nepociťuje problém pri zháňaní nových zamestnancov súvisiacich s touto skutočnosťou. Terajšia konzumná spoločnosť ale má stále väčšie nároky na jednotlivé produkty a ich rôznorodosť, na čo spoločnosť Kofola reaguje zavádzaním a akvizíciami nových produktov a spoločností do portfólia firmy. U vzdelanejších ľudí je predpoklad vyšších miezd a zároveň predpoklad väčšieho ekologického cítenia, na čo spoločnosť taktiež reaguje investíciami do technológií s cieľom najmenšieho zaťaženia.

### **Technologické faktory**

Pri technických riešeniach podnikov sa odporúča, aby si svoje unikátne riešenia chránili pomocou patentov alebo ochranných známk. Je to z dôvodu ochrany svojej výhody pred konkurenciou a zároveň môže podnik demonštrovať aj svoje postavenie.

Spoločnosť Kofola neustále investuje do svojho zázemia a svojich siedmich hlavných tovární. Jednalo sa predovšetkým o investície do vybavenia a strojov a vďaka týmto investíciám do výrobných štruktúr sa v najbližších rokoch neočakávajú väčšie investície. Spoločnosť má výrobu nastavenú tak, že existujú určité voľné kapacity, ktoré sa v prípade potreby dajú okamžite použiť.

Na distribúciu produktov nemá spoločnosť Kofola nejaké externé sklady, ale využíva miesto vo svojich továrňach. Samotná distribúcia len málokedy prebieha pomocou externých logistických partnerov, väčšinou je využitá vlastná logistická spoločnosť SANTA-TRANS s.r.o., ktorá disponuje viac ako 100 kamióňmi a dodávkami.

### **3.2.3 Strategická analýza mikrookolía**

Na analýzu mikrookolía bude použitý Porterov model piatich síl, ktorý bol popísaný v teoretickej časti. V tejto kapitole bude spomínaný vplyv dodávateľov a odberateľov, konkurencia medzi existujúcimi podnikmi, vstup nových konkurentov do odvetvia a s ním súvisiace bariéry, a možné substitúty produkcie.

#### **3.2.3.1 Hrozba novo vstupujúcich firiem**

Pre nových konkurentov vstupujúcich do odvetvia existujú vysoké bariéry vstupu. Dôvodom je predovšetkým veľká náročnosť v otázke kapitálu, potrebného na zaobstaranie strojov, zariadení, výrobných tovární, skladov a prípadne aj investícia do vybudovania vlastnej logistickej siete.

Ďalšiu prekážku predstavuje úspora z rozsahu, kedy veľké spoločnosti, ktoré majú už zavedené meno na trhu, využívajú túto dôležitú zložku pri riadení spoločnosti. Spoločnosť Kofola je tradičnou značkou a svojou veľkosťou a možnosťami túto stratégiu využíva. Pri tejto prekážke nesmieme zabúdať ani na technologickú zdatnosť podniku a jeho know-how, ktoré s tým súvisia a novovznikajúci podnik väčšinou tieto znalosti nemá.

V súčasnosti je ale trh z veľkej miery nasýtený a nie je jednoduché pre nové podniky niečím zaujať a získať svojich odberateľov. Odberatelia sú väčšinou naučení na nejaký produkt alebo značku, ktorej sú lojálni a potrebujú dôvod aby vyskúšali niečo nové. Tu sa vynára otázka ďalších nákladov potrebných na zaujatie, ako sú výdaje na reklamu, dizajn, vývoj nápoja, alebo množstevné zľavy špeciálne na začiatku fungovania podniku.

Dodávatelia taktiež uprednostňujú zaužívané značky, s ktorými už majú skúsenosť alebo sú dlhšie obdobie na trhu z dôvodu obavy o splatenie svojich záväzkov. Tu môže vznikáť cenový rozdiel v ponuke pre nového hráča na trhu a naopak pre roky osvedčenú značku, a taktiež už aj spomínané množstevné zľavy, ale z pohľadu dodávateľov.

Nakoniec netreba zabudnúť ani na samotné vyvinutie nápoja (nápojov), kedy sa jedná o dlhý proces, od samotného vývoja, optimalizáciu výrobného procesu, schválenie noriem a prebehnutie testovania až po uvedenie na trh.

Celkovo by sa dalo povedať, že intenzita hrozby zo vstupu nových firiem do odvetvia je relatívne nízka. Je to z predovšetkým z dôvodu veľkej kapitálovej náročnosti, či už potrebnej na samotný produkt alebo výrobný proces, ale taktiež aj vplyv na odberateľov a dodávateľov zo strany zavedených značiek. V súčasnosti na trhu v danom odvetví existuje veľká konkurencia a dá sa povedať, že trh je presýtený.

### **3.2.3.2 Konkurencia medzi súčasnými podnikmi v odvetví**

Spoločnosť Kofola je na svojich dvoch najdôležitejších trhoch, českom a slovenskom, jedným z lídrov trhu. Svoju ponuku produktov na trhu nealkoholických nápojov neustále zväčšuje a momentálne má svoje zastúpenie v oddelení minerálnych vôd, džúsov, ovocných štiav, energetických nápojov a samozrejme na poli kolových nápojov vďaka svojej hlavnej značke, nápoju Kofola.

Pomocou tejto rôznorodosti ponúkaných produktov, spoločnosť diverzifikuje riziko spotreby jedného druhu nápojov. Špeciálne nápoj Kofola sa teší veľkej popularite, ktorá vychádza z jeho tradície na českom a slovenskom trhu. Pomáhajú tomu aj veľmi úspešné

marketingové kampane, ktoré aj po rokoch pozná veľa ľudí. Napríklad vianočná reklama na Kofolu, ktorá sa vysielala od roku 2001 je v našich krajinách už nezabudnuteľnou súčasťou televízneho vysielania.

U nápoja Kofola je jasne definovaný aj trh, kedy okrem klasického malo a veľkoobchodného predaja, sa spoločnosť zameriava na reštauračné a hotelové zariadenia, ktoré ponúkajú predaj nápoja zo sudov. Tento druh predaja sa na Česku a Slovensku teší veľkej obľube a momentálne je jasnou jednotkou. Túto nadvládu skúšajú narušiť predovšetkým pivné spoločnosti, ktoré začali s predajom nealkoholických ochutených pív, ktorých popularita pomaly rastie. Spoločnosť Kofola by si na túto skutočnosť mala dať pozor a začať vyvíjať opatrenia, ako napríklad vývoj vlastného produktu.

Celkovo je ale na trhu obrovská konkurencia a spoločnosti medzi sebou zvädzajú cenovú bitku. Práve preto sa snaží spoločnosť Kofola opierať o kvalitu, tradíciu, výborný marketing a komplexnosť ponuky.

### **3.2.3.3 Hrozba náhradných substitútov**

Môžeme vidieť priemerný tlak na substitúciu výrobkov z dôvodu relatívnej podobnosti ponúkaných výrobkov a tých od konkurencie. Spoločnosť je obmedzená pri cenotvorbe a musí sa pozerieť na vývoj trhu, inak by zákazníci mohli prejsť ku konkurencii, ktorá nemá o toľko rozdielny tovar. Dá sa povedať, že cena je faktorom v určitej miere pri rozhodovaní zákazníkov a má aj určitý strop. Spoločnosť láka odberateľov aj na možnosť kúpy viacerých druhov tovaru (minerálne vody, ovocné šťavy, energetické drinky, apod.).

### **3.2.3.4 Vyjednávajúca schopnosť dodávateľov**

S výhľadom do budúcnosti, to nevyzerá pre spoločnosť najlepšie čo sa týka otázky tzv. surových materiálov. Očakáva sa ich zdražovanie a spoločnosť na to reaguje uzatváraním stredne dlhých kontraktov s cieľom uzatvorenia obchodu s nižšou cenou a zároveň tým zaistením určitej cenovej stability.

Celkovo je ale vplyv dodávateľov nízky, a to preto, že spoločnosť nie je naviazaná na nejaké špeciálne dodávky materiálu potrebných pre výrobu. Je tu teda možnosť v prípade potreby zmeniť dodávateľov bez väčších komplikácií.

Taktiež si spoločnosť dala za cieľ riešiť otázku budúceho náboru zamestnancov, špeciálne tých vysoko kvalifikovaných. Je tu obava ohľadom zaujatia a získania týchto zamestnan-

cov v budúcnosti a preto už teraz spoločnosť investuje dodatočné prostriedky do personálneho oddelenia.

### **3.2.3.5 Vyjednávajúca schopnosť odberateľov**

Ako už bolo spomínané, dané odvetvie nealkoholických nápojov je vysoko konkurenčné a pri získavaní zákazníkov spoločnosť Kofola musí zvädzať súboj s ostatnými firmami na trhu. Spoločnosť Kofola ponúka odberateľom množstevné zľavy a takisto aj zľavy v prípade odberu viacerých druhov produktov. Taktiež vie spoločnosť reštauračným zariadeniam a barom zabezpečiť poháre a prípadne taniere pri určitom odbere výrobkov.

Vďaka silnej konkurencii majú odberatelia možnosť svojho dodávateľa takmer okamžite zmeniť. V prospech kofoly ale hovorí už spomínaná tradícia a zároveň aj zaužívaná kvalita a to sa môže odraziť aj na možnosti vyššej ceny. Stále sa ale musí táto cenová ponuka pohybovať v určitej hladine. Zároveň so zaužívaným menom spoločnosti je aj väčšia túžba zákazníkov po jeho produktoch a nie sú ochotní urobiť niekedy ani menšiu zmenu pri výrobe produktu. Celkovo môžeme označiť túto silu za nízku.

### **3.2.4 Mikroekonomická analýza**

Mikroekonomická analýza sa zaoberá analýzou finančných a nefinančných dát. Finančné dáta sú nám dostupné z výkazov od spoločnosti Kofola a budú analyzované v kapitole finančná analýza (4.3). K nefinančným dátam zaradíme skúsenosti manažmentu a analýzu rizík, ktoré už boli spomínané pri strategickej analýze.

Pri mikroekonomickej analýze sa zaoberáme aj počtom akcií spoločnosti a ich predikcia vývoja ceny na burze, pomocou technickej analýzy. Spoločnosť Kofola a ich základné burzové informácie sú ďalej v tejto kapitole priblížené a analyzované. V ďalšej časti sa budeme zaoberať analýzou tržných fundamentov spoločnosti Kofola.

Spoločnosť Kofola je obchodovaná na českom burzovom trhu, burze cenných papierov Praha. Tento trh je regulovaným burzovým trhom. Spoločnosť je obchodovaná v časti Prime Market spolu s ďalšími najvýznamnejšími spoločnosťami na českom burzovom trhu. Zahájenie obchodovania spoločnosti na burze sa začalo v máji 2015 a v súčasnej dobe spoločnosť eviduje viac ako 22,3 milióna kusov cenných papierov (vo forme zaknihovaného CP) s tržnou kapitalizáciou na úrovni 6 776,8 mil. CZK.

Trh	Regulovaný trh
Tržní segment	Prime Market
Typ cenného papíru	Akcie
Název	KOFOL
Počet cenných papírů	22 291 948
Tržní kapitalizace	6 776,8 mil
Datum zahájení obchodování	01.10.2015
Nominální hodnota	50,000
Forma cenného papíru	Zaknihovaný cp

Obrázok 5 – Základné burzové informácie Kofola ČeskoSlovensko (zdroj: pse.cz, 2019)

### 3.3 Finančná analýza

Nasledujúca časť sa bude zaoberať finančnou analýzou spoločnosti Kofola, ktorá bude vykonaná pomocou informácií z účtovných závierok za roky 2014 až 2015. Tieto finančné výkazy už samotné poskytnú niekoľko informácií o majetkovej a finančnej situácii v podniku, ale pomocou finančnej analýzy vieme charakterizovať vývoj spoločnosti a vytvoriť finančný plán.

#### 3.3.1 Analýza absolútnych ukazovateľov

V tejto časti finančnej analýzy bude najskôr vykonaná horizontálna a vertikálna analýza aktív a pasív, a taktiež výkazu zisku a straty. Vertikálnou analýzou zistíme percentuálny podiel jednotlivých položiek v týchto výkazoch a horizontálnou analýzou sa zameriavame na ich časový vývoj.

##### 3.3.1.1 Horizontálna analýza aktív

Na grafe číslo 1 môžeme vidieť vývoj aktív spoločnosti, ktoré v roku 2015 narástli o viac ako 40%, a to najmä vďaka navýšeniu objemu obežných aktív. Najväčší nárast nastal pri položke peňažných prostriedkov, ktorých hodnota stúpila o viac ako 1,3 mld. Kč a jednalo sa o rast viac ako 240%.

