

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE

Fakulta financí a účetnictví

katedra financí a oceňování podniku

studijní obor: Finance a oceňování podniku

**Ocenění společnosti
Budějovický Budvar,
národní podnik pro účely
privatizace**

Autor diplomové práce: Bc. Michal Mikeš

Vedoucí diplomové práce: doc. Ing. Tomáš Krabec, MBA, Ph.D.

Rok obhajoby: 2017

Čestné prohlášení:

Prohlašuji, že diplomovou práci na téma Ocenění společnosti Budějovický budvar, národní podnik pro účely privatizace jsem vypracoval samostatně a veškerou použitou literaturu a další prameny jsem řádně označil a uvedl v příloženém seznamu.

V Praze dne

Podpis:

Poděkování

Na tomto místě bych rád vyjádřil poděkování vedoucímu mé diplomové práce panu doc. Ing. Tomáši Krabcovi, MBA, Ph.D. za cenné rady a užitečné připomínky, které mi při psaní této práce poskytoval a za poznatky, které mi během studia předal.

Abstrakt

Tato diplomová práce se zabývá oceněním společnosti Budějovický Budvar, národní podnik pro účely případné privatizace. Datum ocenění bylo zvoleno na 31. 12. 2015, hledanou kategorií hodnoty byla tržní hodnota. V úvodních kapitolách se nachází shrnutí informací a specifík oceňované společnosti. Dále jsou provedeny finanční a strategická analýza, jejichž závěry jsou nezbytné pro volbu metody ocenění. Na základě závěrů těchto analýz byla pro ocenění použita jako primární metoda DCF Entity. Jako doplňková byla zvolena metoda srovnatelných podniků, která ověřuje správnost zvolených předpokladů při ocenění primární metodou.

Klíčová slova: Budějovický Budvar, DCF Entity, Metoda tržního porovnání, tržní hodnota

Abstract

This diploma thesis is focused on valuation of Budějovický Budvar, a national company for possible privatization. The valuation was performed as at 31 December 2015. Sought-after value category was the market value. In the introductory chapters, there is a summary of the information and specifics of the valued company. Subsequently, financial and strategic analyses are carried out, as conclusions of these analyses were necessary to confirm the choice of valuation method. Based on the findings of these analyses, the DCF Entity method was used as a primary method for the valuation. As a supporting valuation method was chosen a market valuation approach to verify the correctness of selected assumptions in the primary method.

Key words: Budějovický Budvar, DCF Entity, Market Value Approach, Market Value

Obsah

Úvod	8
1 Informace o společnosti	9
1.1 Základní informace	9
1.2 Důležité milníky v historii společnosti	10
1.3 Organizační struktura.....	10
1.4 Skupina Budějovický Budvar	12
2 Specifika ocenění Společnosti.....	13
2.1 Národní podnik	13
2.2 Vlastnictví.....	13
2.3 Kategorie hodnoty a účel ocenění.....	13
2.4 Známkoprávní spory	14
3 Finanční analýza.....	15
3.1 Analýza účetní politiky	15
3.1.1 Ocenění zásob.....	15
3.1.2 Ocenění cenných papírů a majetkových podílů.....	16
3.1.3 Přepočet na českou korunu	16
3.1.4 Odpisování dlouhodobého majetku	16
3.2 Analýza účetních výkazů	16
3.2.1 Analýza rozvahy	16
3.2.2 Analýza výkazu zisků a ztrát	21
3.3 Analýza poměrových a výkonových ukazatelů	26
3.3.1 Rentabilita.....	26
3.3.2 Likvidita	30
3.3.3 Aktivita	32
3.3.4 Zadlužení	34
3.4 Vyhodnocení finanční analýzy	36

3.4.1	Altmanův model	36
3.5	Závěr finanční analýzy.....	37
4	Strategická analýza.....	39
4.1	Kvalitativní vymezení relevantního trhu	39
4.1.1	Věcné vymezení trhu	39
4.1.2	Teritoriální vymezení trhu	39
4.1.3	Určení konkurence a zákazníků.....	40
4.1.4	Trh pivovarnictví v ČR.....	41
4.1.5	Zahraniční obchod	45
4.2	Kvantitativní vymezení relevantního trhu	47
4.2.1	Kvantifikace tuzemského trhu	47
4.2.2	Kvantifikace zahraničního trhu	48
4.3	Analýza atraktivity trhu	49
4.4	Faktory ovlivňující vývoj trhu	53
4.4.1	Kvalitativní faktory	53
4.4.2	Kvantitativní faktory	53
4.5	Prognóza relevantního trhu	55
4.5.1	Tuzemský trh	55
4.5.2	Zahraniční trh	56
4.5.3	Relevantní trh celkem.....	57
4.6	Analýza konkurenční síly	57
4.6.1	Identifikace hlavních konkurenční společností	58
4.6.2	Tržní podíl oceňované společnosti a jejích konkurentů	59
4.6.3	Analýza faktorů konkurenční pozice.....	59
4.7	SWOT Analýza.....	64
4.8	Prognóza vývoje tržního podílu	64
4.9	Prognóza tržeb Společnosti.....	65

4.10	Závěr strategické analýzy	65
5	Generátory hodnoty a finanční plán	67
5.1	Aktiva provozně potřebná a nepotřebná	67
5.2	Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH).....	68
5.3	Generátory hodnoty	68
5.3.1	Tempo růstu tržeb	69
5.3.2	Zisková marže.....	69
5.3.3	Investice do pracovního kapitálu	75
5.3.4	Investice do dlouhodobého majetku	80
5.4	Finanční plán.....	82
6	Ocenění.....	87
6.1	Metoda DCF Entity.....	87
6.1.1	WACC	87
6.1.2	Určení peněžních toků a ocenění společnosti metodou DCF entity.....	91
6.2	Metoda tržního porovnání.....	94
6.2.1	Ocenění metodou srovnatelných podniků	94
6.3	Shrnutí ocenění	97
	Závěr.....	98
	Seznam použité literatury a pramenů	99
	Seznam grafů	104
	Seznam příloh	105
	Přílohy	106

Úvod

Cílem této diplomové práce je ocenění 100% podílu ve společnosti Budějovický Budvar, národní podnik k 31. 12. 2015. Ocenění se provádí pro účely případné privatizace společnosti.

Formálně je práce rozdělena do šesti celků, které na sebe navazují a tvoří základní osnovu práce. První dvě kapitoly podávají základní informace o společnosti a shrnují specifické faktory společnosti, které mohou mít vliv na ocenění. V rámci druhé kapitoly je také specifikován účel ocenění a z něj vyplývající kategorie hodnoty.

Třetí kapitola je věnována finanční analýze společnosti, která by měla potvrdit či vyvrátit předpoklad nekonečného trvání podniku. V další kapitole je provedena strategická analýza, jež by měla prostřednictvím analýzy tržního prostředí a postavení společnosti na trhu poskytnout výchozí bod výnosového ocenění – projekci tržeb společnosti.

Pátá kapitola se zabývá analýzou a prognózou generátorů hodnoty s vyústěním do finančního plánu, která tvoří podklad pro ocenění, které je provedeno v poslední, šesté kapitole. Pro ocenění byly na základě výsledků třetí a čtvrté kapitoly zvoleny metody DCF a metoda tržního porovnání.

Společnost Budějovický Budvar, n.p. byla pro ocenění zvolena s ohledem na dostatek relevantních tržních dat o společnosti a o trhu, na kterém společnost působí. V rámci této práce byla využita řada v praxi využívaných databází, jejichž znalost je při praktickém oceňování nezbytná.

1 Informace o společnosti

V rámci této kapitoly jsou uvedeny základní informace o oceňované společnosti Budějovický Budvar, národní podnik, Budweiser Budvar, National Corporation, Budweiser Budvar, Entreprise Nationale (dále také „Budějovický Budvar, n.p.“, „Budějovický Budvar“, „Společnost“) platné k datu ocenění.

1.1 Základní informace

Název společnosti:	Budějovický Budvar, národní podnik, Budweiser Budvar, National Corporation, Budweiser Budvar, Entreprise Nationale
Datum zápisu do OR:	1. února 1967
Obchodní rejstřík:	Krajský soud v Plzni, oddíl B, vložka 227
Sídlo společnosti:	K. Světlé 512/4, České Budějovice 3, 370 04 České Budějovice
Identifikační číslo:	005 14 152
Právní forma:	Národní podnik
Předmět podnikání:	Výroba piva a sladu, Hostinská činnost, Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona, Silniční motorová doprava – nákladní vnitrostátní provozovaná vozidly o největší povolené hmotnosti do 3,5 tuny včetně, - nákladní vnitrostátní provozovaná vozidly o největší povolené hmotnosti nad 3,5 tuny, - nákladní mezinárodní provozovaná vozidly o největší povolené hmotnosti do 3,5 tuny včetně, - nákladní mezinárodní provozovaná vozidly o největší povolené hmotnosti nad 3,5 tuny.

Ředitel národního podniku: Ing. Jiří Boček, dat. nar. 25. září 1957, Čechova 671/2, České Budějovice 3, 370 04 České Budějovice, den vzniku funkce: 9. ledna 2014

Kmenové jmění: 3 100 000 000,- Kč

1.2 Důležité milníky v historii společnosti

Českobudějovický pivovar, jenž byl zapsán do obchodního rejstříku v roce 1967, vznikl již v roce 1895 jako Český akciový pivovar. První várka piva byla uvařena 7. října téhož roku. Hned v následujícím roce dosáhl pivovar výstavu přes 50 000 hl piva, které bylo prodáváno jak v Rakousku-Uhersku, tak v okolních státech.

Český akciový pivovar rychle rostl a do roku 1905 předstihl ve výstavu piva konkurenční Měšťanský pivovar, který měl v té době již více než stoletou tradici. Rychlý rozvoj si vynutil významné investice do rozšíření provozů.

Značka Budvar byla zaregistrována jako ochranná známka BUDVAR pro nový druh piva v roce 1930. I díky rostoucí popularitě tohoto piva byl pivovar v roce 1936 přejmenován na Budvar – Český akciový pivovar České Budějovice.

Jako přímého nástupce společnosti Budvar – Český akciový pivovar České Budějovice založilo Ministerstvo potravinářského průmyslu výměrem dne 21. 12. 1966 společnost Budějovický Budvar, národní podnik. V této formě funguje pivovar dodnes.

Od roku 1991 do roku 2013 pokračoval rozvoj Společnosti. V tomto období došlo k téměř trojnásobnému zvýšení produkce piva a ke značnému posílení prodeje v zahraničí. V současné době se Budějovický Budvar prodává ve více než 70 státech světa.