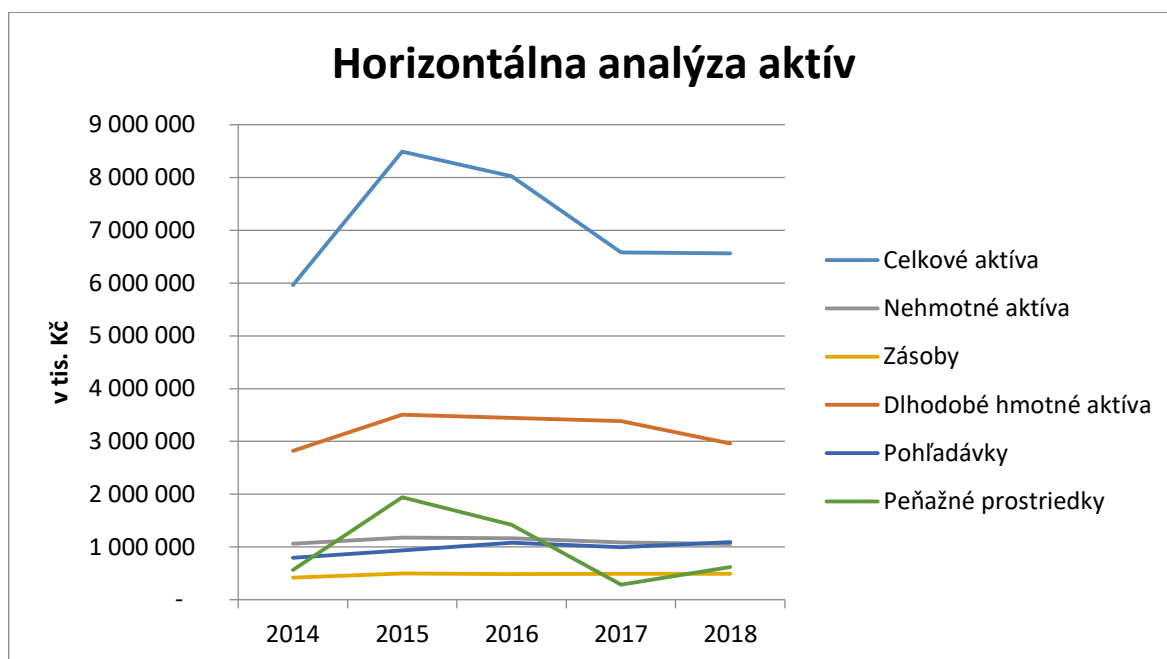
V tomto roku sa uskutočnila tzv. IPO („initial public offering“), teda prvotný úpis akcií spoločnosti na burze, ktorý priniesol hrubý výnos vo výške 140 miliónov Kč.

V roku 2015 môžeme vidieť aj nárast pri dlhodobých hmotných aktívach o viac ako 20%, s čím súvisela akvizícia Slovinskej spoločnosti Radenska, najväčšieho producenta minerálnych vôd v Slovinsku. Tento obchod znamenal aj posilnenie pozícií spoločnosti Kofola v Adriatickom regióne.

Spoločnosť ďalej rozšírila portfólio o distribúciu produktov značky Rauch a Pepsi, čo znamenalo rast pohľadávok (o viac ako 140 mil. Kč) a zároveň viac ako 15%.

Celkové aktíva spoločnosti v roku 2017 poklesli o takmer 20% a bolo to spôsobené úbytkom obežných aktív, najmä položky peňažných prostriedkov, ktoré poklesli o viac ako 75%. Tento pokles bol zapríčinený predovšetkým z dôvodu čistého splatenia určitých pôžičiek, výplate dividend a zaobstarania vlastných akcií spoločnosti.

Graf 1 – Horizontálna analýza aktív



Zdroj: vlastné spracovanie na základe účtovných dát spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko a. s.

### 3.3.1.2 Horizontálna analýza pasív

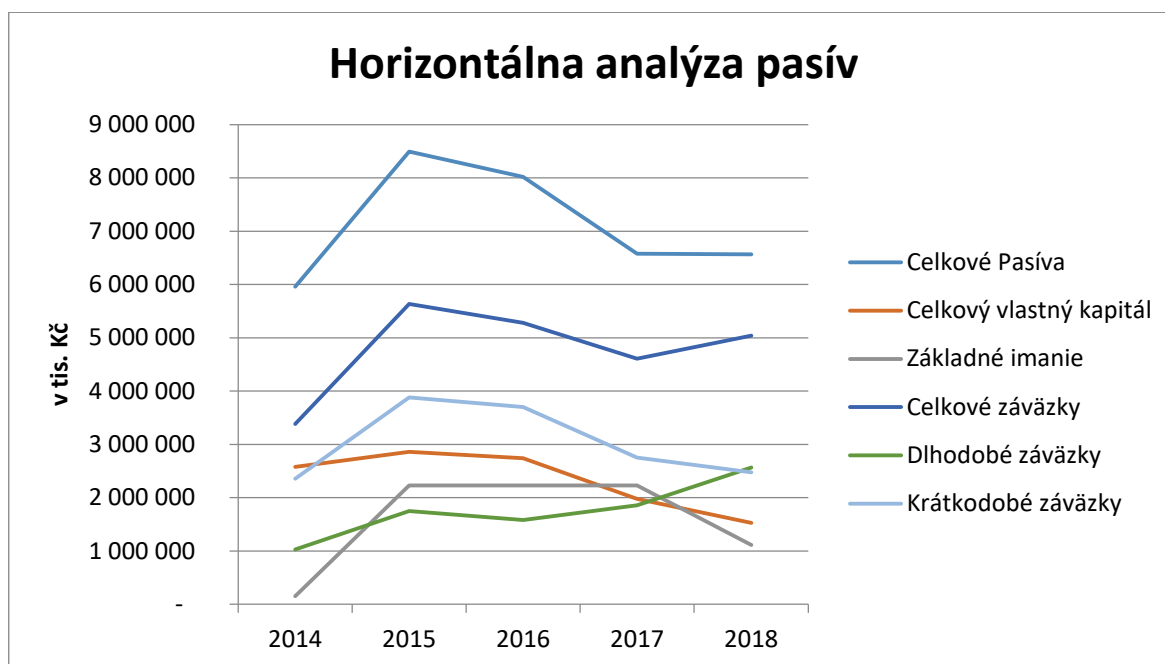
Na grafe môžeme vidieť nárast celkových pasív v roku 2015, ktorý spôsobili hlavne položky krátkodobých a dlhodobých záväzkov. Krátkodobé záväzky narástli v roku 2015 o viac ako 60% a najväčší nárast bol pri položke bankových pôžičiek, kde to bol nárast o viac ako 190%. U dlhodobých pôžičiek bol tento nárast väčší ako 100%. Bolo to spôsobené aj vztáím si úveru od Českej sporiteľne, pre potreby akvizície spoločnosti Radenska.

V roku 2015 bol aj nárast záväzkov z obchodného styku o viac ako 20%. Tento nárast súvisel s väčším objemom predaja spoločnosti a politikou vyplácania dodávateľov.

V roku 2018 je možné pozorovať pokles krátkodobých záväzkov, predovšetkým krátkodobých bankových pôžičiek, ktoré boli čiastočne splatené.

Dlhodobé bankové pôžičky spoločnosti v roku 2018 narástli o viac ako 50% z dôvodu splácania dlhopisov, nových akvizícií a ďalších potrebných kapitálových výdavkov skupiny.

Graf 2 – Horizontálna analýza pasív



Zdroj: vlastné spracovanie na základne účtovných dát spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko a. s.

### 3.3.1.3 Horizontálna analýza výkazu zisku a straty

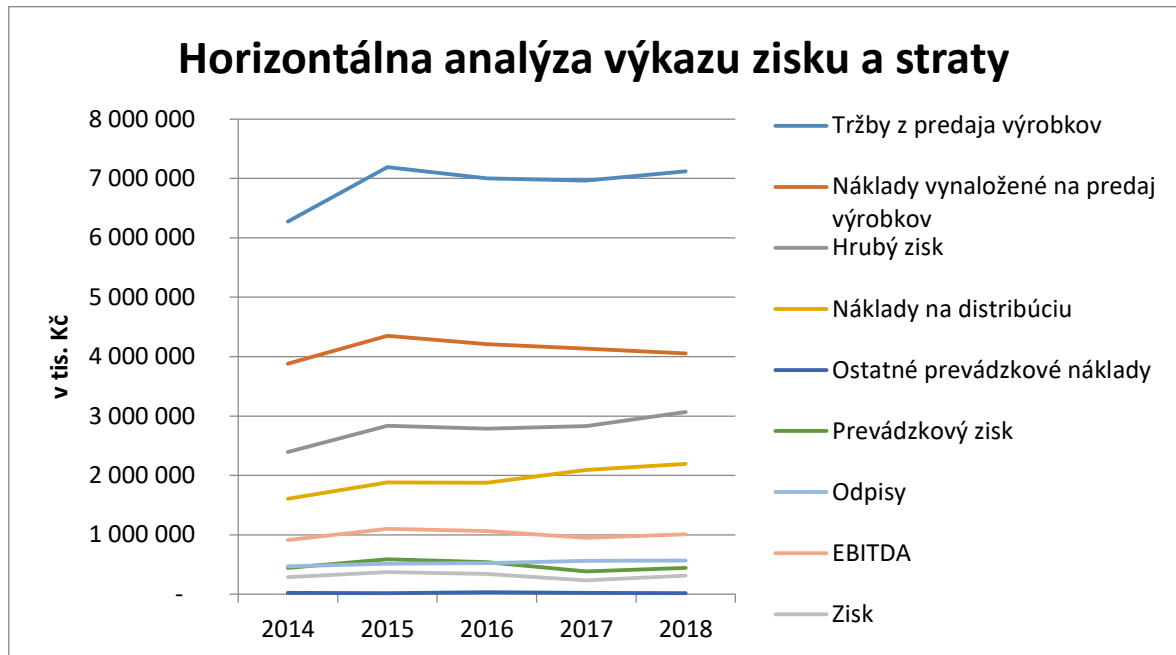
Pomocou expanzie spoločnosti Kofola sa navýšili aj tržby z predaja výrobkov v roku 2015, takmer o 15%, pričom táto hodnota bola v ďalších rokoch relatívne stabilná. V roku 2018 môžeme vidieť rastúci trend vďaka širokej ponuke výrobkov spoločnosti a taktiež rastúcim predajom v Českej a Slovenskej republike predovšetkým vďaka produktom Kofola, Rauch, Vinea a Rajec. Náklady súvisiace s výrobou produktov taktiež stúpili, čo bolo pochopiteľné vzhľadom na rastúci predaj, zároveň ale môžeme pozorovať nižšiu hodnotu týchto nákladov v roku 2018, napriek zvýšeným tržbám oproti predchádzajúcim dvom rokom, vďaka efektívnejšiemu výrobnému procesu. Tieto opatrenia mali dopad aj na hrubý zisk, ktorý s výnimkou malého poklesu v roku 2016, má rastúci charakter a najväčšieho čísla dosahuje práve v roku 2018.

Náklady súvisiace s distribúciou počas rokov vykazujú rastúci charakter, súvisiaci s väčším predajom a zároveň zvýšením výdajov na marketing. Administratívne náklady vykazujú taktiež rastúci charakter súvisiaci s väčším množstvom zamestnancov a taktiež zavádzaním určitých IT systémov. Odpisy sú na tom podobne a taktiež majú rastúci trend, z dôvodu nových akvizícií spoločnosti a taktiež modernizácie súčasných podnikov.



Zisk v roku 2015 rástol a potom dva roky klesal a následne v roku 2018 opäť rástol. Bolo to spôsobené už vyššie spomínaným vývojom tržieb a nákladov, či už potrebných na predaj výrobkov, ich distribúciu alebo potrebnú administratívnu činnosť.

Graf 3 – Horizontálna analýza výkazu zisku a straty

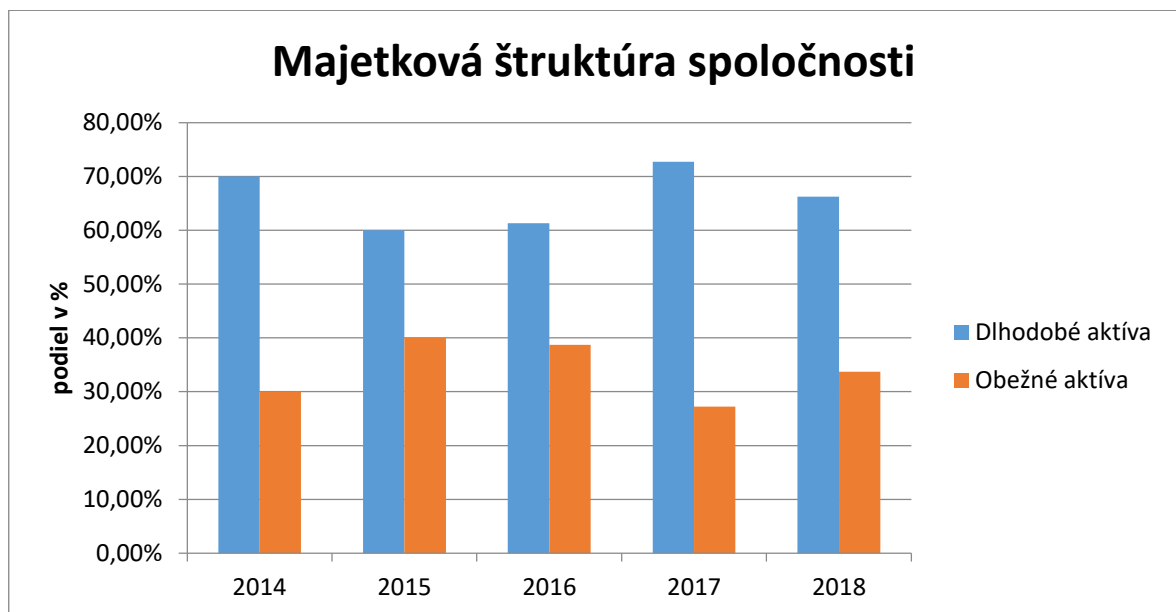


Zdroj: vlastné spracovanie na základne účtovných dát spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko a. s.

### 3.3.1.4 Vertikálna analýza rozvahy

Pomocou vertikálnej analýzy môžeme určiť štruktúru majetku a kapitálu spoločnosti a ich najvýznamnejšie položky. Z nasledujúceho grafu vyplýva, že v podniku prevažujú dlhodobé aktíva, a to počas rokov v pomere od 72:27 až po takmer 60:40. Tento pomer sa menil v závislosti prevažne od veľkosti peňažných prostriedkov a taktiež dlhodobých hmotných aktív. V roku 2015 evidovala spoločnosť najväčšie zastúpenie peňažných prostriedkov (za sledované obdobie) a súčasne najmenší percentuálny podiel dlhodobého hmotného majetku, a pomer medzi dlhodobými aktívami a obežnými aktívami bol cca 60:40. Naopak v roku 2017 môžeme pozorovať najväčší percentuálny podiel dlhodobého hmotného majetku a súčasne najmenší podiel peňažných prostriedkov, a pomer medzi dlhodobými aktívami a obežnými aktívami bol cca 72:27.

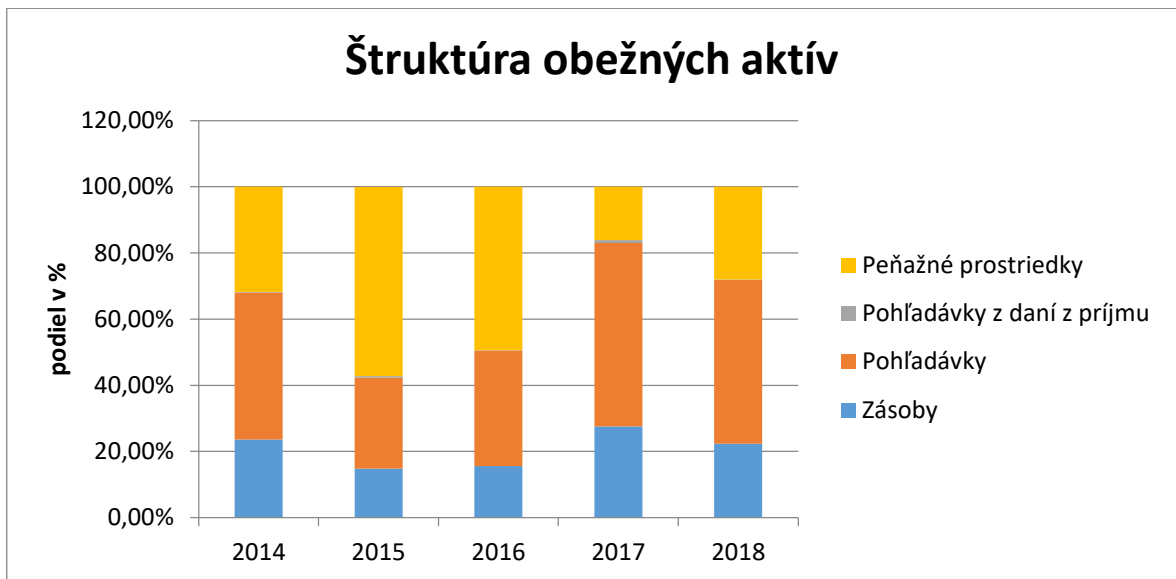
Graf 4 – Majetková štruktúra spoločnosti



*Zdroj: vlastné spracovanie na základe účtovných dát spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko a. s.*

Z uvedeného grafu môžeme vyčítať, že zásoby netvoria hlavnú zložku obežných aktív, napriek tomu, že spoločnosť Kofola je výrobným podnikom. Zásoby si držali hlavne posledné štyri roky podobnú úroveň, v percentuálnom zastúpení sa hýbali od cca 15% po 28%. V spoločnosti Kofola krátkodobé pohľadávky vykazujú rastúci charakter, s výnimkou roku 2017 kedy došlo k miernemu poklesu, a sú na úrovni 1,1 mld Kč. V štruktúre obežných aktív majú dôležité zastúpenie, ktoré v roku 2018 predstavovalo takmer 50%. Môžeme si všimnúť aj spomínané peňažné prostriedky, ktoré v roku 2015 dosahovali najväčšej hodnoty a zároveň tvorili aj najväčšiu časť obežných aktív v danom roku.

Graf 5 – Štruktúra obežných aktív spoločnosti



Zdroj: vlastné spracovanie na základne účtovných dát spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko a. s.

Z nasledujúceho grafu môžeme vidieť, že väčšia časť pasív pochádza z cudzích zdrojov. Pomer medzi vlastným kapitálom a celkovými záväzkami sa rokmi zväčšuje a najväčší rozdiel je v roku 2018, kedy je pomer cca 23:77 %. Kapitál patriaci nekontrolovaným osobám má takmer zanedbateľnú veľkosť.

Graf 6 – Vlastnícka štruktúra spoločnosti a jej vývoj



Zdroj: vlastné spracovanie na základne účtovných dát spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko a. s.

V ďalšom grafe môžeme vidieť percentuálne zloženie celkových záväzkov (cudzích zdrojov) spoločnosti. Krátkodobé záväzky prvé štyri sledované roky prevyšujú tie dlhodobé, a to v pomere od 70:30 po cca 60:40. V roku 2018 sa situácia obráti a prvýkrát v sledovanom období je pomer na strane dlhodobých záväzkov, a to v tesnom pomere cca 51:49. U dlhodobých záväzkoch sú najväčšou položkou dlhodobé bankové pôžičky, ktoré sa rokmi, s výnimkou roku 2017 kedy došlo k miernemu poklesu, pravidelne zvyšovali a v roku 2018 tvorili takmer 90% objemu dlhodobých záväzkov. V roku 2018 bolo relatívne veľké navýšenie a to už zo spomínaného dôvodu splácania dlhopisov, nových akvizícií a ďalších potrebných kapitálových výdavkov skupiny. U krátkodobých záväzkov sú dôležitou položkou taktiež bankové pôžičky, ktoré od roku 2015 klesali a s nimi aj percentuálny podiel týchto záväzkov na celkových záväzkoch spoločnosti. Veľkú položku tvoria aj záväzky z obchodného styku, ktoré si držia relatívne stály podiel na celkových pasívach spoločnosti, a to konkrétne v hodnote 23-27% za sledované obdobie.

Graf 7 – Vývoj celkových záväzkov



Zdroj: vlastné spracovanie na základe účtovných dát spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko a. s.

### 3.3.2 Analýza pomerových ukazovateľov

#### 3.3.2.1 Ukazovatele rentability

Ukazovatele rentability nám signalizujú, že spoločnosť bola v sledovanom období zisková. Napriek tomu môžeme pozorovať v roku 2018 zníženie výnosnosti daných ukazovateľov

oproti počiatku sledovaného obdobia, s výnimkou rentability vlastného kapitálu (ROE), ktoré sa naopak zvýšilo.

Pozitívnym javom je ale zvýšenie hodnôt všetkých ukazovateľov rentabilít v roku 2018 v porovnaní s rokom 2017. Prispelo k tomu lepšie zaobchádzanie s nákladmi, ich zefektívnenie a taktiež vyplývajúci lepší výsledok hospodárenia. Pri ROE v roku 2018 malo výrazný vplyv zníženie hodnoty vlastného kapitálu a takpovediac presunutie tejto hodnoty k dlhodobým záväzkom. Vyplýva to takmer z nezmenenej hodnoty celkových pasív. Zároveň sa spoločnosť viacej zadlžuje, čo v tomto momente znamenalo zvýšenie rentability vlastného kapitálu.

Rentabilita tržieb (ROS), celkového kapitálu (ROA) a úplatného kapitálu (ROCE) dosahujú v sledovanom období relatívne stabilných hodnôt bez výraznejších výkyvov.

	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Rentabilita tržieb (ROS)</b>	4,62%	5,20%	4,89%	3,32%	4,39%
<b>Rentabilita celkového kapitálu (ROA)</b>	8,66%	8,27%	7,92%	6,23%	7,99%
<b>Rentabilita úplatného kapitálu (ROCE)</b>	14,41%	12,90%	12,00%	9,90%	11,80%
<b>Rentabilita vlastného kapitálu (ROE)</b>	11,29%	13,31%	12,50%	11,70%	20,39%

Tabuľka 5 – Ukazovatele rentability (zdroj: vlastné spracovanie na základne účtovných dát spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko a. s.)

### 3.3.2.2 Ukazovatele likvidity

Ukazovateľmi likvidity môžeme odhaliť schopnosť podniku splácať svoje záväzky. Nasledujúca tabuľka nás informuje o nie práve ideálnej pozícii spoločnosti v otázke likvidity. Bežná likvidita a pohotová likvidita nedosahujú doporučených hodnôt a to pomerne výrazne. Je to spôsobené relatívne vysokou hodnotou položky krátkodobých bankových úverov.

Tieto krátkodobé bankové úvery spoločnosť za posledné dva roky znížila a prejavilo sa to aj pri hodnote hotovostnej likvidity, ktorý stúpol oproti roku 2017 na hodnotu 0,25 a splňuje tzv. doporučenú hodnotu. Pri roku 2017 je táto hodnota nižšia predovšetkým z dôvodu nízkej hodnoty peňažných prostriedkov. V roku 2015 bola naopak hodnota peňažných prostriedkov vysoká a aj napriek veľkej hodnote krátkodobých bankových pôžičiek, dosahovala hotovostná likvidita najvyššej hodnoty 0,5.

Tieto hodnoty nám signalizujú zvýšené riziko v okamžitej platobnej schopnosti, napriek tomu spoločnosť Kofola nemá problémy s hradením svojich záväzkov.

	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Bežná likvidita</b>	0,76	0,87	0,84	0,65	0,90
<b>Pohotovú likvidita</b>	0,58	0,74	0,71	0,47	0,69
<b>Hotovostní likvidita</b>	0,24	0,50	0,41	0,11	0,25

Tabuľka 6 – Ukazovatele likvidity (zdroj: vlastné spracovanie na základne účtovných dát spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko a. s.)

### 3.3.2.3 Ukazovatele aktivity

Obrat celkových aktív sa u spoločnosti počas troch rokov pohybuje tesne nad doporučenou hodnotou 1. Je dobré, že posledné dva roky spoločnosť dosiahla tejto doporučenej hodnoty a dokonca je tam jemné zvýšenie. U obratovosti krátkodobých pohľadávok a záväzkov môžeme vidieť v poslednom roku mierny pokles.

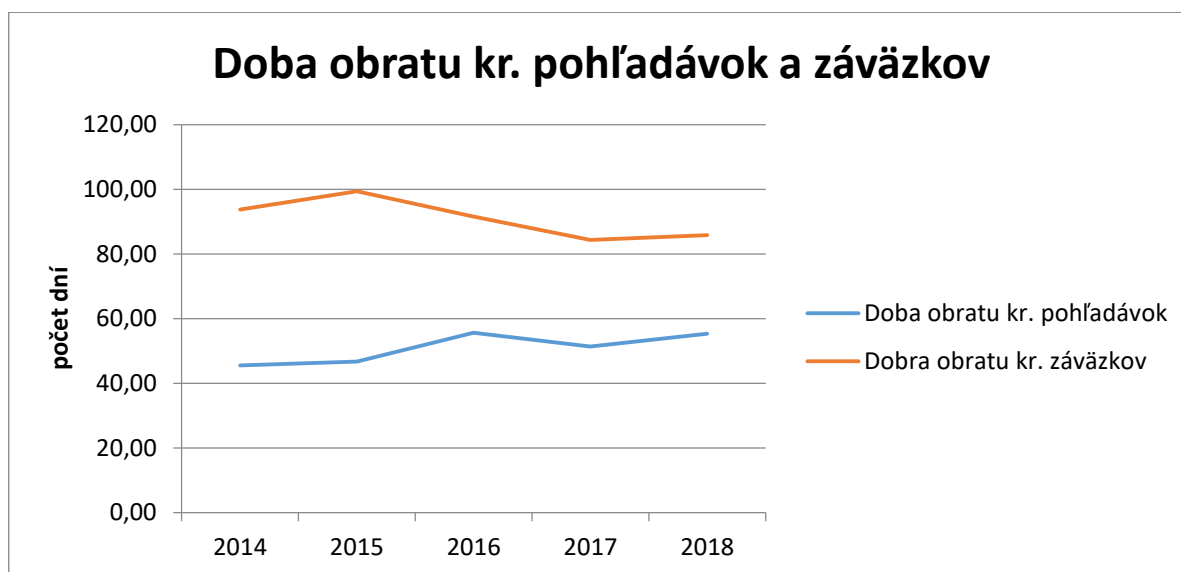
Doba splatnosti pohľadávok ukazuje skôr rastúci trend a v roku 2018 narástla na viac ako 55 dní. Dôvodom je veľká konkurencia na trhu a snaha spoločnosti si zaistiť ďalších odberateľov. Doba splatnosti záväzkov v roku 2015 narástla takmer na 100 dní, čo je relatívne dlhá doba a podnik sa snažil túto situáciu zmeniť. V roku 2018 skrátil túto dobu na niečo viac ako 85 dní, počas ktorých je dlžníkom svojich dodávateľov.

	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Obrat celkových aktív</b>	1,05	0,85	0,87	1,06	1,08
<b>Obratovosť kr. pohľadávok</b>	7,91	7,70	6,47	7,00	6,50
<b>Obratovosť kr. záväzkov</b>	3,84	3,62	3,93	4,27	4,19
<b>Doba obratu kr. pohľadávok</b>	45,53	46,78	55,64	51,40	55,38
<b>Doba obratu kr. záväzkov</b>	93,78	99,43	91,53	84,32	85,85

Tabuľka 7 – Ukazovatele aktivity (zdroj: vlastné spracovanie na základne účtovných dát spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko a. s.)

Počas celého sledovaného obdobia a zároveň aj v roku 2018, má spoločnosť kratšiu dobu obratu u pohľadávok ako u záväzkov, čo znamená, že spoločnosť zastáva výhodnú rolu dlžníka, kedy efektívne využíva úveru od dodávateľov. Svoje peniaze za pohľadávky dostane skorej ako zaplatí svoje záväzky a môže ich využiť k inému financovaniu.