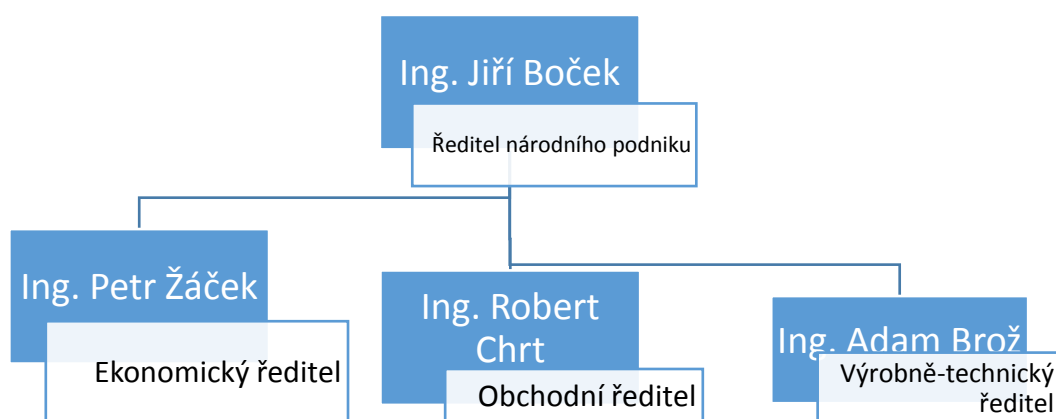
V roce 2015 Společnost oslavila 120 let od svého vzniku. Výstav piva v tomto roce činil 1 602 000 hl piva, z toho více než polovina byla prodána v zahraničí. V roce 2016 se očekává překročení hranice 50 mil. hl celkového výstavu piva. Z hlediska celkového objemu výstavu zaujímá Společnost v rámci pivovarnických skupin v České republice 4. místo.

1.3 Organizační struktura

Zakladatelem Společnosti je Ministerstvo zemědělství České republiky, které zastupuje stát jako zakladatel a vlastník společnosti. Hospodaření je pravidelně kontrolováno dozorčí radou a jejími výbory.

Statutární orgán se sestával ke dni ocenění ze čtyř osob. Společnost zastupuje navenek ředitel národního podniku. V době jeho nepřítomnosti zastupují Společnost jeho zástupci – ekonomický ředitel, obchodní ředitel a výrobně-technický ředitel v tomto pořadí. Seznam členů statutárního orgánu a jejich hierarchii zobrazuje následující schéma:

Schéma 1: Organizační struktura statutárního orgánu oceňované společnosti



Zdroj: účetní závěrky oceňované společnosti, vlastní zpracování

Dozorčí rada Společnosti je ke dni ocenění devítičlenná a jejími členy jsou:

Předseda DR:	Ing. Jan Procházka
Místopředseda DR:	JUDr. Jiří Jirsa
Členové DR:	Ing. Miroslav Zámečník
	Ing. Zdeněk Adamec
	Radek Petruška
	Jan Joza
	Ing. Milena Vacková
	Ing. Simona Prečanová
	Ing. Jaromír Žáček

1.4 Skupina Budějovický Budvar

Společnost Budějovický Budvar, národní podnik je, jak vyplývá z jeho názvu, vlastněn státem, konkrétně Ministerstvem zemědělství České republiky. Společnost vlastní tři dceřiné společnosti, které se zabývají distribucí piva do států, ve kterých byly založeny, a to do Německa, Slovenska a Velké Británie. Dceřinými společnostmi jsou Budweiser Budvar SK, s.r.o., Budweiser Budvar Importgesellschaft GmbH a Budweiser Budvar UK Ltd. V těchto společnostech drží společnost Budějovický Budvar, národní podnik 100% podíl.

2 Specifika ocenění Společnosti

Cílem této práce je ocenění společnosti Budějovický Budvar, n.p. Při ocenění je nutné specifikovat účel ocenění a z něj odvodit kategorii hodnoty, neboť rozdílný účel ocenění může rezultovat ve výrazně odlišnou hodnotu. Vliv na fungování společnosti Budějovický Budvar, n.p a na její výslednou hodnotou může mít také řada specifík, kterými se tato společnost vyznačuje. Popis těchto specifík bude předmětem této kapitoly, stejně tak jako vymezení hledané kategorie hodnoty.

2.1 Národní podnik

Společnost Budějovický Budvar, n.p. je dle informací Obchodního rejstříku jediným fungujícím národním podnikem v České republice. Právní forma Společnosti je velmi specifická, neboť její právní forma není ukotvena v současném právním řádu České republiky. Národní podnik byl dříve označením pro státní podnik. Na počátku 90. let 20. století však tato právní forma zanikla spolu se zrušením hospodářského zákoníku.

2.2 Vlastnictví

Jak již bylo zmíněno v předcházející kapitole, společnost Budějovický Budvar, n.p. je ze 100 % vlastněna státem. Ocenění Společnosti, které je předmětem této práce, je tak vykonáno pro účel hypotetického prodeje Společnosti do vlastnictví jakéhokoli tržního subjektu. Změna vlastnictví Společnosti, jakkoli se v současné době jeví spíše nereálně, je tedy předpokládána za obvyklých tržních podmínek.

2.3 Kategorie hodnoty a účel ocenění

Ocenění Společnosti bude provedeno v souladu s Mezinárodními oceňovacími standardy (IVS¹), podle kterých musí být kategorie hodnoty při ocenění určená vhodně s ohledem na účel ocenění a dále musí být kategorie hodnoty při ocenění odůvodněna. Předmětné ocenění Společnosti je provedeno za účelem hypotetického prodeje ze státního vlastnictví do rukou soukromého investora (investorů) za obvyklých tržních podmínek. Pro ocenění tak je zvolena tržní hodnota² dle požadavků a charakteristik IVS jako nejvhodnější hledaná kategorie hodnoty.

¹ International Valuation Standards

² Market Value dle IVS 2017, str. 22, odstavec 30.

Prodej Společnosti ze státního vlastnictví soukromému sektoru lze charakterizovat jako privatizaci, která může mít (a historicky měla) mnoho podob. V daném případě by se pravděpodobně jednalo o přímý prodej investorovi, případně o veřejný úpis akcií (tzv. IPO³) nebo o kombinaci těchto způsobů. Tato práce a způsob ocenění (stanovení hodnoty 100% podílu ve Společnosti) předpokládá hypotetický prodej strategickému investorovi. Vzhledem ke stanovené bázi hodnoty se jedná o jakéhokoli investora s vyloučením jakýchkoli synergických efektů, kterých by konkrétní strategický investor mohl dosáhnout. Hledání a ocenění těchto synergii není předmětem této práce.

2.4 Známkoprávní spory

Při ocenění nelze opomenout známkoprávní spory, které vede společnost Budějovický Budvar, n.p. již od začátku 20. století, přičemž řada známkoprávních sporů stále trvá. Tyto spory se týkají zejména společnosti Anheuser-Busch⁴. Spory vznikly oblibou exportovaného piva v Severní Americe na konci 19. století, kdy americký podnikatel Busch registroval u amerického patentového úřadu ochranou známku Budweiser Lager Bier. Tato známka později přešla na společnost Anheuser-Busch.

V současné době existuje více než 40 soudních sporů mezi těmito společnostmi. V nedávné minulosti byla v soudních sporech výrazně úspěšnější společnost Budějovický Budvar, n.p., kdy za období od roku 2000 do roku 2011 vyhrála 88 ze 124 těchto sporů.⁵ Na americkém trhu však musí společnost stále své pivo prodávat pod značkou Czechvar.

³ Initial Public offering

⁴ <http://www.budejovickybudvar.cz/o-spolecnosti/budejovicky-budvar.html#znamkopravni-spory>

⁵ <http://www.pivovary.info/prehled/budvar/budweiserbier1.htm>

3 Finanční analýza

Následující kapitola je věnována finanční analýze společnosti Budějovický Budvar, národní podnik. Úkolem finanční analýzy je vyšetřit finanční zdraví oceňované společnosti, identifikovat silné a slabé stránky, základní trendy hospodaření společnosti a předpoklady budoucího působení. Cílem finanční analýzy je mj. potvrzení či vyvrácení předpokladu going concern, výběr vhodné metody ocenění pro danou společnost a identifikace neprovozního majetku a výnosů a nákladů z něj plynoucích.

Finanční analýza je provedena za období od roku 2010 do roku 2015 (dále také „sledované období“), a to s důrazem na poslední roky v rámci tohoto intervalu. Šestileté sledované období je dle autora dostatečně dlouhé pro určení základních trendů významných pro ocenění Společnosti. Data jsou čerpána především z účetních závěrek Společnosti.

V úvodu je provedena analýza účetní politiky Společnosti, na kterou navazuje horizontální a vertikální analýza rozvahy a výsledovky. V další subkapitole je uvedena analýza poměrových ukazatelů, která je prezentována již v prostorovém vyjádření v porovnání s konkurenty Společnosti. Pro účely porovnání jsou data čerpána také z databáze Amadeus.

3.1 Analýza účetní politiky

Všechny účetní závěrky, ze kterých je v rámci této subkapitoly čerpáno, byly auditovány nezávislou auditorskou společností s výrokem bez výhrad. Účetní závěrky tak podávají věrný a poctivý obraz aktiv a pasiv Společnosti.

Používané účetní metody se řídí zákonem č. 563/1991 Sb., o účetnictví ve znění pozdějších předpisů a vyhláškou č. 500/2002 Sb.

3.1.1 Ocenění zásob

Nakupované zásoby se oceňují ve skutečných pořizovacích cenách včetně vedlejších pořizovacích nákladů. Účtuje se o nich průběžným způsobem, pro výdej ze skladu je používána metoda váženého aritmetického průměru. Zásoby vytvořené vlastní činností jsou oceňovány kalkulovanými předem stanovenými náklady s jak přímou variabilní, tak režijní složkou. Účtování a výdej ze skladu probíhá obdobným způsobem jako u zásob nakupovaných.

3.1.2 Ocenění cenných papírů a majetkových podílů

Ocenění těchto majetkových položek se provádí v pořizovacích cenách. V případě zahraničních účastí (výše zmíněných dceřiných společností) se provádí přepočtení na CZK k rozvahovému dni.

3.1.3 Přepočtení na českou korunu

Při přepočtu na českou korunu k rozvahovému dni používá Společnost denní kurz vyhlášený ČNB k tomuto dni. Pro přepočtení cizích měn na českou korunu u vystavených faktur používá Společnost aktuální denní kurz vyhlášený ČNB. Pro přepočtení u přijatých faktur Společnost používá pevný roční kurz stanovený vnitřním pokynem Společnosti.