Graf 8 – Doba obratu krátkodobých pohľadavok a záväzkov



Zdroj: vlastné spracovanie na základe účtovných dát spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko a. s.

#### 3.3.2.4 Ukazovatele zadlženosti

Z nasledujúcej tabuľky môžeme vyčítať, že spoločnosť postupom rokov v sledovanom období, zvyšuje svoju celkovú zadlženosť. V roku 2018 je už táto hodnota relatívne vysoká a môže spôsobovať náročnejšie získavanie nových úverov, alebo ich získanie za horších podmienok.

Spoločnosť ale nesplňuje požiadavku na dlhodobú finančnú rovnováhu, a to krytie dlhodobého majetku dlhodobým kapitálom. Avšak ako z tabuľky vyplýva, nepokrýva ho len tesne a v roku 2018 môžeme pozorovať zvýšenie krytia dlhodobého majetku dlhodobými zdrojmi. Spoločnosť taktiež nemôže pokryť dlhodobý majetok iba vlastným kapitálom a tento parameter nám v sledovanom období klesá.

Z hľadiska úrokového krytia môže byť spoločnosť Kofola hodnotená pozitívne, z dôvodu hodnôt úrokového krytia, ktoré sa v sledovanom období pohybovali nad odporúčanou hodnotou 5, z čoho môžeme konštatovať, že spoločnosť nemá problémy s vytváraním potrebných ziskov pre krytie úrokov z prípadných pôžičiek, čo zároveň znamená, že si spoločnosť môže dovoliť prijať ďalšie bankové úvery.

	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Celková zadlženost'</b>	56,76%	66,32%	65,84%	70,00%	76,79%
<b>Miera zadlženia</b>	1,32	2,00	1,93	2,33	3,29
<b>Dl. cudzie zdroje/dl. kapitál</b>	28,61%	38,38%	36,61%	48,41%	62,62%
<b>Vlastný kapitál/DM</b>	0,62	0,55	0,56	0,41	0,35
<b>Dlhodobé zdroje/DM</b>	0,86	0,90	0,88	0,80	0,94
<b>Úrokové krytie (z EBIT)</b>	6,03	5,24	5,79	15,50	5,49

Tabuľka 8 – Ukazovatele zadlženosti (zdroj: vlastné spracovanie na základne účtovných dát spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko a. s.)

### 3.3.3 Altmanova analýza

Pomocou Altmanovej analýzy sa snažíme odhaliť, či je podnik ohrozený bankrotom. Vstupnými dátami sú niektoré pomerové ukazovatele, ktorým sa pridelí odpovedajúca váha.

	2014	2015	2016	2017	2018
<b>ČPK/A</b>	-0,11	-0,07	-0,09	-0,17	-0,05
<b>Ner.zisk/A</b>	0,04	0,05	0,04	0,02	-0,05
<b>EBIT/A</b>	0,29	0,27	0,26	0,21	0,26
<b>VK/CZ</b>	0,46	0,30	0,31	0,26	0,18
<b>V/A</b>	1,05	0,85	0,87	1,06	1,08
<b>Z-skóre</b>	1,72	1,40	1,40	1,37	1,44

Tabuľka 9 – Altmanov index (zdroj: vlastné spracovanie na základne účtovných dát spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko a. s.)

Z tabuľky môžeme vidieť, že hodnoty Z-skóre nie sú moc pozitívne. Okrem prvého roku v sledovanom období, kedy sa hodnota blížila k šedej zóne (1,8 – 2,98), sú ostatné roky s hodnotami nachádzajúcimi sa pod úrovňou 1,8. Podľa modelu by to znamenalo isté finančné problémy a hroziaci bankrot.

Do úvahy ale treba brať akvizície nových spoločností, čo sa odrazí na stabilite hodnôt vo výkazoch. Spoločnosť Kofola sa snažila expandovať v posledných rokoch a využívala na to veľké množstvo cudzieho kapitálu, ale ako už bolo spomínané v predchádzajúcej kapitole, parameter úrokového krytia dosahoval pozitívnych hodnôt (viac ako 5), z čoho môžeme konštatovať, že spoločnosť nemá problémy s vytváraním potrebných ziskov pre krytie úrokov z prípadných pôžičiek.



Zadlženost' spoločnosti je možné vidieť aj pri likvidite, ktorá nie je ideálna pri bežnej a pohotovej likvidite z dôvodu vysokých krátkodobých záväzkov a naopak k ich veľkosti nie dostatočne vysokých obežných aktív z pohľadu parametrov. Treba ale uviesť, že spoločnosť počas rokov v sledovanom období tieto krátkodobé záväzky znižuje, predovšetkým vďaka znižujúcim krátkodobým bankovým pôžičkám. Spoločnosť Kofola na dané parametre vykazuje nižšie hodnoty obežných aktív, napríklad hodnota zásob, treba mať ale na pamäti, že sa jedná o veľkú spoločnosť, ktorá vlastní vlastné výrobné továrne so skladmi. Takisto disponuje aj vlastnou prepravou a môže si dovoliť mať túto položku nižšiu vzhľadom k iným položkám. Položka zásob má ale stále vysokú hodnotu 496,103 mil. CZK v roku 2018.

### 3.3.4 Záver finančnej analýzy

Spoločnosti Kofola sa darí dosahovať v sledovanom období zisk, ktorý síce od roku 2015 klesal, ale naopak v roku 2018 vykázal opäť stúpajúcu tendenciu. Výsledkov dosahuje spoločnosť predovšetkým vďaka využívaniu cudzieho kapitálu, ktorý je z veľkej časti tvorený krátkodobými záväzkami z obchodných vzťahov súvisiacimi s obchodnou činnosťou spoločnosti. Ďalej spoločnosť využíva vo veľkej miere aj bankové pôžičky na potreby svojej expanzie a investícií do podniku.

Spoločnosť Kofola sa zameriava na predaj výrobkov, konkrétne nealkoholických nápojov a jej tržby po náraste v roku 2015, v ďalších dvoch rokoch ukázali určitú stagnáciu, aby v roku 2018 opäť stúpili. Bolo to spôsobené vďaka akvizíciám nových značiek a zároveň dobrého predaja v Českej a Slovenskej republike, a to predovšetkým vďaka značkám Kofola, Ugo, Vinea a Rajec.

Pomerovými ukazovateľmi sme priblížili situáciu v spoločnosti. Rentabilita vlastného kapitálu je na dobrej úrovni, a to aj z dôvodu, že má spoločnosť nižší vlastný kapitál. Zároveň spoločnosť využíva viacej cudzieho kapitálu, čo malo negatívny dopad aj na ukazovatele likvidity. Bežná a pohotová likvidita sa nachádzali pod odporúčanými hodnotami predovšetkým z dôvodu vysokých krátkodobých záväzkov. Naopak hotovostná likvidita, s výnimkou roku 2017, dosahovala odporúčaných hodnôt, vďaka veľkému zostatku peňažných prostriedkov. Pri ukazovateľoch aktivity si môžeme všimnúť pozíciu spoločnosti pri obrate pohľadávok a záväzkov, kedy zastáva pozíciu dlžníka a tým pádom efektívne využíva úveru od dodávateľov. Svoje peniaze za pohľadávky dostane skorej ako zaplatí svoje záväzky a môže ich využiť k inému financovaniu. Počas sledovaného obdobia podnik zväčšuje svo-

ju mieru zadlženia, až na úroveň, ktorá sa môže zdať rizikovejšia. Zároveň sa ale ukazovateľ úrokového krytia nachádzal nad odporúčanou hodnotou, čo znamená, že spoločnosť nemá problémy s vytváraním potrebných ziskov pre krytie úrokov z prípadných pôžičiek, čo zároveň znamená, že si spoločnosť môže dovoliť prijať ďalšie bankové úvery. Výsledok Altmanovej analýzy nedopadol pre spoločnosť najlepšie. Je to spôsobené z viacerých dôvodov, ako veľkej miere cudzích prostriedkov alebo taktiež aj udalosťami v spoločnosti, kedy spoločnosť v posledných rokoch získala viacero spoločností, čo výsledok tzv. Z-skóre skresľuje. Taktiež spoločnosť preferuje relatívne nižšiu položku obežných aktív, napríklad zásob, z dôvodu svojej veľkosti a taktiež vlastníctva svojich tovární a skladov. Takisto disponuje aj vlastnou prepravou a môže si dovoliť mať túto položku nižšiu vzhľadom k iným položkám. Položka zásob má ale stále vysokú hodnotu, a to 496,103 mil. CZK v roku 2018.

### 3.3.5 Úroveň manažmentu

Kvalita riadiacich pracovníkov je na trhu nealkoholických nápojov veľmi dôležitá z dôvodu presýtenosti trhu. Existuje veľká konkurencia a podniky stále vylepšujú svoje technologické poznatky, know-how alebo vybavenie svojich podnikov. Práve kvalitná úroveň manažmentu robí ďalší rozdiel medzi danými spoločnosťami v odvetví.

Jedným zo spôsobov ako navýšiť zisky spoločnosti, je zvýšenie tržieb podniku. Po tom ako v roku 2017 spoločnosť Kofola zaznamenala pokles v tržbách, manažment na to pozitívne v roku 2018 zareagoval a tržby opäť vzrástli. Bolo to spôsobené viacerými dôvodmi a jedným z nich bolo dobré rozhodnutie na poľskom trhu, kde spoločnosť zavrela určité nevýnosné značky.

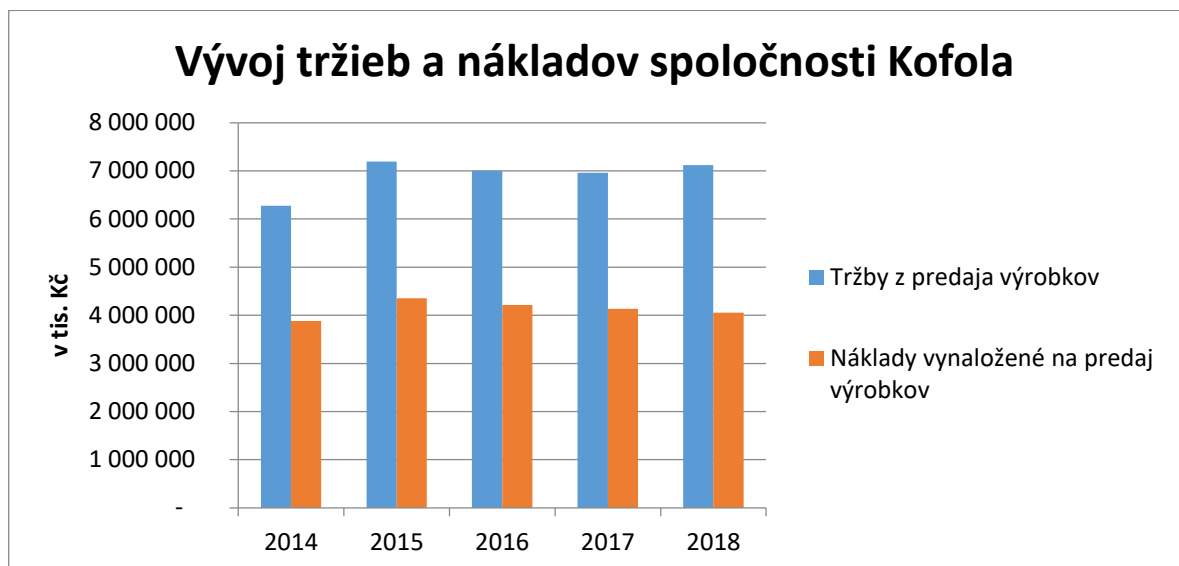
Ďalej tržby ovplyvnili určite aj nové produkty, ktoré spoločnosť priniesla do svojho portfólia, napríklad firma Kláštorňá na slovenskom trhu. Ale taktiež aj pevnejšie postavenie na trhu tých dlhodobejších.

Spoločnosť Kofola sa môže pochváliť skvelými marketingovými kampaňami, ktoré majú veľký dosah v spoločnosti a dotýkajú sa viacerých generácií. Reklamy ako „Keď, ju miluješ, nie je čo riešiť..“ alebo reklama s vianočným prasiatkom si doteraz veľa ľudí pamätá a pomáhajú budovať silné meno značky počas rokov. Práve na tradícií si spoločnosť Kofola zakladá a jej pôsobnosť na Československom trhu sa datuje do roku 1959, kedy nápoj Kofola, po ktorom je pomenovaná spoločnosť vznikol.

V roku 2018 sa spoločnosti Kofola taktiež podarilo znížiť náklady, a to napriek už spomínaným väčším predajom, čo znamená, že došlo k zefektívneniu výrobného procesu. Spoločnosť sa pýši modernými výrobnými zariadeniami a taktiež aj svojou logistickou sieťou. Tieto prvky pomáhajú riadiť náklady s cieľom ich ďalšieho znižovania.

Ocenením dobrého fungovania manažmentu je získanie viacero ocenení. Jednalo sa napríklad o Randstad Award – v top 10 najviac atraktívnych zamestnávateľov v Českej republike, Obal roku 2018 pre Royal Crown Cola, EFFIE Awards za prvé miesto v marketingovej kampani, najviac dôveryhodný nápoj v Českej republike za Kofolu a v Slovenskej republike za značku Rajec. Napriek veľkej konkurencii v danom segmente ostáva spoločnosť Kofola stále jedným z lídrov trhu a ukazuje potenciál ďalšieho rastu. Úroveň vedúcich pracovníkov, a teda kvalita manažmentu je veľmi významná.

Graf 9 – Vývoj tržieb a nákladov spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko



Zdroj: vlastné spracovanie na základe účtovných dát spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko a. s.

## 4 PROJEKTOVÁ ČASŤ

Začiatok projektovej časti bude zameraný na predikciu finančných plánov a druhá časť priblíži valuačné modely potrebné na stanovenie hodnoty spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko. Pri modeloch budú vysvetlené postupné kroky pri riešení a následné určenie celkovej hodnoty vybranej spoločnosti pomocou priemernej váženej hodnoty.

### 4.1 Predikcia finančných plánov

Nasledujúca kapitola sa bude zaoberať predikciou budúcich ekonomických dát, ktoré sú vstupom valuačných modelov. Tieto hodnoty budú odhadnuté pomocou modelu ROE.

#### 4.1.1 Model ROE

Základným prvkom tohto modelu prevedenie odhadu parametra rentability vlastného kapitálu. Dá sa použiť aj jemne upravená verzia tohto parametra, ktorú označujeme ROAE, teda priemerný vlastný kapitál. Podľa Gladiša (2014) nie je tento model taký náročný na zostavenie ako iné a zároveň vie poskytnúť hodnotný výsledok pri investíciách.

V nasledujúcej tabuľke je priblížený model ROE. Prvým krokom bude odhad budúcej hodnoty ROE. Posledné obdobie bolo najúspešnejšie z pohľadu ROE za sledované obdobie, a to aj z dôvodu dobrých opatrení spoločnosti, ktorých bolo zbavenie sa stratových obchodov a značiek, a to bolo pre spoločnosť kľúčové. Preto som sa rozhodol ponechať hodnotu ROE na úrovni posledného roka a domnievam sa, že sa hodnota tohto ukazovateľa v ďalších rokoch bude nachádzať v blízkosti tejto hodnoty. Zároveň nám odpadá potreba predikcie ROE na jednotlivé roky a využijeme túto hodnotu na celé obdobie (2019-2023).

Spoločnosť Kofola dosiahla v roku 2018 čistý zisk (EAT) vo výške 312,347 mld. Kč a rentabilita vlastného kapitálu dosiahla úroveň 20,39%. Spoločnosť následne dosiahnutý zisk rozdelila vo forme dividend. V tomto bode sa nachádzame pri ďalšom kroku, a to pri potrebe určenia výplatného pomeru. Je to pomer, ktorý určuje, koľko prostriedkov z dosiahnutého zisku spoločnosti bude použitých na vyplatenie dividend a koľko v spoločnosti ostane. Ako už bolo spomínané na začiatku, spoločnosť dosiahla v roku 2018 čistý zisk vo výške 312,347 mld Kč a dividendy boli vo výške 345,789 mld Kč. To znamená, že výplatný pomer predstavoval 110,7 %, čo značí vysokú hodnotu tohto pomeru. Určiť budúce výplatné pomery nie je jednoduché, je možnosť si ale pomôcť výročnou správou spoloč-

nosti Kofola, kde uvádzajú výšku tohto výplatného pomeru aspoň na úrovni 60 %. Spoločnosť ale toto vyhlásenie prekonáva a výplatný pomer sme určili v hodnote 95 %.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
EAT	290129	373923	342091	231305	312347	305488	308603	311749	314927	318138
Priemerný VK	2569449	2810	2736572	1977670	1531669	1498227	1513501	1528932	1544519	1560265
ROAE	11,29%	13,31%	12,50%	11,70%	20,39%					
Priemerné ROAE	20,39%									
Výplatný pomer	95%									
Vyplatené dividendy	112908	11978	156051	311857	345789	290214	293173	296162	299181	302231
Tempo rastu dividend (g)	1,53%									

Tabuľka 10 – Model ROE (vlastné spracovanie)

Predikcia pre rok 2019 začína pri položke priemerného vlastného kapitálu. V roku 2018 mala spoločnosť spomínaný vysoký výplatný pomer (110,7 %) a preto očakávame zníženie hodnoty priemerného vlastného kapitálu, o rozdiel medzi ziskom v roku 2018 a vyplatenými dividendami, teda zníženie o (33,442 mil CZK). ROAE je ako sme už spomínali spriemerované na úroveň 18,92 % a túto hodnotu budeme potrebovať na dopočítanie EAT, dosadením do výpočtu ( $EAT / 1498227 = 18,92 \%$ ). EAT sa nám tým pádom rovná číslu 283,465 mil. CZK. Túto hodnotu pomocou násobenia očakávaným výplatným pomerom ( $283,465 * 0,95$ ) a zistíme očakávané vyplatené dividendy, ktoré by v roku 2019 mali byť vo výške 269,291 mil. CZK. Rovnako postupujeme aj v ďalších rokoch a získame potrebné hodnoty. Parameter g, označujúci tempo rastu dividend, dosahuje hodnoty 1,53 % a predstavuje priemernú odhadovanú veľkosť hodnoty.

#### 4.1.2 Plánovaný výkaz zisku a straty

Pre potreby valuácie podniku je potrebné uskutočniť predikciu účtovných výkazov. Na zostavenie budúceho výkazu zisku a straty použijeme zisk po zdanení, ktorý sme vypočítali už pri modeli ROE. Predikcia výkazu zisku a straty sa robí takpovediac od konca. V nasledujúcich bodoch bude priblížené vysvetlenie odhadu daných položiek.

- Tržby majú nastavený rast vo výške 2 %. Tesne nad 2 % mala spoločnosť rast tržieb aj v roku 2018 a myslím si, že budú chcieť v tom pokračovať. Na jednej strane by sme mohli očakávať aj väčší rast, z dôvodu úspešného predaja zavedených značiek spoločnosti a práve zbavenie sa tých menej úspešných. Na druhej strane je trh nealkoholických nápojov presýtený a existuje tu veľká konkurencia.

- Vývoj nákladov na predané výrobky rastie v tempe 3 %. Očakávam rastúce výdavky na mzdy a energie. Zároveň ale spoločnosť každoročne zlepšuje efektívnosť týchto výdavkov a preto som nastavil túto hranicu.
- Náklady na distribúciu budú udržiavať relatívne konštantnú výšku. Spoločnosť Kofola má už zavedené meno (predovšetkým na českom a slovenskom trhu) a výdavky spojené s marketingom neočakávam, že by porástli, práve naopak. Výdavky potrebné na dopravu by nemuseli výrazne rásť z dôvodu zlepšujúcej sa siete sietí a diaľnic a zároveň súvisiaca snaha výrobcov nákladných automobilov o nižšiu spotrebu týchto prostriedkov.
- Administratívne náklady rastú 3 % tempom. Jedná sa predovšetkým o investície do informačných technológií.
- Odpisy súvisia s obnovou technického vybavenia spoločnosti a je tam rast 2 %. Spoločnosť má už v tejto dobe kvalitné prístroje a vybavenie a neočakáva veľké investície v tejto oblasti v najbližších rokoch.
- Daň z príjmu právnických osôb je v Českej republike nastavená na úrovni 19 %. Momentálne sa neočakáva zmena sadzieb ani jedným smerom.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Tržby z predaja výrobkov	6275391	7190838	6998690	6963278	7118768	7261143	7406366	7554494	7705583	7859695
Náklady vynaložené na predaj výrobkov	3881359	4352102	4211593	4134081	4053399	4175001	4300251	4429259	4562136	4699000
<b>Hrubý zisk</b>	<b>2394032</b>	<b>2838736</b>	<b>2787367</b>	<b>2829197</b>	<b>3065369</b>	<b>3086142</b>	<b>3106115</b>	<b>3125235</b>	<b>3143447</b>	<b>3160695</b>
Náklady na distribúciu	1607706	1884399	1876854	2092992	2196898	2168211	2169653	2169780	2168524	2165814
Administratívne náklady	317937	385491	403059	373702	441976	455235	468892	482959	497448	512371
Ostatné prevádzkové náklady	25564	20567	33903	22444	17174	17517	17868	18225	18590	18961
<b>Prevádzkový zisk</b>	<b>442825</b>	<b>589413</b>	<b>541357</b>	<b>384947</b>	<b>443669</b>	<b>445179</b>	<b>449702</b>	<b>454271</b>	<b>458886</b>	<b>463548</b>
Odpisy	471995	513201	523003	565228	567332	578679	590252	602057	614098	626380
<b>EBITDA</b>	<b>914820</b>	<b>1102614</b>	<b>1064360</b>	<b>950175</b>	<b>1011001</b>	<b>1023858</b>	<b>1039955</b>	<b>1056328</b>	<b>1072984</b>	<b>1089928</b>
Finančné náklady	73422	112418	93497	24838	80840	81648	82465	83290	84122	84964
Daň z príjmu	79274	103072	105769	128804	50482	58043	58635	59232	59836	60446
<b>Zisk po zdanení (EAT)</b>	<b>290129</b>	<b>373923</b>	<b>342091</b>	<b>231305</b>	<b>312347</b>	<b>305488</b>	<b>308603</b>	<b>311749</b>	<b>314927</b>	<b>318138</b>

Tabuľka 11 – Plánovaný výkaz zisku a straty (vlastné spracovanie)

### 4.1.3 Plánovaná rozvaha

Nasledujúca kapitola bude zameraná na rozvahu a predikciu jej budúcich hodnôt, konkrétne vlastný kapitál, cudzie záväzky a aktíva.

Začneme predikciou vlastného kapitálu, ktorého hodnoty sú uvedené v ďalšej tabuľke. Prvým krokom je nerozdelený zisk a jeho úprava, kedy je pre nás východisko model ROE.

Čistý zisk, ktorý nebol použitý na vyplatenie dividend, ostal v spoločnosti vo forme nerozdeleného zisku. Pre predikovanú hodnotu nerozdeleného zisku pre rok 2019 potrebujeme hodnotu nerozdeleného zisku z roku 2018 a k nemu sa priráta z položky čistý zisk čiastka znížená o hodnotu vyplatených dividend. Pri ďalších položkách pri vlastnom kapitále si môžeme pomôcť hodnotami z predchádzajúcich rokov. Základné imanie by po určitých zmenách mohlo byť opäť stabilné ako bolo posledné tri roky. Rezervné fondy vykazovali posledné štyri roky rovnakú hodnotu a spolu s vlastnými akciami ostávajú na rovnakej úrovni. Ostatné rezervy ostávajú na približne rovnakej úrovni. U rezerv na zmeny cudzích mien je očakávaný mierny rast v ďalších rokoch.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>Vlastný kapitál</b>	<b>2569449</b>	<b>2810188</b>	<b>2736572</b>	<b>1977670</b>	<b>1531669</b>	<b>1506457</b>	<b>1521731</b>	<b>1537162</b>	<b>1552749</b>	<b>23168495</b>
Základné imanie	151499	2229500	2229500	2229500	1114597	1114597	1114597	1114597	1114597	1114597
Rezervné fondy a rezervy na reorganizáciu kapitálu		-1962871	-1962871	-1962871	-1962871	-1962871	-1962871	-1962871	-1962871	-1962871
Ostatné rezervy	2004024	2085568	2075994	2048985	2438776	2399101	2399776	2400470	2401179	24001907
Rezerva na zmeny cudzích mien	235031	166710	165925	37030	28954	29244	29536	29831	30130	30431
Distribučný fond					618331	618331	618331	618331	618331	618331
Vlastné akcie	-2811		-915	-491565	-490208	-490208	-490208	-490208	-490208	-490208
Nerozdelený zisk	181706	291281	228939	116591	-215910	-201737	-187430	-172988	-158409	-143692
<b>Kapitál patriaci nekontrolovaným osobám</b>	<b>7380</b>	<b>49233</b>	<b>2896</b>	<b>-3684</b>	<b>-8156</b>	<b>-8230</b>	<b>-8230</b>	<b>-8230</b>	<b>-8230</b>	<b>-8230</b>
<b>Celkový vlastný kapitál</b>	<b>2576829</b>	<b>2859421</b>	<b>2739468</b>	<b>1973986</b>	<b>1523513</b>	<b>1498227</b>	<b>1513501</b>	<b>1528932</b>	<b>1544519</b>	<b>1560265</b>

Tabuľka 12 – Plánovaná rozvaha, vlastný kapitál (vlastné spracovanie)

Nasledujúca časť bude zameraná na predikciu cudzích zdrojov spoločnosti.

Dlhodobé bankové pôžičky sú nastavené na mierny rast v nasledujúcom období. Spoločnosť rada využíva cudzie zdroje a položka bankových pôžičiek mala vždy relatívne veľkú hodnotu. Spoločnosť Kofola sa snaží udržať si svoje silné postavenie na trhu (českom a slovenskom) a zároveň podporovať postavenie na tých trhoch, kde nie je až taká silná. Je ťažké predpovedať budúce akvizície, no zároveň dlhodobé pôžičky môžu poslúžiť aj na vybudovanie nových tovární, zlepšenie tých aktuálnych alebo investovaním do vývoja.

Spoločnosť zároveň znížila v posledných dvoch rokoch bankové pôžičky krátkodobé a očakávam mierny pokles v ďalších rokoch.