3.1.4 Odpisování dlouhodobého majetku

Odpisový plán účetních odpisů dlouhodobého hmotného majetku s pořizovací cenou do 40 000,- Kč i nad 40 000,- Kč je stanoven interní směrnici v souladu se zněním zákona o účetnictví a vychází z předpokládané doby jeho používání. V případě dlouhodobého hmotného majetku s pořizovací cenou nad 40 000,- Kč se nerovnájí účetní a daňové odpisy. U dlouhodobého majetku s pořizovací cenou pod 40 000,- Kč se účetní a daňové odpisy rovnají.

Odpisový plán účetních odpisů dlouhodobého nehmotného majetku je rovněž stanoven interní směrnici, přičemž se dodržuje zásada odepsání tohoto majetku nejdéle do pátého roku od pořízení.

3.2 Analýza účetních výkazů

V rámci této podkapitoly je provedena analýza rozvahy a výkazu zisků a ztrát. Pomocí nástrojů horizontální a vertikální analýzy těchto výkazů je možné identifikovat základní trendy ve vývoji nejvýznamnějších účetních položek.

3.2.1 Analýza rozvahy

Rozvaha uvádí stav aktiv a pasiv (majetku a způsobu jeho financování) k určitému datu. V tabulce níže jsou uvedeny stavy hlavních skupin aktiv a pasiv vždy ke konci každého roku.

Tabulka 1: Vybrané položky aktiv oceňované společností

Rozvaha, strana aktiv [tis. Kč]	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Aktiva celkem	5 080 249	5 351 596	5 487 636	5 557 512	4 979 511	4 772 165
Dlouhodobý majetek	1 948 269	2 124 898	2 166 857	2 089 925	1 950 142	1 934 943
Dlouhodobý nehmotný majetek	21 833	16 553	21 762	13 426	22 266	27 983
Dlouhodobý hmotný majetek	1 909 197	2 082 820	2 119 812	2 049 456	1 908 297	1 886 983
Dlouhodobý finanční majetek	17 239	25 525	25 283	27 043	19 579	19 977
Oběžná aktiva	2 909 894	2 977 303	3 083 740	3 264 874	2 860 912	2 681 183
Zásoby	260 713	277 429	257 210	259 334	284 629	296 797
Dlouhodobé pohledávky	82 393	63 723	46 352	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	424 609	434 611	469 898	490 706	399 482	416 385
Krátkodobý finanční majetek	2 142 179	2 201 540	2 310 280	2 514 834	2 176 801	1 968 001
Časové rozlišení	222 086	249 395	237 039	202 713	168 457	156 039

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, vlastní zpracování

Celková suma aktiv vykazovala rostoucí trend do roku 2013, kdy se trend otočil, a bilanční suma začala klesat. V roce 2014 došlo k poklesu bilanční sumy o více než 0,5 mld. Kč. Z pohledu aktivní strany rozvahy se na poklesu bilanční sumy po roku 2013 podílely obě nejvýznamnější skupiny aktiv – dlouhodobý majetek a oběžná aktiva. Časové rozlišení vykazovalo obdobný trend jako výše uvedené skupiny aktiv, z hlediska celkové bilanční sumy měly však výkyvy časového rozlišení zanedbatelný vliv.

Tabulka 2: Vybrané položky pasiv oceňované společností

Rozvaha, strana pasiv [tis. Kč]	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Pasiva celkem	5 080 249	5 351 596	5 487 636	5 557 512	4 979 511	4 772 165
Vlastní kapitál	4 457 227	4 606 988	4 774 782	5 020 662	4 461 902	4 239 174
Základní kapitál	3 100 000	3 100 000	3 100 000	3 100 000	3 100 000	3 100 000
Kapitálové fondy	80 406	44 592	40 419	-3 092	-3 860	-3 462
Fondy ze zisku	623 730	622 815	622 127	622 360	622 498	622 246
VH minulých let	478 874	649 282	835 707	1 008 262	497 420	238 921
VH běžného účetního období	174 217	190 299	176 529	293 132	245 844	281 469
Cizí zdroje	623 022	744 601	712 851	536 849	517 609	524 947
Rezervy	175 250	173 000	173 000	60 216	42 440	39 178
Dlouhodobé závazky	146 394	144 831	147 906	125 178	129 471	126 491
Krátkodobé závazky	301 378	426 770	391 945	351 455	345 698	359 278
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	0	7	3	1	0	8 044

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, vlastní zpracování

V rámci pasiv byl jednoznačně nejvýznamnější položkou vlastní kapitál, který se tak majoritně podílel na vývoji bilanční sumy z hlediska pasivní strany rozvahy. Z výše uvedené tabulky lze vyčíst, že Společnost nevyužívá ke svému financování žádných bankovních úvěrů. Časové rozlišení pasivní Společnost ve sledovaném období téměř nevykazovala.

Horizontální analýza

Meziroční vývoj hlavních položek rozvahy Společnosti dokumentuje horizontální analýza. Razantní pokles celkových aktiv Společnosti v roce 2014 činil meziročně více než 10 %. Z níže uvedené tabulky lze vyčíst, že v tomto roce došlo k poklesu všech hlavních položek rozvahy kromě dlouhodobého nehmotného majetku a zásob, tedy skupin majetku, které z absolutního pohledu nemají výraznější vliv na pohyb celkové bilanční sumy.

Za povšimnutí stojí pokles dlouhodobého hmotného majetku v posledních třech letech. Investice netto do tohoto majetku jsou tedy záporné, jinými slovy, v těchto letech byly investice Společnosti nižší než odpisy tohoto majetku. Investice společností jsou jedním z klíčových generátorů hodnoty při ocenění, a proto bude tento stav zkoumán dále v příslušných kapitolách. Výrazný nárůst je zaznamenán u dlouhodobého finančního majetku v roce 2011, který byl způsoben založením dceřiné společnosti Budweiser Budvar SK, s.r.o., jež byla založena za účelem rozšíření prodeje především na slovenském trhu.

Pokles oběžných aktiv v posledních dvou letech sledovaného období byl zapříčiněn zejména poklesem krátkodobého finančního majetku, jehož výše v těchto letech poklesla o 13 %, resp. 10 % (tj. 340 mil. Kč, resp. 210 mil. Kč). Pokles v roce 2014 byl zapříčiněn snížením objemu peněz na bankovních účtech o téměř 500 mil. Kč. Pokles krátkodobého finančního majetku zaznamenaný v roce 2015 byl zapříčiněn poklesem krátkodobých cenných papírů a podílů. Opačný trend v posledních dvou letech pozorujeme u zásob, které meziročně vzrostly v roce 2014 o téměř 10 % a v roce 2015 o cca 4 %. Na růstu zásob se podílely položky materiálu, nedokončené výroby i výrobků. Opačný trend byl zaznamenán u zboží, které vykazuje klesající tendenci v celém sledovaném období.

Tabulka 3: Horizontální analýza vybraných položek aktiv oceňované společnosti

Rozvaha, strana aktiv	2011	2012	2013	2014	2015
Aktiva celkem	5,3%	2,5%	1,3%	-10,4%	-4,2%
Dlouhodobý majetek	9,1%	2,0%	-3,6%	-6,7%	-0,8%
Dlouhodobý nehmotný majetek	-24,2%	31,5%	-38,3%	65,8%	25,7%
Dlouhodobý hmotný majetek	9,1%	1,8%	-3,3%	-6,9%	-1,1%
Dlouhodobý finanční majetek	48,1%	-0,9%	7,0%	-27,6%	2,0%
Oběžná aktiva	2,3%	3,6%	5,9%	-12,4%	-6,3%
Zásoby	6,4%	-7,3%	0,8%	9,8%	4,3%

Dlouhodobé pohledávky	-22,7%	-27,3%	-100,0%	n.a.	n.a.
Krátkodobé pohledávky	2,4%	8,1%	4,4%	-18,6%	4,2%
Krátkodobý finanční majetek	2,8%	4,9%	8,9%	-13,4%	-9,6%
Časové rozlišení	12,3%	-5,0%	-14,5%	-16,9%	-7,4%

Zdroj: účetní závěrky oceňované společnosti, vlastní zpracování

Pohled na pasivní stranu bilance Společnosti lépe vysvětluje pokles bilanční sumy v letech 2014 a 2015. Jak lze vyčíst z tabulek 2 a 4, tento pokles souvisel s vyplácením nerozděleného zisku minulých let do státního rozpočtu. Jedná se o výrazné odvody v absolutních hodnotách 800 mil. Kč a 500 mil. Kč (v relativním vyjádření více než 50 % každý rok). Další významné složky vlastního kapitálu – základní kapitál a fondy ze zisku byly ve sledovaném období velmi stabilní. Klesající trend naopak vykazovaly kapitálové fondy, jejichž hodnota během sledovaného období poklesla z 80 mil. Kč na -3,5 mil. Kč vlivem změn oceňovacích rozdílů z přecenění majetku a závazků. Výsledek hospodaření běžného účetního období je analyzován v kapitole 3.2.2 Analýza výkazu zisků a ztrát.

Cizí zdroje nebyly využívány k financování aktivit Společnosti v takové míře. Z pohledu cizích zdrojů byly nejvýznamnější položkou krátkodobé závazky, jejichž výše se po cca 40% poklesu v roce 2011 stabilizovala v dalších letech kolem 350 mil. Kč a jejich relativní meziroční změny nepřesahovaly 10 %. Poměrně značnou stabilitu vykazovala také položka dlouhodobých závazků, které byly tvořeny zejména závazkem z titulu odložené daně.

Tabulka 4: Horizontální analýza vybraných položek pasiv oceňované společnosti

Rozvaha, strana pasiv	2011	2012	2013	2014	2015
Pasiva celkem	5,3%	2,5%	1,3%	-10,4%	-4,2%
Vlastní kapitál	3,4%	3,6%	5,1%	-11,1%	-5,0%
Základní kapitál	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kapitálové fondy	-44,5%	-9,4%	-107,6%	24,8%	-10,3%
Fondy ze zisku	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
VH minulých let	35,6%	28,7%	20,6%	-50,7%	-52,0%
VH běžného účetního období	9,2%	-7,2%	66,1%	-16,1%	14,5%
Cizí zdroje	19,5%	-4,3%	-24,7%	-3,6%	1,4%
Rezervy	-1,3%	0,0%	-65,2%	-29,5%	-7,7%
Dlouhodobé závazky	-1,1%	2,1%	-15,4%	3,4%	-2,3%
Krátkodobé závazky	41,6%	-8,2%	-10,3%	-1,6%	3,9%
Bankovní úvěry a výpomoci	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Časové rozlišení	n.a.	-57,1%	-66,7%	-100,0%	n.a.

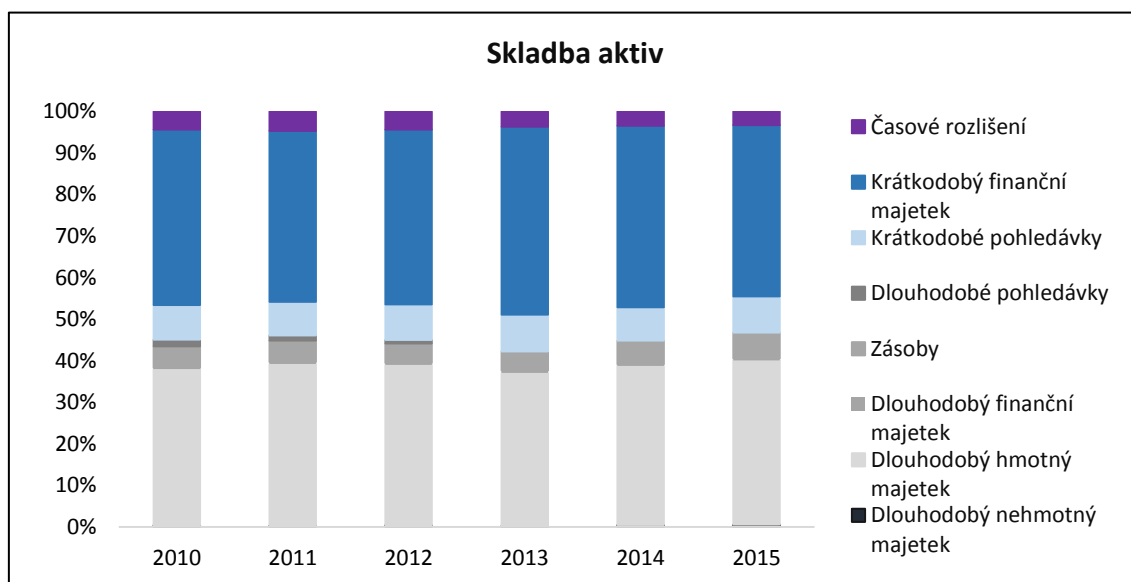
Zdroj: účetní závěrky oceňované společnosti, vlastní zpracování

Vertikální analýza

Vertikální analýza se zabývá vyčíslením podílů jednotlivých položek rozvahy na celkové bilanční sumě. Umožňuje tedy nejen stanovení, ale také porovnání těchto podílů v čase, což dále přispívá k lepší identifikaci trendů, které je třeba zachytit pro účely ocenění.

Níže uvedený graf znázorňuje provedenou vertikální analýzu strany aktiv, přičemž opět zachycuje jen hlavní skupiny aktiv. Tabulka s vertikální analýzou aktiv je uvedena v příloze.

Graf 1: Vertikální analýza aktiv oceňované společnosti



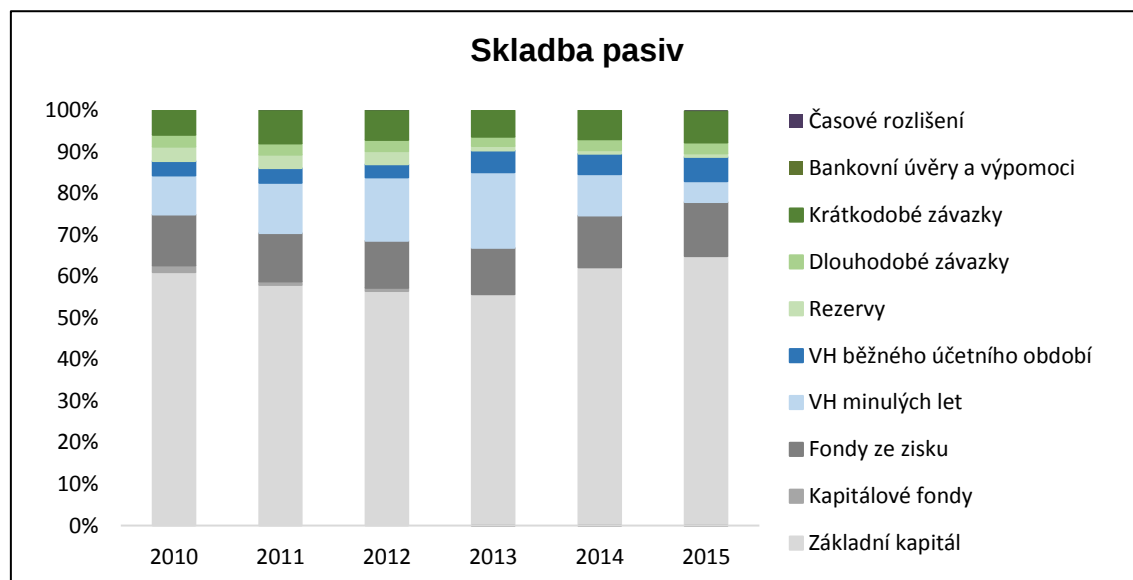
Zdroj: účetní závěrky oceňované společnosti, vlastní zpracování

Také z tohoto grafu lze vyčíst jednoznačně vyšší zastoupení krátkodobého finančního majetku a dlouhodobého hmotného majetku v rámci aktiv Společnosti. Podíl těchto skupin na bilanční sumě byl ve sledovaném období velmi stabilní, pohyboval se v rozmezí od 41 % do 45 %, resp. od 37 % do 40 %, přičemž v tomto rozmezí nelze vysledovat jednoznačný trend. Také další z hlediska objemu významnější skupiny aktiv, jako jsou zásoby a krátkodobé pohledávky, vykazovaly ve sledovaných letech stabilitu. Podíl zásob na celkových aktivech činil kolem 5 %, podíl krátkodobých pohledávek oscilloval kolem 8% hranice.

Základní kapitál, který ve sledovaném období dosahoval konstantní výše 3,1 mld. Kč, tvořil jednoznačně nejvýznamnější položku pasiv ve sledovaném období.

Jeho relativní zastoupení v rámci pasiv se měnilo pouze v závislosti na změně celkových pasiv, a kolísalo v rozmezí od 55 % do 65 %. Výrazně se měnil podíl kumulovaného výsledku hospodaření minulých let, který vlivem výše popsaných výplat klesl z 18 % v roce 2013 na 5 % v roce 2015. Podíl dlouhodobých a krátkodobých závazků se v čase příliš neměnil, v součtu osciloval kolem hranice 10 %. Obecně lze konstatovat, že Společnost využívá především vlastního kapitálu, což lze vyčíst také z grafu č. 2, ve kterém jsou pro větší názornost položky vlastního kapitálu vyznačeny odstíny modré a položky cizích zdrojů odstíny zelené barvy. Z grafu lze vyčíst také rostoucí podíl výsledku hospodaření běžného účetního období, který v čase rostl, zatímco bilanční suma v posledních dvou letech poklesla. Tabulka vertikální analýzy pasiv je opět uvedena v příloze.

Graf 2: Vertikální analýza pasiv oceňované společnosti



Zdroj: účetní závěrky oceňované společnosti, vlastní zpracování

3.2.2 Analýza výkazu zisků a ztrát

Výkaz zisků a ztrát shrnuje veškeré náklady a výnosy dosažené za určité období, v daném případě jde o kalendářní rok. Na rozdíl od rozvahy tedy neudává stav k určitému datu, ale zachycuje tok určitého období. Výkaz zisků a ztrát porovnává výši těchto nákladů a výnosů a poskytuje tak informaci o hospodářském výsledku společnosti. Níže uvedená tabulka zachycuje hlavní výnosové a nákladové položky a výsledek hospodaření.

Tabulka 5: Hlavní položky výkazu zisků a ztrát oceňované společnosti

Výkaz zisků a ztrát [tis. Kč]	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Obchodní marže	5 606	6 629	10 605	14 386	15 036	15 026
Výkony	1 958 479	2 027 950	2 102 490	2 198 516	2 339 224	2 469 862
Výkonová spotřeba	1 346 293	1 436 480	1 510 011	1 568 769	1 607 966	1 674 970
Přidaná hodnota	617 792	598 099	603 084	644 133	746 294	809 918
Osobní náklady	265 376	265 668	270 302	277 288	286 224	300 592
Odpisy DHM a DNM	246 206	236 166	250 387	261 159	249 285	242 293
Provozní VH	142 470	159 991	160 642	285 168	293 571	338 053
Finanční VH	77 495	79 691	62 000	40 668	13 828	11 778
VH před zdaněním	219 965	239 682	222 642	325 836	307 399	349 831
Daň z příjmů za běžnou činnost	45 748	49 383	46 113	32 704	61 555	68 362
VH za účetní období	174 217	190 299	176 529	293 132	245 844	281 469

Zdroj: účetní závěrky oceňované společnosti, vlastní zpracování

Výsledek hospodaření Společnosti ve sledovaných letech rostl, s výjimkou roku 2012 a 2014. Na těchto poklesech se podílel zejména finanční výsledek hospodaření. Tržby Společnosti i provozní výsledek hospodaření vykazovaly v celém období rostoucí trend, což potvrzuje horizontální analýza výkazu zisků a ztrát.

Horizontální analýza

Jednoznačně pozitivním faktem jsou pro Společnost stále rostoucí výkony, jejichž výše vzrostla během sledovaných let o více než 500 mil. Kč. Průměrný meziroční nárůst výkonů Společnosti činil 4,75 %, což koresponduje se stále rostoucím výstavem piva. Na růstu provozního výsledku hospodaření měla vliv také rostoucí obchodní marže, která zahrnuje především bilanci z prodeje piva značky Carlsberg a ciderů značky Somersby. Výrazný výkyv provozního výsledku hospodaření v roce 2013 byl způsoben především prudkým poklesem nákladové položky změny stavu rezerv a opravných položek.

Tabulka 6: Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát oceňované společnosti

Výkaz zisků a ztrát	2011	2012	2013	2014	2015
Obchodní marže	18,2%	60,0%	35,7%	4,5%	-0,1%
Výkony	3,5%	3,7%	4,6%	6,4%	5,6%
Výkonová spotřeba	6,7%	5,1%	3,9%	2,5%	4,2%
Přidaná hodnota	-3,2%	0,8%	6,8%	15,9%	8,5%
Odpisy DHM a DNM	-4,1%	6,0%	4,3%	-4,5%	-2,8%
Provozní VH	12,3%	0,4%	77,5%	2,9%	15,2%
Finanční VH	2,8%	-22,2%	-34,4%	-66,0%	-14,8%
VH před zdaněním	9,0%	-7,1%	46,3%	-5,7%	13,8%
Daň z příjmů za běžnou činnost	7,9%	-6,6%	-29,1%	88,2%	11,1%
VH za účetní období	9,2%	-7,2%	66,1%	-16,1%	14,5%

Zdroj: účetní závěrky oceňované společnosti, vlastní zpracování

Vertikální analýza

V rámci výnosových položek byly jednoznačně nejvýznamnější výkony, jejichž podíl se pohyboval od 93 % do 95 % celkových provozních výnosů⁶. V rámci výkonů se jednalo prakticky výhradně o tržby za prodej vlastních výrobků a služeb – tedy o tržby z prodeje piva, z pivních odpadů, služeb a tržby plynoucí z kategorie ostatní gastro. Tabulka vertikální analýzy výkazu zisků a ztrát je uvedena v příloze.