Pri krátkodobých záväzkoch z obchodného styku rátam s ich každoročným navyšovaním z dôvodu ich cca 25 % podielu na tržbách a tým pádom s rastom objemu tržieb budú rásť aj tieto krátkodobé pohľadávky z obchodného styku. Ostatné položky cudzích zdrojov boli odhadnuté pomocou kľzavých priemerov.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>Dlhodobé závazky</b>	<b>1029534</b>	<b>1750669</b>	<b>1580357</b>	<b>1855652</b>	<b>2565592</b>	<b>2671974</b>	<b>2714921</b>	<b>2728458</b>	<b>2745277</b>	<b>2757260</b>
Bankové pôžičky	456297	994323	880318	1480488	2308429	2331513	2354828	2378377	2402160	2426182
Emitované dlhopisy	323814	325885	327072							
Finančný lízing	74632	199620	167295	112867	88288	128540	139322	127262	119256	120534
Zábezpeky	3649	24940	27002	85483	34063	35027	41303	44576	48090	40612
Ostatné závazky	34440	47903	15925		28470	28755	29042	29333	29626	29922
Odložené daňové závazky	136702	157998	162745	176814	106432	148138	150425	148911	146144	140010
<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>2353499</b>	<b>3880924</b>	<b>3700058</b>	<b>2749230</b>	<b>2473925</b>	<b>2598430</b>	<b>2633911</b>	<b>2652135</b>	<b>2672593</b>	<b>2717518</b>
Bankové pôžičky	556708	1637805	1672723	682025	605295	599242	593250	587317	581444	575630
Emitované dlhopisy	3707	3657	3668	332513						
Finančný lízing	40607	55600	58603	57573	47490	51975	54248	53978	53053	52149
Závazky z obch. styku	1634692	1986011	1779351	1630999	1697724	1815285	1851591	1888623	1926395	1964923
Závazky z daní z príjmu	29980	1399	17562	5300	38936	18635	16366	19360	19720	22603
Ostatné finančné závazky	325		10916							
Zábezpeky	87480	196452	157235	40820	84480	113293	118456	102857	91981	102214
<b>Celkové závazky</b>	<b>3383033</b>	<b>5631593</b>	<b>5280415</b>	<b>4604882</b>	<b>5039517</b>	<b>5270404</b>	<b>5348833</b>	<b>5380593</b>	<b>5417870</b>	<b>5474778</b>

Tabuľka 13 – Plánovaná rozvaha, cudzie zdroje (vlastné spracovanie)

Posledná časť predikcie rozvahy bude zameraná na aktíva spoločnosti.

Pri obežných aktívach očakávam rast zásob vo výške 3 %, jednak z dôvodu predpokladu rastúcich tržieb, taktiež aj z dôvodu nižšej hodnoty tejto položky vzhľadom na veľkosť podniku. Pohľadávky z obchodného styku budú rásť taktiež a to vo výške 2 % a opäť vychádzam z úvahy rastúcich tržieb. Peňažné prostriedky narastajú o 2 % z dôvodu rastúcich tržieb a zároveň zachovania úrovne hotovostnej likvidity cca na úrovni 0,25.

Pri aktívach a pasívach musí platiť bilančné pravidlo, aktíva=pasíva. Preto sa narastajúca hodnota pasív, pri aktívach prejaví u dlhodobých aktív (pri obežných aktívach vidíme tiež nárast) taktiež nárastom. Nehmotné aktíva zaznamenajú priemerný ročný rast vo výške 5 %. Spoločnosť si chráni svoje existujúce značky patentmi a taktiež aj oceňuje svoje technológie a know-how. Očakávam v budúcnosti ešte lepšiu ochranu a zároveň aj vývin nejakého nového produktu a taktiež možno aj nové technológie pri výrobe. Goodwill spolu s ostatnými aktívami vykazujú mierny rast. Dlhodobý hmotný majetok po prudšom náraste (nad 7 %) v ďalších rokoch v raste spomaľuje. Spoločnosť na jednej strane možno uskutočniť nové akvizície alebo investície do technológií, na druhej strane už teraz majú výrobné budovy veľkú kvalitu a neočakáva sa nejaký veľký zásah v tejto oblasti.



	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>Dlhodobé aktíva</b>	<b>4171985</b>	<b>5095724</b>	<b>4915863</b>	<b>4786195</b>	<b>4348833</b>	<b>4617323</b>	<b>4735124</b>	<b>4808037</b>	<b>4888333</b>	<b>4990217</b>
Dlhodobé hmotné aktíva	2823390	3508993	3442624	3384892	2959954	3189911	3255387	3277982	3288233	3319918
Goodwill	87986	86302	86302	86302	93467	94402	95346	96299	97262	98235
Nehmotné aktíva	1064370	1176524	1164092	1090190	1054524	1107250	1162613	1220743	1281781	1345870
Investície do vlastného imania	181385	155921	67782	70260	66894	108448	93861	81449	84183	86967
Ostatné pohľadávky	11478	56348	51142	70703	118959	61726	71776	74861	79605	81385
Ostatné aktíva	396	14833	2440	2317	2261	2284	2306	2330	2353	2376
Odložené daňové pohľadávky	2980	96803	101481	81531	52774	53302	53835	54373	54917	55466
<b>Obežné aktíva</b>	<b>1787877</b>	<b>3395290</b>	<b>3104020</b>	<b>1792673</b>	<b>2214197</b>	<b>2263404</b>	<b>2313744</b>	<b>2365244</b>	<b>2417931</b>	<b>2471834</b>
Zásoby	423051	501784	485440	494508	496103	510986	526316	542105	558368	575119
Pohľadávky	793602	934452	1081680	994155	1095035	1116936	1139274	1162060	1185301	1209007
Pohľadávky z daní z príjmu	2460	16231	4171	14416	3759	3797	3835	3873	3912	3951
Peňažné prostriedky	568764	1940008	1532729	289594	619300	631686	644320	657206	670350	683757
<b>Celkové aktíva</b>	<b>5959862</b>	<b>8491014</b>	<b>8019883</b>	<b>6578868</b>	<b>6563030</b>	<b>6880727</b>	<b>7048868</b>	<b>7173281</b>	<b>7306264</b>	<b>7462051</b>

Tabuľka 14 – Plánovaná rozvaha, aktíva (vlastné spracovanie)

#### 4.1.4 Plánované peňažné toky

Na valuáciu zvolenej spoločnosti potrebujeme zistiť tzv. voľné peňažné toky, ktoré sú vstupnými údajmi do valuačného modelu DCF Equity. Nie je potrebné robiť predikciu budúceho výkazu peňažných tokov.

Prvým krokom je zameranie sa na zisk, ktorý je už zdanený (EAT). K nemu je prirátaná hodnota odpisov, ktoré sme plánovali pri výkaze zisku a straty. Problém môže nastať pri stanovení hodnoty investícií, kedy nevieme spoľahlivo túto hodnotu určiť. Podľa Damodara (2013) je možné vykázat investície vo výške udržiavanej hodnoty alebo zameniť peňažné toky pre vlastníkov dividendami. Samotná spoločnosť sa vyjadrila, že už stávajúca situácia podniku v otázke technologického vybavenia je na vysokej úrovni a nečakajú sa nadpriemerné investície v tomto smere.

Nasledujúce hodnoty v tabuľke sú vstupnými hodnotami pre valuačný model DCF Equity pomocou ktorého bude odhadnutá hodnota spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko a. s.

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>Zisk po zdanení (EAT)</b>	<b>305488</b>	<b>308603</b>	<b>311749</b>	<b>314927</b>	<b>318138</b>
<b>Odpisy</b>	578679	590252	602057	614098	626380
<b>Investičná činnosť</b>	541133	540639	541818	539657	538141
<b>FCF pre vlastníkov</b>	343034	358216	371988	389368	406377

Tabuľka 15 – Úprava EAT na voľné Cashflow (vlastné spracovanie)

## 4.2 Valuačné modely

Pre účely valuácie podniku som vybral valuačné modely FCF Equity a DDM model, ktoré už boli spomínané v teoretickej časti práce. Na potreby odhadnutia hodnoty z pohľadu investora potrebujeme poznať aj Beta koeficient, ktorý bude súčasťou diskontnej miery, potrebnej na ďalší výpočet.

### 4.2.1 Koeficient Beta a jeho výpočet

Potreba koeficientu Beta bola spomínaná v teoretickej časti práce. Na jej určenie použijeme dva spôsoby, a to pomocou odvodenia z Porteroveho modelu piatich síl a taktiež pomocou databáze profesora Damodarana.

Prvým krokom pri využití Porteroveho modelu piatich síl je určenie rizikovosti pri štyroch základných faktoroch. Tieto riziká boli rozobraté v analytickej časti práce, kde sme sa im bližšie venovali. V nasledujúcej tabuľke môžeme vidieť, že menšia rizikovosť je obdarená menšími bodmi v modely.

Beta - Porter	1	2	3	4	5
Rizikovosť	veľmi nízka	nízka	priemerná	vyšoká	veľmi vyšoká
Hrozba novovstupujúcich firiem	1				
Hrozba náhradných substitútov			3		
Vyjednávajúca schopnosť dodávateľov	1				
Vyjednávajúca schopnosť odberateľov		2			
Beta = (súčet hodnôt/4)*0,5	Odhad Beta koeficientu: 0,875				

Tabuľka 16 – Beta určená pomocou Porterova modelu piatich síl (vlastné spracovanie)

Hrozba novovstupujúcich firiem bola určená ako veľmi nízka, z dôvodu silného postavenia na trhu spoločnosti Kofola a zároveň veľkých kapitálových výdajov na spustenie výroby. Vyjednávacia schopnosť dodávateľov je taktiež na tejto nízkej úrovni, predovšetkým z dôvodu neunikátnosti ponúkaných surovín a možnosti ich ľahkej substitúcie. Odberatelia už majú o niečo vyššiu silu, trh je veľmi veľký a majú možnosť si vybrať, napriek tomu spoločnosť má svoju rokmi overenú značku, tradíciu a zloženie, ktorých zámenu niektorí nie sú ochotní podstúpiť. S touto problematikou súvisí aj spomínaná kategória substitúcie, ktorá je možná.

Podľa tabuľky sa určila rizikovosť pomocou bodov, ktoré sa sčítajú a potom vydedia číslom štyri. Výsledná hodnota sa ešte vynásobí 0,5 a následné číslo nám udáva koeficient Beta pre našu spoločnosť.

Treba mať na pamäti, že je to len odhad a pri tejto metóde sa vynára kritika súvisiaca s tým, že podobných hodnôt by sa mohlo dosiahnuť aj pri iných firmách z odvetvia, keby sa využilo podobného postupu. Z tohto dôvodu bude použitý aj koeficient Beta dostupný na stránkach profesora Damodarana.

		Váhy
Beta - Porter	0,875	1
Beta - Damodaran	0,67	2
<b>Celkový odhad Beta</b>		0,74

Tabuľka 17 – Beta koeficient (vlastné spracovanie)

Z tabuľky môžeme vidieť, že údaj zo stránky profesora Damodarana má hodnotu 0,67 a je o niečo nižší ako sme odhadli my. Tým, že sa jedná o skúsenejší tím ľudí a presnejší výpočet, preto sme tomuto údaju priradili väčšiu váhu ako nášmu odhadu. Vážený aritmetický priemer nám ukázal konečnú hodnotu koeficientu Beta 0,74.

#### 4.2.2 Diskontná miera

Ďalšia kapitola sa venuje diskontnej miere, ktorá je pri výpočtoch valuačných modeloch potrebná. V tejto práci sa bude jednať o model CAPM, ktorý bol objasnený v teoretickej časti práce. Vzorec pre výpočet CAPM:

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

$r_f$  – bezriziková miera

$r_m$  – očakávaný výnos tržného portfólia

$\beta_i$  – beta cenného papiera

Pre potreby výpočtu modelu CAPM potrebujeme nasledujúce data:

- Koeficient Beta – jeho hodnota bola určená v predchádzajúcej kapitole a jedná sa o hodnotu 0,74
- Očakávaný výnos tržného portfólia – hodnota 7,82%, odvodený pomocou výnosnosti indexu PX za obdobie 3 rokov

- Bezriziková úroková miera – odvodená od desaťročných štátnych dlhopisov, ktorých výnosnosť je podľa ČNB (k 31.3.) 1,77 %

V nasledujúcom vzorci sú už dosadené hodnoty v modely CAPM:

$$E(r_i) = 1,77 + 0,74 * [(7,82 - 1,77)]$$

Diskontná miera má hodnotu **6,24 %**.

### 4.3 Model FCF Equity

Pri použití modelu, ktorý užíva diskontované peňažné toky, je potrebné peňažné toky transformovať do súčasnej hodnoty. Táto potreba transformácie na súčasnú hodnotu je potrebná pri všetkých valuačných modeloch výnosového charakteru.

Všeobecný vzorec:

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

#### 4.3.1 Dvojfázový prepočet FCFE

Pre potreby valuácie spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko použijeme dvojfázový prepočet modelu FCF Equity.

Vzorec:

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

DFCFE – diskontované voľné peňažné toky pre vlastníkov podniku

Vstupné parametre:

- Očakávaný rast do nekonečna = **1,53 %**
- Diskontná miera = **6,24 %**

Hodnota očakávaného rastu do nekonečna predstavuje hodnotu očakávaného rastu dividend. V ďalšej kapitole pri modely DDM budeme taktiež používať tieto vstupné parametre.