Analýza tržeb

Kromě výše uvedených kategorií tržeb se na celkových tržbách podílely také tržby z prodeje zboží – tedy piva značky Carlsberg a cideru značky Somersby. Následující tabulka uvádí zastoupení jednotlivých kategorií tržeb.

Tabulka 7: Rozdělení tržeb oceňované společnosti

Tržby [tis. Kč]	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby za pivo	1 934 746	1 978 585	2 046 032	2 127 892	2 252 967	2 393 997
Tržby za pivní odpady	4 909	5 359	10 826	12 313	17 825	18 910
Tržby ost. Gastro	19 941	21 560	23 713	24 342	26 348	28 322
Tržby za zboží	51 255	44 314	58 310	61 926	74 251	80 367
Tržby za služby	13 006	12 384	19 729	22 318	21 942	24 207
Tržby celkem	2 023 857	2 062 202	2 158 610	2 248 791	2 393 333	2 545 803

Zdroj: účetní závěrky oceňované společnosti, vlastní zpracování

Naprostou majoritu tržeb představovaly tržby z prodeje piva, které ve sledovaném období vzrostly o cca 450 mil. Kč. Nárůst tržeb byl zapříčiněn stále rostoucím výstavem a prodejem piva a také jeho rostoucí cenou. Výrazný nárůst můžeme zaznamenat také u všech ostatních kategorií tržeb, což dokumentuje také tabulka meziročních změn.

Tabulka 8: Vývoj jednotlivých skupin tržeb oceňované společnosti

Změna tržeb	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby za pivo	2,27%	3,41%	4,00%	5,88%	6,26%
Tržby za pivní odpady	9,17%	102,02%	13,74%	44,77%	6,09%
Tržby ost. Gastro	8,12%	9,99%	2,65%	8,24%	7,49%
Tržby za zboží	-13,54%	31,58%	6,20%	19,90%	8,24%
Tržby za služby	-4,78%	59,31%	13,12%	-1,68%	10,32%

Zdroj: účetní závěrky oceňované společnosti, vlastní zpracování

⁶ Nejsou sem počítány tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu, jelikož tato položka nemá permanentní charakter.

Z tabulky je patrné, že se Společnosti daří výrazně zvyšovat také tržby z ostatních aktivit. Hlavním zdrojem zisku však zůstává generace tržeb z prodeje vlastního piva – tedy piva značek Budweiser Budvar a Pardál.

V rámci tržeb naopak kolísaly ostatní provozní výnosy, jejichž výše se pohybovala mezi 50 mil. Kč a 100 mil. Kč

Analýza nákladů

Z pohledu provozních nákladů⁷ byla nejvýznamnější položkou výkonová spotřeba, jejíž absolutní výše v čase rostla v souvislosti s růstem produkce piva. V roce 2015 činila výše výkonové spotřeby 1,67 mld. Kč, přičemž větší podíl na této položce měla spotřeba materiálu a energie, jejíž vliv v čase rostl. Dalšími významnými nákladovými položkami byly osobní náklady a odpisy. Zatímco osobní náklady v čase rostly, vývoj odpisů odpovídal spíše konkávní funkci. Níže uvedená tabulka ukazuje vývoj jednotlivých nákladových druhů ve sledovaném období.

Tabulka 9: Vývoj provozních nákladů oceňované společnosti

Provozní náklady (v tis. Kč)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Výkonová spotřeba	1 346 293	1 436 480	1 510 011	1 568 769	1 607 966	1 674 970
Osobní náklady	265 376	265 668	270 302	277 288	286 224	300 592
Daně a poplatky	7 144	6 376	13 482	4 619	5 465	10 597
Odpisy	246 206	236 166	250 387	261 159	249 285	242 293
Ostatní provozní náklady	22 826	16 316	10 055	11 315	22 920	53 407

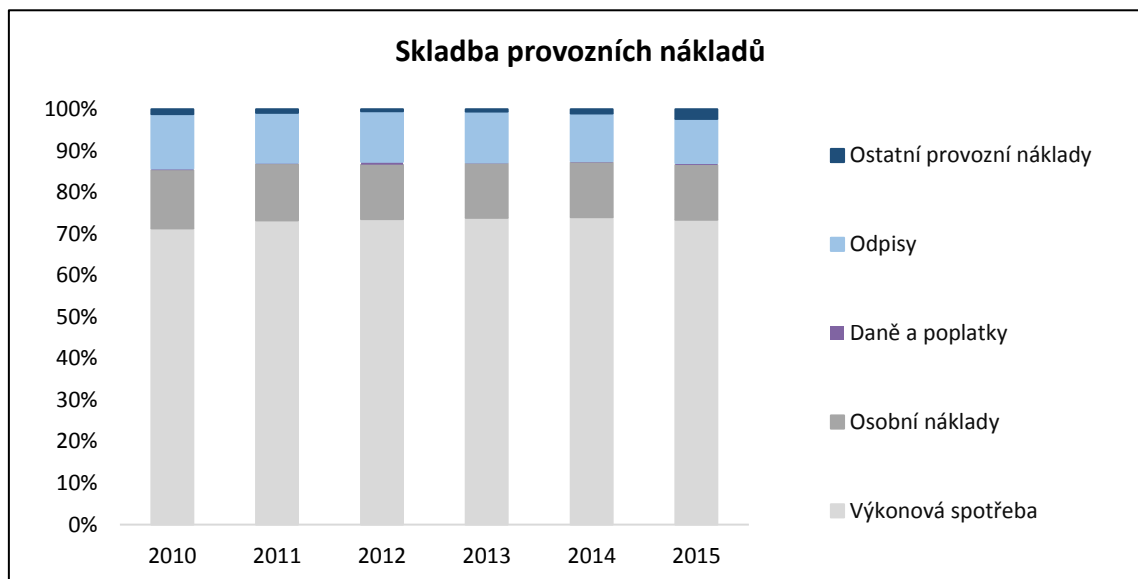
Zdroj: účetní závěrky oceňované společnosti, vlastní zpracování

Výkonová spotřeba tvořila v roce 2011 přibližně 71 % provozních nákladů. V dalších letech se její relativní výše stabilizovala na cca 74 % provozních nákladů. Stabilní zastoupení mezi provozními náklady měly osobní náklady, a to mezi 13 % a 14 %. S rostoucími provozními náklady tak rostly osobní náklady téměř proporčně. Na růstu osobních nákladů se podílel jak nárůst počtu zaměstnanců, který mezi roky 2010 a 2015 narostl z 620 na 655, tak nárůst průměrné mzdy. Mírně klesající trend lze pozorovat u relativní výše odpisů, které se v roce 2015 podílely necelými 11 % na provozních výnosech. Na relativním propadu odpisů měl vliv také pokles netto hodnoty dlouhodobého majetku v posledních letech. Ostatní provozní náklady, které reprezentují zejména pojištění pivovaru či poskytnuté dary, byly z hlediska celkových provozních

⁷ Do této položky není započtena zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu ani změny opravných položek a rezerv.

nákladů spíše marginální. Relativní zastoupení jednotlivých druhů nákladů na celkových nákladech je zobrazeno v následujícím grafu.

Graf 3: Vývoj struktury provozních nákladů oceňované společnosti



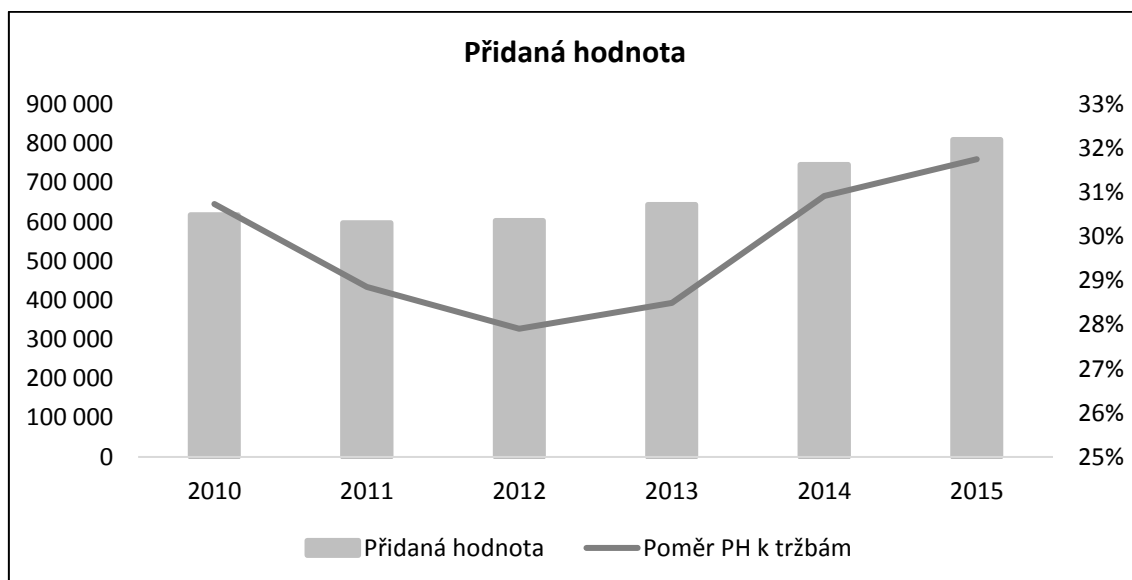
Zdroj: účetní závěrky oceňované společnosti, vlastní zpracování

Výsledek hospodaření

Společnost generovala po celé sledované období zisk. Nejvyššího zisku bylo dosaženo v roce 2013. Další roky byl především vlivem zhoršeného finančního výsledku hospodaření celkový výsledek Společnosti nižší, ale znovu navázal na rostoucí trend. Prostor pro další růst zisku dává konstantně rostoucí provozní výsledek hospodaření, na kterém se podílel zejména rostoucí trend přidané hodnoty.