Model FCF Equity nám udáva hodnotu podniku pomocou súčtu voľných peňažných tokov pre vlastníkov, ktoré sú diskontované. Predikcia je rozdelená na dve časti, a to na prvú fázu

a druhú fázu. V prvej fázy, ktorá v našom prípade trvá do roku 2023 sa počítajú voľné peňažné toky samostatne v každom roku. V druhej fáze sa uvažuje s perpetuitou a hodnota pravidelných voľných peňažných tokov je prevzatou z posledného roku 2023 predikovaného obdobia. V nasledujúcej tabuľke budú uvedené hodnoty potrebné pre výpočet modelu.

tis. CZK	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	Perpetuita
<b>EAT</b>	<b>305488</b>	<b>308603</b>	<b>311749</b>	<b>314927</b>	<b>318138</b>	
<b>Vnútoraná hodnota akcie</b>	578679	590252	602057	614098	626380	
<b>investičná činnosť</b>	541133	540639	541818	539657	538141	
<b>FCF pre vlastníkov</b>	343034	358216	371988	389368	406377	
<b>Diskontované FCF</b>	322885,9	317373	310216	305638	300254	6374819
<b>Celková hodnota spoločnosti</b>	<b>7 931 186</b>					
<b>Vnútoraná hodnota (cena) akcie</b>	<b>355,79</b>					

Tabuľka 18 – Model diskontovaného FCFE (vlastné spracovanie)

- Odhadnutá hodnota spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko: **7 931 186 000 CZK**
- Emitované akcie spoločnosti: 22 291 948 ks
- Nominálna hodnota akcie: **50 Kč**

Nami zistená hodnota spoločnosti, sa následne delí emitovanými akciami (ich množstvom) a tým získame vnútornú hodnotu akcie, ktorá bola odhadnutá na **355,79 CZK**.

Získanú hodnotu je ale potrebné brať s odstupom, stále sa jedná len o odhadovanú hodnotu. Oproti terajšej tržnej cene pohybujúcej sa na úrovni **304 CZK** (12.3.2019, pse.cz) sa jedná o cca 17 % väčšiu hodnotu.

Z tohto dôvodu bude v ďalšej kapitole práve použitý diskontný dividendový model (DDM) na odhadnutie hodnoty spoločnosti Kofola. Následne sa použijú obidva modely a zistí sa ich priemerná hodnota celkovej odhadovanej hodnoty spoločnosti.

#### 4.4 Model DDM

DDM model, alebo diskontný dividendový model je predchádzajúcemu modelu na určenie hodnoty spoločnosti podobný. V tomto modeli, ako už názov napovedá, sa namiesto diskontovania peňažných tokov, budú diskontovať dividendy.

#### 4.4.1 Dvojfázový prepočet DDM

Pre potreby valuácie spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko použijeme dvojfázový prepočet modelu DDM.

Vzorec:

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

DDM – diskontované dividendy

Vstupné parametre:

- Očakávaný rast do nekonečna = **1,53 %**
- Diskontná miera = **6,24 %**

Kľúčové v tomto modeli, ako už z názvu napovedá, sú dividendové platby určené vlastníkom podniku. Je ale potrebné ich najskôr upraviť na súčasnú hodnotu, pomocou diskontnej miery, ktorá je rovnaká ako pri prvom modeli. Očakávaná výška dividend bola bližšie spomínaná v modeli ROE, ktorému sme sa venovali v samostatnej kapitole.

Predikcia je opäť rozdelená na dve časti, a to na prvú fázu a druhú fázu. V prvej fáze, ktorá v našom prípade trvá do roku 2023 sa počítajú dividendové platby samostatne v každom roku. V druhej fáze sa uvažuje s perpetuitou a hodnota dividendových platieb je prevzatou z posledného roku 2023 predikovaného obdobia. V nasledujúcej tabuľke budú uvedené hodnoty potrebné pre výpočet modelu.

- Odhadnutá hodnota spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko: **5 979 127 tis. CZK**
- Emitované akcie spoločnosti: 22 291 948 ks

Nami zistená hodnota spoločnosti, sa následne delí emitovanými akciami (ich množstvom) a tým získame vnútornú hodnotu akcie, ktorá bola odhadnutá na **268,22 CZK**.

Stále ale tento výsledok predstavuje len odhadovanú hodnotu a spolu s predchádzajúcim modelom bude v ďalšej kapitole odhadnutá celková hodnota spoločnosti.

tis. CZK	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	Perpetuita
<b>EAT</b>	<b>305488</b>	<b>308603</b>	<b>311749</b>	<b>314927</b>	<b>318138</b>	
<b>Vlastný kapitál</b>	1498227	1513501	1528932	1544519	1560265	
<b>ROAE</b>	20,39%	20,39%	20,39%	20,39%	20,39%	
<b>Výplatný pomer</b>	95%					
<b>Vyplatené dividendy</b>	290214	293173	296162	299181	302231	302231
<b>Diskontované dividendy</b>	273168	259745	246981	234845	223305	4741083
<b>Celková hodnota spoločnosti</b>	<b>5 979 127</b>					
<b>Vnútoraná hodnota (cena) akcie</b>	<b>268,22 CZK</b>					

Tabuľka 19 – Model DDM (vlastné spracovanie)

#### 4.5 Stanovenie výslednej hodnoty podniku

Potom ako boli použité dva modely na odhad hodnoty podniku, môžeme určiť celkovú hodnotu podniku. Táto hodnota bude určená pomocou priemeru získaných odhadnutých hodnôt z valuačných modelov. Obe metódy majú rovnakú váhu pri stanovení výslednej ceny.

	Váha	Hodnota	Jednotky
<b>Model FCFE</b>	50%	7 931 186	tis. CZK
<b>Model DDM</b>	50%	5 979 127	tis. CZK
<b>Celková hodnota</b>		<b>6 955 157</b>	tis. CZK
<b>Počet akcií</b>		22 291 948	ks
<b>Vnútoraná cena akcie</b>		<b>312</b>	CZK

Tabuľka 20 – Stanovenie celkovej hodnoty podniku (vlastné spracovanie)

Pomocou použitia výpočtu priemeru hodnôt, do ktorého vstupovali hodnoty odhadnuté pomocou použitia dvoch valuačných modelov, bola stanovená odhadnutá hodnota spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko vo výške **6 955 157 000 CZK**.

Zároveň bolo možné odhadnúť aj vnútornú hodnotu akcií vo výške **312 CZK**. Hlavným cieľom tejto diplomovej práce bolo stanovenie tejto hodnoty pri vybranom podniku.

#### 4.6 Budúci vývoj a jeho predikcia

Nasledujúca kapitola sa bude zaoberať predikciou budúceho vývoja a je rozdelená na dve časti. Na časť zaoberajúcu sa budúcim vývojom spoločnosti Kofola a jeho predikciou, ktorá je určená najmä investorom so zameraním sa na dlhú dobu. Druhá časť je zameraná na

vývoj cien akcií s ohľadom na budúcnosť, týkajúca sa hlavne investorov zameraných na krátku dobu, teda s cieľom špekulácií.

Na tieto predikcie budú využité poznatky, ktoré boli zistené v jednotlivých častiach tejto práce a jedná sa o:

- SWOT analýza
- PEST analýza
- Porterova analýza piatich síl
- Finančná analýza
- Technická analýza
- Predikcia finančných plánov

#### **4.6.1 Budúci vývoj a jeho predikcia u spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko**

Pomocou výsledkov z analytickej a projektovej časti tejto diplomovej práce, môžeme predikovať budúci vývoj spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko. Táto spoločnosť je jedným z popredných výrobcov nealkoholických nápojov vo východnej Európe. Spoločnosť Kofola má silné postavenie na trhu v Českej a Slovenskej republike, kde buduje už dlhodobú tradíciu a taktiež posilňuje svoju pôsobnosť v Poľsku a v Adriatickom regióne. V súčasnej dobe je trh s nealkoholickými nápojmi presýtený a veľmi konkurenčný. Podľa Porterovho modelu piatich síl nám vyplýva nízka vyjednávajúca schopnosť dodávateľov a taktiež nie moc vysoká schopnosť odberateľov. Nové spoločnosti to so vstupom do tohto odvetvia tiež nemajú jednoduché pre kapitálovú náročnosť potrebnú na vybudovanie konkurenčnej spoločnosti. Na druhej strane je tu možnosť substitúcie výrobkov, ktorá je priemerná.

Spoločnosť Kofola sa snaží vylepšiť svoje postavenie či už na svojich dominantných trhoch, ako sú Česká a Slovenská republika a taktiež na tých slabších ako Poľsko alebo Chorvátsko. Uskutočňuje to neustálymi inováciami produktov a taktiež zavádzaním nových, čím rozširuje svoju ponuku s cieľom väčších tržieb spoločnosti a zároveň pokrytia širšieho sortimentu, čo zároveň pomáha s rozložením rizika. Nové značky pridáva spoločnosť aj akvizíciami, ako napríklad v roku 2017, poľská spoločnosť Premium Rosa.

Spoločnosť Kofola má kvalitný manažment, ako už bolo spomínané aj v analytickej časti práce. Za vedúcich pracovníkov hovoria výsledky, kedy v roku 2018 opäť prišlo navýšenie tržieb, po poklese v roku 2017. Vedenie reagovalo zrušením niektorých nefungujúcich značiek na Poľskom trhu, čo malo pozitívny dopad. Taktiež posilnenie predaja zavedených



značiek a uvedenie nových, napríklad značka Kláštorňá v Slovenskej republike. Kvalitu manažmentu určite odrážajú marketingové kampane, ktoré sú veľmi úspešné a vedia osloviť viacero generácií. Napríklad reklama na vianočné prasiatko je v televízií každé Vianoce. Vedenie bolo schopné znížiť aj náklady, a to napriek rastúcim predajom, čo znamenalo zefektívnenie výrobného procesu. Spoločnosť sa pýši modernými výrobnými zariadeniami a taktiež aj svojou logistickou sieťou. Tieto prvky pomáhajú riadiť náklady s cieľom ich ďalšieho znižovania.

Napriek nie príliš pozitívnemu výsledku Altmanovej analýzy, momentálne nevykazuje spoločnosť riziko svojej činnosti. Jedná sa o veľkú nadnárodnú spoločnosť, ktorá pôsobí na viacerých trhoch a vlastní mnoho značiek. Horší výsledok môže súvisieť s akvizíciami podniku v posledných rokoch, ktoré ovplyvňujú vypovedajúcu schopnosť Z-skóre. Práve nové akvizície značiek, spolu so zavedenými majú prispieť k lepším výsledkom do budúcnosti. Taktiež je to aj výhľad zvyšovania tržieb a zároveň znižovanie nákladov, ako už bolo spomínané. Spolu s rokmi overenou tradíciou vyzerá spoločnosť Kofola dobrú budúcnosť.

#### 4.6.2 Vývoj cien akcií a ich predikcia u spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko

Pomocou technickej analýzy bude predpovedaný vývoj cien akcie spoločnosti Kofola. Jedná sa o predpoveď na krátku dobu určenú predovšetkým investorom s cieľom špekulácie na zmenu hodnoty akcie.

Súčasná tržná cena sa nachádza na hodnote 304 CZK.

Nami vyrátaná odhadnutá vnútorná cena akcie, má hodnotu 312 CZK.

Z nasledujúceho grafu môžeme vyčítať pomocou klzavého priemeru (SMA) preťatie ceny z hora, čo signalizuje klesajúci trend. Znamenalo by to pre investora odporúčanie určitého vyčkávania súvisiaceho s jemným poklesom, po ktorom by mal nasledovať opäť rast.

Ďalej bol použitý v technickej analýze index relatívnej sily (RSI), ktorý meria rýchlosť a zmenu u pohybu cien. RSI môže dosahovať hodnôt od 0 po 100, kedy výška tejto hodnoty nachádzajúca sa pod hodnotou 30 znamená, že trh je prepredajný a naopak ak je hodnota väčšia ako 70, jedná sa o prekúpenosť trhu. V našom grafe sa táto hodnota nachádza takmer na úrovni 50 a pri ďalšom raste by zároveň malo dochádzať taktiež ku klesajúcemu trendu hodnoty akcie spoločnosti. Technická analýza nám teda vraví, že sa očakáva menší pokles v hodnote akcií, po ktorom by mal nasledovať opäť rast hodnoty.



Obrázok 6 - Vývoj cien akcií spoločnosti Kofola (zdroj: xtb.cz, vlastné spracovanie)

#### 4.7 Odporúčanie pre investorov

Po prevedení jednotlivých krokov v projektovej časti práce sa otvára možnosť odporúčania pre potencionálnych investorov. Toto odporúčanie býva zvyčajne vo forme investičného reportu, ktorý nemá stanovenú presnú štruktúru, ale jeho súčasťou majú byť informácie, ktoré sú potrebné pre investora v otázke jeho rozhodnutia. Investičný report bude uvedený nižšie.

Podľa výstupov z projektovej časti diplomovej práce, je pre potencionálnych investorov odporúčané dané akcie držať, teda HOLD. Vnútoraná cena akcie, ktorá bola nami odhadnutá je takmer totožná s aktuálnou tržnou cenou. Ako už bolo napovedané v technickej analýze, kde sme odhadovali budúci krátkodobý vývoj, očakáva sa mierny pokles v blízkom období a z tohto dôvodu sa investorom neodporúča nakupovať akcie spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko. Po miernom poklese ceny by mal nasledovať opäť rast a práve v poklese by sme odporúčali nakúpiť a využiť potenciál rastu. Z tohto dôvodu by sa nemali akcie ani predávať a preto je odporúčaná pozícia HOLD.

**Investorsky report**

Názov spoločnosti: Kofola ČeskoSlovensko a.s.

Predmet podnikania: výroba, predaj a distribúcia nealkoholických nápojov

Odvetvia: Výroba/ nealkoholické nápoje

Dátum: 15.4.2019

Burza: Burza cenných papírů Praha

***Kofola ČeskoSlovensko - stabilná spoločnosť s potenciálom do budúcnosti***

Aktuálna tržná cena akcie: 304 CZK

Vnútoraná cena akcie: 312 CZK

Tržná kapitalizácia: 6 776 800 000 CZK

Odhadnutá hodnota spoločnosti: 6 955 157 000 CZK

Očakávaný výplatný pomer: 95 %

**Odporúčanie pre investorov: HOLD (DRŽAŤ)**

Obrázok 7 – Investorský report (vlastné spracovanie, kofola.cz)

## ZÁVĚR

Diplomová práce sa zaoberala valuáciou spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko použitím vybraných valuačných modelov. Prvá časť práce bola zameraná na spracovanie teoretických podkladov potrebných pre neskoršie správne ohodnotenie spoločnosti. Boli priblížené viaceré pojmy, s ktorými sme sa neskôr opäť stretli v analytickej a projektovej časti práce.

V úvode analytickej časti bola predstavená spoločnosť Kofola ČeskoSlovensko, jej fungovanie, história a v krátkosti aj ponúkané produkty. Nasledujúca časť bola zameraná na strategickú analýzu, ktorá pozostávala z PEST analýzy zameriavajúcej sa na makrookolie podniku a taktiež ďalšej časti, ktorá mapovala mikrookolie podniku pomocou Porterovej analýzy piatich síl. Najväčšiu časť analytickej časti predstavovala finančná analýza spoločnosti, ktorá hodnotila jednotlivé parametre spoločnosti Kofola. Jednotlivé pomerové ukazovatele nám bližšie podali správu o stave spoločnosti Kofola. Rentabilita spoločnosti je na dobrej a stabilnej úrovni, vyzdvihnúť by sa dala rentabilita vlastného kapitálu, ktorá stúpila v poslednom roku, najmä z dôvodu zbavenia sa nezárobkových značiek na Poľskom trhu. Pomohli k tomu aj vyššie tržby a taktiež znižujúce sa náklady, čo pripisujeme zefektívneniu výrobného procesu. V analytickej časti bol využitý aj bankrotný model, konkrétne Altmanova analýza, ktorej hodnoty neboli pozitívne. Treba mať ale na pamäti viacero faktorov, jedných z nich je aj relatívne rozsiahla investičná činnosť súvisiaca s akvizíciami ďalších značiek a spoločností do portfólia spoločnosti Kofola, a to tento model môže skreslovať. Ďalší dôvod súvisí aj s ukazovateľmi likvidity, ktoré s výnimkou hotovostnej likvidity taktiež nedosahovali odporúčaných hodnôt. Bolo to spôsobené vysokou hodnotou krátkodobých bankových pôžičiek, ktoré spoločnosť posledné roky znižuje a taktiež tieto parametre v poslednom roku v sledovanom období rástli. Spoločnosť zároveň patrí medzi veľkých výrobcov s dlhoročnou tradíciou, vlastní moderné továrne, skladové priestory a taktiež má k dispozícii vlastnú prepravu. Hodnota zásob, ako súčasť obežných aktív, by podľa parametrov mala mať vyššiu hodnotu vzhľadom k veľkosti krátkodobých záväzkov, ale stále sa jedná o veľké číslo (496,130 mil. CZK), ktoré spolu s vyššie spomínanými faktormi by nemalo predstavovať problém pri likvidite. Analýza aktivity prezrádza o spoločnosti jej pozíciu dlžníka pri dobe obratu pohľadávok a záväzkov. Znamená to, že spoločnosť dostane svoje peniaze za pohľadávky skôr, ako zaplatí svojim dodávateľom, a tým pádom môže tieto peniaze použiť na iné účely. Spoločnosť je relatívne vysoko zadlžená, ale nevykazuje problémy so splácaním svojich záväzkov. Hodnota úrokového krytia sa nachádza nad odporúčanými hodnotami počas celej doby sledovaného obdobia, čo zna-

mená, že spoločnosť nemá problém s vytváraním potrebných ziskov pre krytie úrokov z prípadných pôžičiek.

Projektová časť práce nadväzovala na analytickú a v prvej časti bola zameraná na predikciu budúcich ekonomických dát. Na túto úlohu bol vybraný model ROE, pomocou ktorého boli predikované dáta potrebné na odhadnutie hodnoty spoločnosti. V nasledujúcej časti sme boli oboznámení s vybranými valuačnými modelmi, ktoré boli použité na odhadnutie hodnoty spoločnosti Kofola. Výsledné hodnoty z oboch použitých modelov boli následne zpriemerované a bola určená hodnota spoločnosti. Posledná časť projektovej časti bola zameraná na budúci vývoj a jeho predikciu. Pomocou technickej analýzy a získaných hodnôt z valuačných modelov bol zostavený investorský report, v ktorom bolo odporúčané dané akcie držať, teda HOLD. V reporte boli zahrnuté všetky dôležité zistené informácie, ktoré môžu ovplyvniť rozhodnutie investora.

Na záver ďakujem každému čitateľovi tejto práce, hádam v nej našli nové informácie, ktoré zhodnotia v živote a vopred sa ospravedlňujem za prípadné formálne nedostatky.

**SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY**

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

DAMODARAN, Aswath, [2012]. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. Third edition. Hoboken: Wiley, xv, 874 s. Wiley finance series. ISBN 978-1-118-01152-2. GLADIŠ, Daniel, 2015. *Akciové investice*. Praha: Grada, 176 s. Investice. ISBN 978-80-247-5375-1.

DLUHOŠOVÁ, Dana, 2010. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

HOLEČKOVÁ, Jaroslava, 2008. *Finanční analýza firmy*. Praha: ASPI, 208 s. ISBN 978-80-7357-392-8.

HORÁKOVÁ, Helena, 2003. *Strategický marketing*. 2., rozš. a aktualiz. vyd. Praha: Grada, 200 s. Expert. ISBN 8024704471.

KEŘKOVSKÝ, Miloslav a Oldřich VYKYPĚL, 2006. *Strategické řízení: teorie pro praxi*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 206 s. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-453-8.

KISLINGEROVÁ, Eva, 2010. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C.H. Beck, 811 s. ISBN 978-80-7400-194-9.

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

KNÁPKOVÁ, Adriana et al., 2017. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 3., kompletně aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 228 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-271-0563-2.

KRABEC, Tomáš, 2009. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada, 261 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-2865-0.

KRÁL, Miloš, 2008. *Fundamentální analýza: studijní pomůcka pro distanční studium*. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 132 s. ISBN 978-80-7318-765-1.

KRÁL, Miloš, 2007. *Techniky ziskového obchodování na světových finančních trzích: 2.díl Technická analýza. Studijní pomůcka pro distanční studium*. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 135 s. ISBN 978-80-7318-650-0.

LANDA, Martin, 2008. *Jak číst finanční výkazy: [analýza účetních výkazů, hodnocení finanční výkonnosti, měření efektivnosti investic : případové studie, příklady, koncepce podnikového účetního systému]*. Brno: Computer Press, 176 s. ISBN 978-80-251-1994-5.

MAŘÍK, Miloš, 2011. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

KRABEC, Tomáš, 2009. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada, 261 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-2865-0.

PORTER, Michael E., 1994. *Konkurenční strategie: metody pro analýzu odvětví a konkurentů*. Praha: Victoria Publishing, 403 s. ISBN 80-85605-11-2.

REJNUŠ, Oldřich, 2008. *Finanční trhy*. Ostrava: Key Publishing, 559 s. Ekonomie. ISBN 978-80-87071-87-8.

SEDLÁČEK, Jaroslav, 2001. *Účetní data v rukou manažera - finanční analýza v řízení firmy*. 2. dopl. vyd. Praha: Computer Press, 220 s. Praxe manažera. ISBN 80-7226-562-8.

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

SEDLÁČKOVÁ, Helena, 2000. *Strategická analýza*. Praha: C. H. Beck, 101 s. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-422-8.

SYNEK, Miloslav a Eva KISLINGEROVÁ, 2015. *Podniková ekonomika*. 6., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck, 526 s. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-274-8.

VESELÁ, Jitka, 2007. *Investování na kapitálových trzích*. Praha: ASPI, 703 s. ISBN 978-80-7357-297-6.

VOZÁR, Martin a Jozef KOMORNÍK, 2015. *Oceňovanie podnikov*. Bratislava: Kartprint, 250 s. ISBN 9788089553075

**SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY – ELEKTRONICKÉ ZDROJE**

Business Dictionary - Valuation, © 2019. *Www.businessdictionary.com* [online]. [cit. 2019-04-16]. Dostupné z: <http://www.businessdictionary.com/definition/valuation.html>

GRANT, Mitchell, ©2019. Strength, Weakness, Opportunity, and Threat (SWOT) Analysis. *Https://www.investopedia.com/* [online]. [cit. 2019-04-16]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/s/swot.asp>

História Kofoly, ©2019. *Https://www.kofola.cz* [online]. Ostrava [cit. 2019-04-16]. Dostupné z: <https://www.kofola.cz/web/history>

International Valuation Standards & property tax, © 2019. *Https://www.ivsc.org/* [online]. Londýn [cit. 2019-04-16]. Dostupné z: <https://www.ivsc.org/news/article/international-valuation-standards-property-tax-valuations>

Kofola CS, © 2019. *Https://akcie-cz.kurzy.cz* [online]. Praha [cit. 2019-04-16]. Dostupné z: <https://akcie-cz.kurzy.cz/akcie/kofola-cs-5534/>

Kofola ČS, © 2019. *Https://www.pse.cz/* [online]. Praha [cit. 2019-04-16]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/udaje-o-trhu/akcie/prehled/?ISIN=CZ0009000121>

Výročné správy spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko, a. s. z rokov 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, © 2014-2019. *Http://investor.kofola.cz* [online]. Ostrava [cit. 2019-04-16]. Dostupné z: <http://investor.kofola.cz/investor/reporty-a-prezentace>



**SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK**

CAPM	Capital Assets Price Model
CP	Cenný papier
CZK	Česká koruna
ČNB	Česká národní banka
DCF	Diskontované Cash Flow
DDM	Model diskontovaných dividend
EUR	Euro
FATA	Fundamentálna a technická analýza
FCE	Voľné Cash Flow
HDP	Hrubý domáci produkt
IPO	Initial Public Offering – Prvá verejná ponuka akcií
Kč	Koruna česká

**ZOZNAM OBRÁZKOV**

Obrázok 1 – Porterova analýza 5 konkurenčných síl (zdroj: Porter, 1994).....	27
Obrázok 2 – Logo spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. (zdroj: kofola.cz) .....	42
Obrázok 3 – Štruktúra spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s. (zdroj: kofola.cz).....	42
Obrázok4 – Vlastnícka štruktúra Kofola ČeskoSlovensko a. s. (zdroj: investor.kofola.cz) .....	44
Obrázok 5 – Základné burzové informácie Kofola ČeskoSlovensko (zdroj: pse.cz, 2019).....	53
Obrázok 6 - Vývoj cien akcií spoločnosti Kofola (zdroj: xtb.cz, vlastné spracovanie) .....	82
Obrázok 7 – Investorský report (vlastné spracovanie, kofola.cz).....	83

**ZOZNAM TABULIEK**

Tabuľka 1 – Inflácia (vlastné spracovanie, zdroj: www.mfcr.cz) .....	47
Tabuľka 2 – Hrubý domáci produkt (vlastné spracovanie, zdroj: www.mfcr.cz) .....	48
Tabuľka 3 – Miera nezamestnanosti (vlastné spracovanie, zdroj: www.mfcr.cz).....	48
Tabuľka 4 – zmenný kurz CZK/EUR (vlastné spracovanie, zdroj: www.mfcr.cz).....	48
Tabuľka 5 – Ukazovatele rentability (zdroj: vlastné spracovanie na základne účtovných dát spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko a. s.).....	61
Tabuľka 6 – Ukazovatele likvidity (zdroj: vlastné spracovanie na základne účtovných dát spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko a. s.) .....	62
Tabuľka 7 – Ukazovatele aktivity (zdroj: vlastné spracovanie na základne účtovných dát spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko a. s.) .....	62
Tabuľka 8 – Ukazovatele zadlženosti (zdroj: vlastné spracovanie na základne účtovných dát spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko a. s.).....	64
Tabuľka 9 – Altmanov index (zdroj: vlastné spracovanie na základne účtovných dát spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko a. s.) .....	64
Tabuľka 10 – Model ROE (vlastné spracovanie) .....	69
Tabuľka 11 – Plánovaný výkaz zisku a straty (vlastné spracovanie) .....	70
Tabuľka 12 – Plánovaná rozvaha, vlastný kapitál (vlastné spracovanie).....	71
Tabuľka 13 – Plánovaná rozvaha, cudzie zdroje (vlastné spracovanie).....	72
Tabuľka 14 – Plánovaná rozvaha, aktíva (vlastné spracovanie).....	73
Tabuľka 15 – Úprava EAT na voľné Cashflow (vlastné spracovanie).....	73
Tabuľka 16 – Beta určená pomocou Porterova modelu piatich síl (vlastné spracovanie).....	74
Tabuľka 17 – Beta koeficient (vlastné spracovanie) .....	75
Tabuľka 18 – Model diskontovaného FCFE (vlastné spracovanie) .....	77
Tabuľka 19 – Model DDM (vlastné spracovanie) .....	79
Tabuľka 20 – Stanovenie celkovej hodnoty podniku (vlastné spracovanie) .....	79

**ZOZNAM GRAFOV**

Graf 1 – Horizontálna analýza aktív .....	55
Graf 2 – Horizontálna analýza pasív .....	56
Graf 3 – Horizontálna analýza výkazu zisku a straty .....	57
Graf 4 – Majetková štruktúra spoločnosti.....	58
Graf 5 – Štruktúra obežných aktív spoločnosti.....	59
Graf 6 – Vlastnícka štruktúra spoločnosti a jej vývoj.....	59
Graf 7 – Vývoj celkových záväzkov.....	60
Graf 8 – Doba obratu krátkodobých pohľadávok a záväzkov .....	63
Graf 9 – Vývoj tržieb a nákladov spoločnosti Kofola ČeskoSlovensko.....	67