Tento růst byl způsoben od roku 2013 nejen vlivem zvyšování produkce, ale také následkem zvyšování efektivity výroby, která vedla k růstu podílu přidané hodnoty na celkových tržbách. Pozitivní trend rostoucí efektivity i přidané hodnoty v absolutní hodnotě v posledních letech lze vyčíst z kombinovaného grafu níže.

Graf 4: Vývoj účetní přidané hodnoty oceňované společnosti



Zdroj: účetní závěrky oceňované společnosti, vlastní zpracování

3.3 Analýza poměrových a výkonových ukazatelů

V této kapitole budou zkoumány nejdůležitější poměrové a výkonové ukazatele, které lze rozdělit do čtyř skupin – rentabilita, likvidita, aktivita a zadluženost. Hodnoty jednotlivých ukazatelů budou srovnávány se čtyřmi nejvýznamnějšími konkurenty na českém trhu a také benchmarkem celého českého trhu pivovarnictví.

Výběr konkurentů

Za nejvýznamnější konkurenty Společnosti na českém trhu jsou považovány společnosti Plzeňský Prazdroj, a.s., Pivovary Staropramen, s.r.o., Heineken Česká republika, a.s. a Pivovar Svijany, a.s. Pouze tyto společnosti⁸ a oceňovaná společnost dosáhla v roce 2015 obratu vyššího než 1 mld. Kč. Tyto pivovary jsou mezi českými pivovary na prvních místech také, co se týče výstavu piva.

3.3.1 Rentabilita

Hlavním cílem a smyslem podnikání je realizace zisku. Výše generovaného zisku by měla odpovídat objemu vloženého kapitálu, který je při výpočtu rentability⁹ chápán buď na úrovni vlastního kapitálu – potom se jedná o rentabilitu vlastního kapitálu (ROE¹⁰) – nebo na úrovni celkových aktiv – potom se jedná o rentabilitu aktiv (ROA¹¹). Výše

⁸ Jedná se pouze o společnosti působící na relevantním trhu, který je vymezen kódem CZ-NACE 11.05, viz dále v kapitole Strategická analýza

⁹ Také jako ziskovost či profitabilita

¹⁰ Return on equity

¹¹ Return on assets

zisku vytvořeného činností společnosti se tak porovnává s objemem vloženého kapitálu pro určení rentability.

Pro účely nejen finanční analýzy je významný také ukazatel rentability tržeb (ROS¹²), který lze interpretovat jako ukazatel nákladové efektivity.

Použité vzorce:

$$ROA = (VH \text{ po dani} + \text{nákladové úroky} * (1 - \text{daň})) / \text{Celková aktiva}^{13}$$

$$ROE = VH \text{ po dani} / VK$$

$$ROS = VH \text{ po dani} / \text{tržby}$$

Následující tabulka uvádí hodnoty rentability Společnosti jednotlivých úrovní kapitálu a rentabilitu tržeb.

Tabulka 10: Vývoj rentability oceňované společnosti

Rentabilita [%]	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Rentabilita VK	3,91	4,13	3,70	5,84	5,51	6,64
Rentabilita aktiv	3,43	3,56	3,22	5,27	4,94	5,90
Rentabilita tržeb	8,61	9,23	8,18	13,04	10,27	11,06

Zdroj: účetní závěrky oceňované společnosti, vlastní zpracování

Rentabilita vlastního kapitálu Společnosti zaznamenala výrazný nárůst v roce 2013, kdy dosahovala hodnoty více než 5,8 %. Tento růst byl však způsoben zejména růstem finančního výsledku hospodaření nikoli zlepšením provozní činnosti. Nejvyšší hodnoty dosáhla rentabilita vlastního kapitálu v roce 2015. V tomto roce se Společnosti dařilo opět navýšit zisk při snížení vlastního kapitálu o výše popsanou výplatu do státního rozpočtu ČR.

Vzhledem k tomu, že Společnost financuje svůj chod především prostřednictvím vlastního kapitálu, dosahuje hodnota rentability aktiv obdobné výše jako rentabilita vlastního kapitálu. Vzájemné relace těchto dvou ukazatelů se v čase příliš neměnily. Nízký podíl cizího kapitálu, a tedy téměř totožné ROE a ROA indikuje, že Společnost nedostatečně využívá efektu finanční páky¹⁴. To je patrné také z níže uvedeného grafu, který ukazuje srovnání rentability vlastního kapitálu výše vymezených společností.

¹² Return on sales

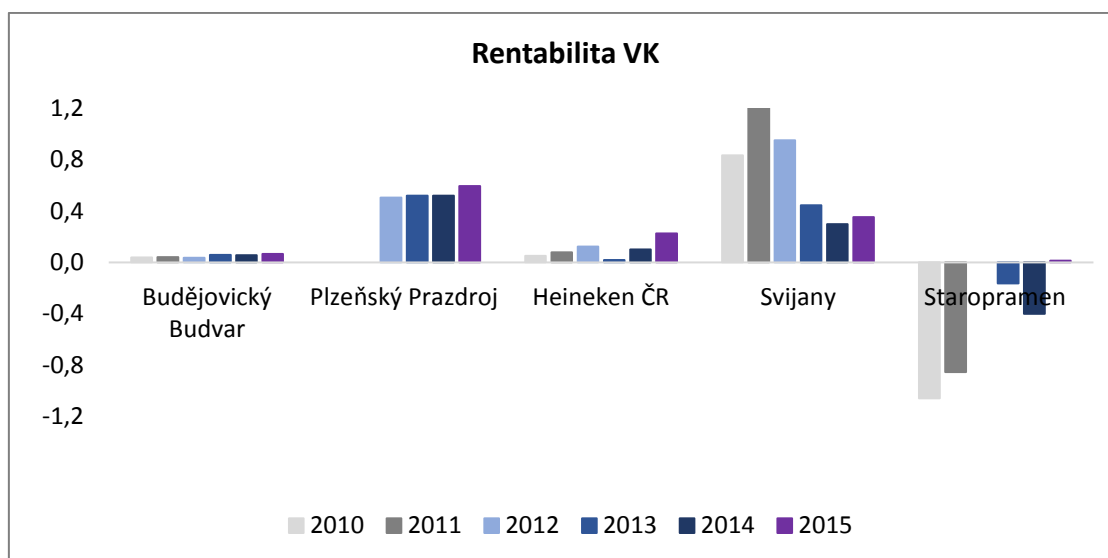
¹³ Výpočet rentability aktiv má mnoho podob, v této práci byl použit tento vzorec, který zohledňuje zdanění a eliminuje způsob financování

¹⁴ Zvyšování rentability vlastního kapitálu zapojením vyššího podílu cizího kapitálu při konstantní rentabilitě aktiv

Rentabilita tržeb Společnosti ve sledovaném období kolísala, lze však konstatovat, že ve druhé části sledovaného období dosahovala hodnot vyšších, přesahujících 10% hranici.

V níže uvedeném grafu je provedené prostorové srovnání rentability vlastního kapitálu s vybranými konkurenty.¹⁵

Graf 5: Prostorové srovnání rentability vlastního kapitálu



Zdroj: Databáze MagnusWeb, účetní závěrky jednotlivých společností, vlastní zpracování

Prostorové srovnání rentability vlastního kapitálu lze provést, neboť žádná ze společností nevykazuje záporný vlastní kapitál. Společnost Budějovický Budvar dosahuje výrazně nižších hodnot rentability vlastního kapitálu než pivovary Plzeňský Prazdroj^{16,17}, Svijany a v posledních letech také než pivovary Heineken ČR, a to mj. právě kvůli efektu finanční páky. Společnost Staropramen naopak ve sledovaném období vykazovala významné ztráty, s výjimkou roku 2015, kdy již vykázala rentabilitu v kladné výši.

Z pohledu rentability aktiv je nejbližším konkurentem společnost Heineken ČR. Plzeňský prazdroj i Pivovar Svijany se vyznačují výrazně vyšší rentabilitou aktiv. Pivovary Staropramen vlivem nepříznivého výsledku hospodaření dosahovaly rentability

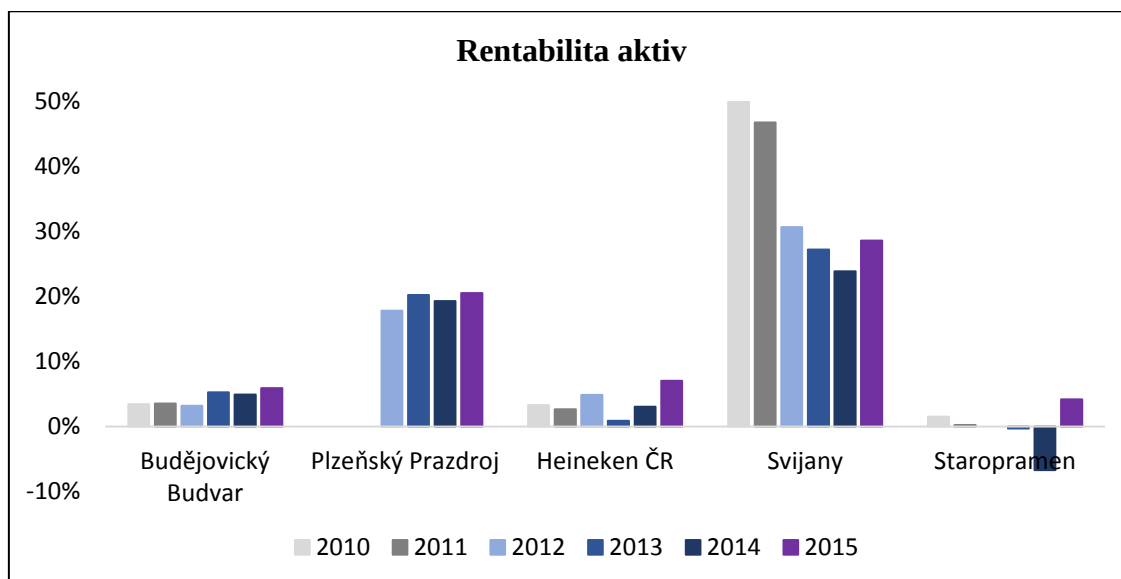
¹⁵ Pro větší přehlednost byla osa y omezena na 120 %. Společnost Pivovary Svijany dosáhla v roce 2011 ROE ve výši přes 2 200 % vlivem razantního snížení účetní hodnoty VK v tomto roce téměř na nulu. Tento pokles byl způsoben jednorázovým propadem kapitálových fondů.

¹⁶ Společnost Plzeňský Prazdroj má za účetní období zvolený hospodářský rok od 1. 4. do 31. 3. Pro účely porovnání bude dané účetní období přesunuto vždy do kalendářního roku, ve kterém započalo.

¹⁷ Za období trvající od 1. 4. 2010 do 31. 3. 2012 zveřejnila společnost Plzeňský Prazdroj účetní závěrku za celých 24 měsíců. Vzhledem k tomu, že nelze správně rozdělit toto období, nelze pro dané oba dva roky správně vypočítat jednotlivé ukazatele. Tato účetní závěrka sice správně zachycuje stavové veličiny alespoň k 31. 3. 2012, nelze však interpretovat veličiny tokové.

aktiv kolem 0 %, a to vlivem zpětného připočtení nákladových úroků v konstrukci výpočtu ROA.

Graf 6: Prostorové srovnání rentability aktiv



Zdroj: Databáze MagnusWeb, účetní závěrky jednotlivých společností, vlastní zpracování

Společnosti Pivovar Svijany a Plzeňský Prazdroj měly ve sledovaných letech také nejvyšší hodnoty rentability tržeb. Společnost Budějovický Budvar vykazovala v rámci tohoto ukazatele vyšší hodnoty než společnost Heineken ČR. Společnosti Budějovický Budvar se tak dařilo tvořit vyšší zisk z jedné utržené koruny. Společnost Staropramen vykázala kladnou rentabilitu tržeb poprvé až v roce 2015, kdy poprvé ve sledovaném období vykázala zisk. Srovnání rentability tržeb jednotlivých společností je uvedeno v následující tabulce.

Tabulka 11: Prostorové srovnání rentability tržeb

ROS	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Budějovický Budvar	8,67%	9,18%	8,17%	12,97%	10,19%	11,04%
Plzeňský Prazdroj	n.a.	n.a.	20,29%	21,81%	20,05%	20,27%
Heineken ČR	3,42%	2,57%	4,09%	0,44%	2,32%	6,06%
Svijany	36,87%	28,76%	19,65%	16,47%	16,84%	23,48%
Staropramen	-12,84%	-13,62%	n.a.	-31,20%	-76,29%	5,47%

Zdroj: Databáze MagnusWeb, účetní závěrky jednotlivých společností, vlastní zpracování

Obecně lze konstatovat, že z pohledu rentability tržeb je společnost Budějovický Budvar konkurenceschopnější, což lze vysvětlit buď vyšší efektivitou nákladovosti, nebo velkým množstvím neefektivně využívaného kapitálu, který zhoršuje ukazatel rentability aktiv. Vyšší, než nutné množství využívaného kapitálu může ukazovat na existenci neprovozního majetku ve vlastnictví oceňované společnosti.

3.3.2 Likvidita

Ukazatelé likvidity zachycují schopnost společnosti hradit své závazky porovnáním krátkodobých likvidních aktiv a krátkodobých závazků. Obecně rozlišujeme tři typy likvidity v závislosti na pojetí krátkodobých aktiv zařazených do výpočtu. Třemi typy likvidity jsou okamžitá likvidita¹⁸, pohotová likvidita¹⁹ a běžná likvidita²⁰. Nízká výše likvidity signalizuje problémy se splácením krátkodobých závazků a agresivní strategii řízení likvidity, vysoké hodnoty pak neefektivní nakládání s peněžními prostředky nebo nepřiměřeně vysoké objemy ostatních krátkodobých aktiv a konzervativní strategii řízení likvidity.

Použité vzorce:

Okamžitá likvidita = KFM / krátkodobé cizí zdroje

Pohotová likvidita = (KFM + krátkodobé pohledávky) / krátkodobé cizí zdroje

Běžná likvidita = krátkodobá aktiva²¹ / krátkodobé cizí zdroje

Následující tabulka zobrazuje výši jednotlivých typů likvidity oceňované společností.

Tabulka 12: Vývoj likvidity oceňované společnosti

Likvidita	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Okamžitá likvidita	7,11	5,16	5,89	7,16	6,30	5,48
Pohotová likvidita	8,52	6,18	7,09	8,55	7,45	6,64
Běžná likvidita	9,38	6,83	7,75	9,29	8,28	7,46

Zdroj: účetní závěrky oceňované společnosti, vlastní zpracování

Hodnoty likvidity Společnost lze klasifikovat jako velmi vysoké. Obecně doporučené hodnoty likvidity, které se mezi jednotlivými autory mohou lišit, a které se mohou lišit také v závislosti na činnosti společností, jsou u všech typů likvidity výrazně nižší, což ukazuje na konzervativní strategii Společnosti ve finančním řízení.

Výše všech jednotlivých druhů likvidity Společnosti se na konci sledovaného období kvůli výplatě dividend do státního rozpočtu snižovala, nicméně stále se nacházela výrazně nad obecně doporučovanými hodnotami i nad hodnotami likvidity konkurentů, jak je vidět dále v textu.

¹⁸ Likvidita 1. stupně, Cash Position Ratio

¹⁹ Likvidita 2. stupně, Quick Asset Ratio

²⁰ Likvidita 3. stupně, Current Ratio

²¹ Oběžná aktiva po odečtení dlouhodobých pohledávek, které svým dlouhodobým charakterem neodpovídají požadavkům na vypočtení likvidity

Na vysoké likviditě Společnosti se podílel vysoký stav peněžních prostředků držených na bankovních účtech, velký objem krátkodobých cenných papírů ve vlastnictví Společnosti i nízký poměr krátkodobých závazků na bilanční sumě. Částečně se tak potvrzuje výše uvedená hypotéza o neefektivně vázaných zdrojích, a tedy o existenci neprovozního majetku.

V následující tabulce jsou uvedeny hodnoty jednotlivých typů likvidity oceňované společností a vybraných konkurentů.

Tabulka 13: Prostorové srovnání likvidity

Okamžitá likvidita						
Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Budějovický Budvar	7,11	5,16	5,89	7,16	6,30	5,48
Plzeňský Prazdroj	n.a.	n.a.	0,00	0,01	0,01	0,01
Heineken ČR	0,24	0,05	0,04	0,05	0,02	0,03
Svijany	0,14	0,41	0,84	0,45	0,14	0,17
Staropramen	0,20	0,17	n.a.	0,11	0,09	0,14
Pohotová likvidita						
Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Budějovický Budvar	8,52	6,18	7,09	8,55	7,45	6,64
Plzeňský Prazdroj	n.a.	n.a.	0,14	0,23	0,37	0,31
Heineken ČR	0,64	0,26	0,34	0,29	0,29	0,24
Svijany	1,06	2,41	1,70	1,41	1,33	1,02
Staropramen	0,59	0,45	n.a.	0,45	0,69	0,62
Běžná likvidita						
Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Budějovický Budvar	9,38	6,83	7,75	9,29	8,28	7,46
Plzeňský Prazdroj	n.a.	n.a.	0,32	0,62	0,60	0,54
Heineken ČR	0,84	0,37	0,50	0,39	0,40	0,37
Svijany	1,49	3,17	2,26	2,21	1,87	1,52
Staropramen	0,70	0,55	n.a.	0,51	0,78	0,71

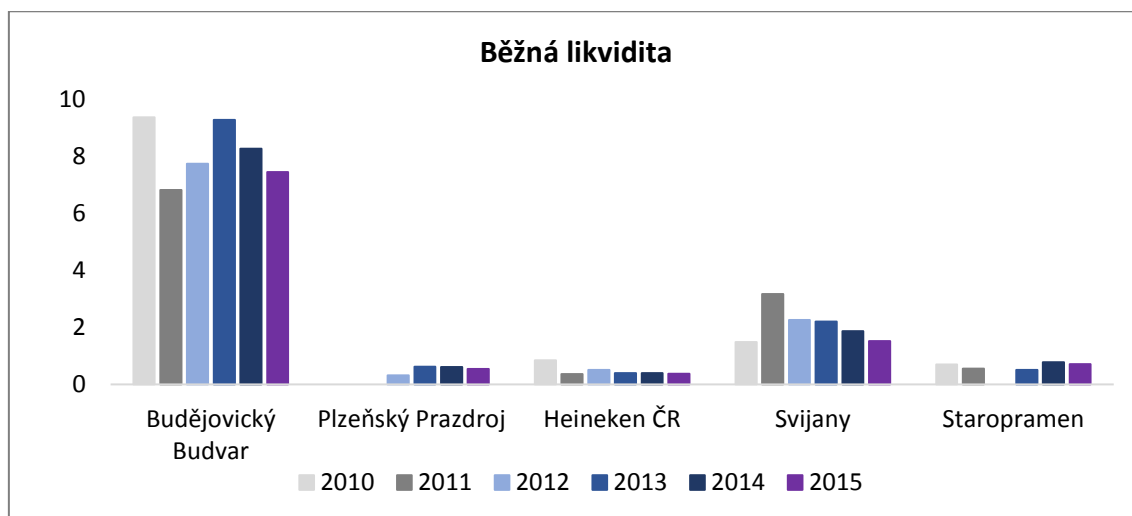
Zdroj: Databáze MagnusWeb, účetní závěrky jednotlivých společností, vlastní zpracování

Z této tabulky lze vyčíst výrazněji vyšší hodnoty likvidity oceňované společností oproti konkurentům. Mezi ostatními společnostmi vykazovala nejvyšší hodnoty likvidity společnost Pivovar Svijany, která tak dosahovala vysokých hodnot jak v rámci rentability, tak v rámci likvidity. Velmi nízké hodnoty likvidity byly naopak spatřovány u společností Plzeňský Prazdroj a Heineken ČR²². Napříč vybranými společnostmi nelze vysledovat jakýkoli trend.

²² Takto nízká hodnota okamžité likvidity je obvykle dána možností kontokorentních úvěrů, které jsou sjednány dopředu a pro společnost představují vhodný nástroj pro řízení okamžité likvidity

Prostorové srovnání běžné likvidity je provedeno v následujícím grafu, který znázorňuje jednoznačnou převahu oceňované společnosti.

Graf 7: Prostorové srovnání běžné likvidity



Zdroj: Databáze MagnusWeb, účetní závěrky jednotlivých společností, vlastní zpracování

3.3.3 Aktivita

Ukazatelé aktivity vyjadřují, jak účinně a efektivně společnosti využívají svůj majetek. Poměrují tržby či jinou vztahovou veličinu s velikostí k tomu potřebného majetku a hodnotí, jak efektivně společnost hospodaří se svými aktivy. Obecně jsou rozlišovány ukazatelé aktivity ve dvou formách:

- rychlost obratu – vyjadřuje počet obrátek, tj. kolikrát se daná položka majetku přemění do jiné položky za určité období, obvykle za jeden rok
- doba obratu – vyjadřuje délku období, obvykle vyjádřenou ve dnech, ve kterém je majetek vázán v dané formě

Použité vzorce:

$DO\ pohledávek\ z\ obch.\ styku = \frac{pohl.\ z\ obch.\ styku}{(tržby / 365)}$

$DO\ závazků\ z\ obch.\ styku = \frac{závazky\ z\ obch.\ styku}{(tržby / 365)}$

$DO\ zásob = \frac{zásoby}{(tržby / 365)}$

Tabulka 14 Vývoj aktivity oceňované společnosti

Počet dní	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DO pohl. z obch. styku	58,2	60,4	70,4	72,1	55,9	56,1
DO závazků z obch. styku	23,5	45,0	32,4	30,8	29,0	28,4
DO zásob	47,0	49,1	43,5	42,1	43,4	42,6

Zdroj: účetní závěrky oceňované společnosti, vlastní zpracování

Doba obratu pohledávek z obchodního styku nejprve vzrostla z 58 dnů na více než 70 v roce 2013, v dalších letech se však Společnosti podařilo dobu obratu pohledávek opět výrazně snížit na 56 dnů. Oproti době obratu závazků z obchodního styku se však stále jedná o poměrně vysokou hodnotu. Doba obratu závazků dosahovala v roce 2015 zhruba poloviční výše, což značí slabší vyjednávací pozici Společnosti a bezúročné financování jejích obchodních partnerů.

Doba obratu zásob Společnosti výrazněji poklesla v roce 2012 a v dalších letech se držela nad hranicí 40 dnů. Doba obratu zásob konkurenčních společností se přitom držela na výrazně nižší úrovni. Nejnižší dobu obratu zásob vykazovala společnost Pivovary Staropramen. Také doba obratu pohledávek je u oceňované společnosti výrazně vyšší než u konkurentů. Doba obratu závazků z obchodního styku oceňované společnosti se z hlediska prostorového srovnání naopak nachází na průměrných hodnotách. I vzhledem k velmi vysoké likviditě nemá společnost Budějovický Budvar problémy splácet své závazky ve splatnosti.

Tabulka 15 Prostorové srovnání ukazatelů aktivity

DO Zásob						
Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Budějovický Budvar	47,02	49,10	43,49	42,09	43,41	42,55
Plzeňský Prazdroj	-	-	43,74	42,37	27,42	28,18
Heineken ČR	24,46	23,68	24,36	23,29	21,03	24,53
Svijany	26,88	24,39	24,95	19,78	18,34	19,91
Staropramen	13,01	13,09	-	10,18	13,76	13,97
DO pohledávek z obchodního styku						
Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Budějovický Budvar	58,22	60,36	70,37	72,13	55,87	56,05
Plzeňský Prazdroj	-	-	26,98	17,96	32,79	31,29
Heineken ČR	35,73	40,37	37,55	45,83	42,25	33,46
Svijany	10,34	30,38	15,72	6,37	20,50	18,25
Staropramen	33,77	28,30	-	27,11	41,72	45,93
DO závazků z obchodního styku						
Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Budějovický Budvar	47,02	49,10	43,49	42,09	43,41	42,55
Plzeňský Prazdroj	-	-	26,85	24,33	35,04	40,64
Heineken ČR	32,88	51,84	57,74	51,34	44,87	47,93
Svijany	19,65	8,13	17,09	8,38	13,67	19,91
Staropramen	55,02	60,46	-	48,24	68,70	74,85

Zdroj: účetní závěrky jednotlivých společností, vlastní zpracování

3.3.4 Zadlužení

Nástroje finanční analýzy v oblasti zadluženosti společností se zabývají strukturou jejich financování. Vyšší zadlužení společností napomáhá efektu finanční páky, avšak generuje náklady na splácení úroků a od určité hranice vyvolává vysoký objem úvěrů náklady finanční tísně.

Použité vzorce:

$$\text{Zadluženost}^{23} = \text{Cizí kapitál} / \text{bilanční suma}$$

$$\text{Doba splácení dluhů} = \text{Cizí zdroje} / (\text{VH po zdanění} + \text{odpisy})$$

Základní ukazatele zadluženosti Společnosti zobrazuje tabulka 16.

Tabulka 16 Ukazatelé zadluženosti oceňované společnosti

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Zadluženost	12,26%	13,91%	12,99%	9,66%	10,39%	11,00%
Doba splácení dluhů (roky)	1,48	1,75	1,67	0,97	1,05	1,00

Zdroj: účetní závěrky oceňované společnosti, vlastní zpracování

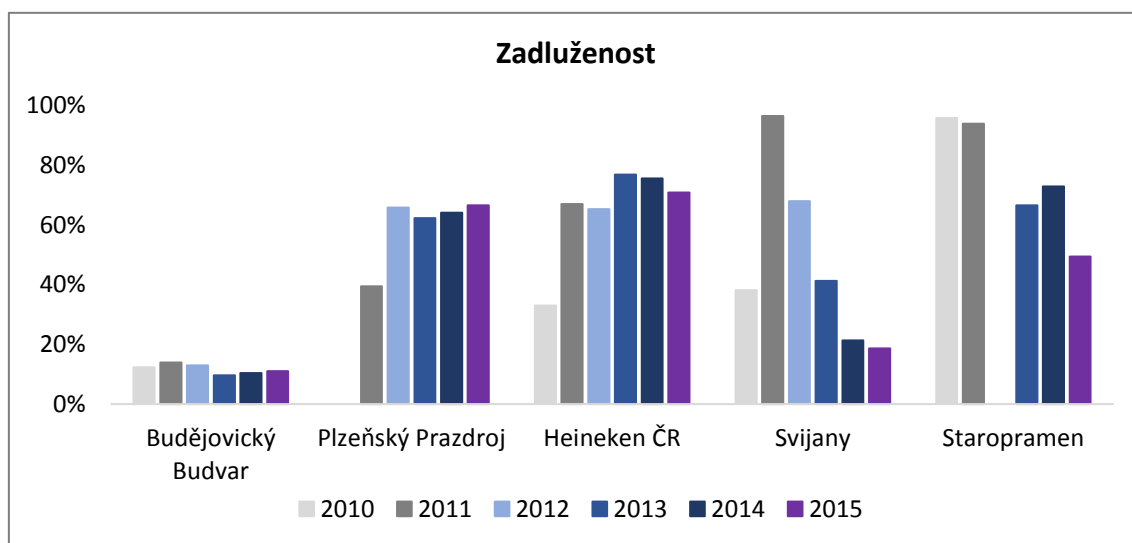
Oceňovaná společnost využívala cizí kapitál ve velmi omezené míře. Ukazatel zadluženosti se pohyboval od 10 % do 14 %. Na vývoji zadluženosti lze pozorovat nepřilíš silný vliv výplat dividend v letech 2014 a 2015. Opačný vliv na výši vlastního kapitálu totiž měly zisky generované v těchto letech.

Na velmi nízké úrovni se držela také doba splácení dluhů, která zaznamenala významný pokles v roce 2013, kdy vlivem vyššího čistého zisku a snížení cizích zdrojů klesla na méně než jeden rok. V dalších letech se již doba splácení dluhů stabilizovala.

Obdobnou zadluženost jako oceňovaná společnost vykazovala v roce 2015 pouze společnost Pivovar Svijany. Ostatní společnosti financovaly svoji činnost spíše cizím kapitálem, jejich zadluženost tedy dosahovala více než 50 %. Používaly tak k financování levnějšího kapitálu a využívaly tak více efektu finanční páky. Srovnání zadluženosti s konkurenty je zobrazeno v grafu 8.

²³ Kvóta vlastního kapitálu nebyla vyčíslena, jelikož je jen inverzním ukazatelem k zadluženosti

Graf 8: Prostorové srovnání zadluženosti²⁴



Zdroj: Databáze MagnusWeb, účetní závěrky jednotlivých společností, vlastní zpracování

Vzhledem k nulovému čerpání bankovních úvěrů společnosti Budějovický Budvar je bezpředmětné zkoumat například úrokové krytí.

Zlaté pravidlo financování

Z pohledu financování je nutné se zabývat také tzv. Zlatým pravidlem financování, tedy uzancí o shodě mezi dobou splatnosti kapitálu a dobou vázanosti tohoto kapitálu v jednotlivých majetkových složkách. Jinými slovy jde o krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji. Neboť jak uvádí Valach²⁵:

„Jestliže by podnik uplatňoval financování dlouhodobého majetku z krátkodobých zdrojů (např. krátkodobý úvěr, krátkodobé obligace), musel by během životnosti několikrát žádat o nové úvěry či emitovat nové obligace, protože transformace dlouhodobého majetku na peníze přesahuje splatnost krátkodobých zdrojů. Tím by mohly vznikat podniku finanční obtíže při zajišťování splatnosti krátkodobých zdrojů.“

Z pohledu dodržování zlatého pravidla financování lze konstatovat, že Společnost ve sledovaných letech toto pravidlo dodržuje, naopak drží výrazně více dlouhodobých

²⁴ V rámci tohoto grafu je uvedena také hodnota zadluženosti společnosti Plzeňský Prazdroj v roce 2011. Tuto hodnotu lze spočítat i přesto, že v tomto období vykázala společnost účetní závěrku za dva roky, neboť obě proměnné vychází z rozvahy, která zachycuje stavové veličiny k předmětnému datu.

²⁵ VALACH, Josef. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-71-2.

zdrojů než dlouhodobého majetku. Shrnutí vývoje dlouhodobého majetku a dlouhodobých zdrojů zachycuje následující tabulka.

Tabulka 17: Dodržování zlatého pravidla financování oceňované společnosti

Tis. Kč	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Dlouhodobý majetek	2 030 662	2 188 621	2 213 209	2 089 925	1 950 142	1 934 943
Vlastní kapitál	4 457 227	4 606 988	4 774 782	5 020 662	4 461 902	4 239 174
Dlouhodobé cizí zdroje ²⁶	321 644	317 831	320 906	184 178	159 146	146 691
Dlouhodobé zdroje	4 778 871	4 924 819	5 095 688	5 204 840	4 621 048	4 385 865

Zdroj: účetní závěrky oceňované společnosti, vlastní zpracování

3.4 Vyhodnocení finanční analýzy

Finanční analýza bude provedena také za pomoci komplexních modelů, které posuzují finanční situaci společnosti. Prvním použitým modelem je Altmanův bankrotní model.

3.4.1 Altmanův model

Altmanův model pro společnosti veřejně neobchodované vyhodnocuje finanční zdraví společností pomocí pěti ukazatelů, které po vynásobení příslušným koeficientem a následném sečtení vypovídají o finanční situaci konkrétní společnosti. Altmanův model je kvantifikován jako:

$$Zi = 0,717 * A + 0,847 * B + 3,107 * C + 0,42 * D + 0,998 * E$$

Kde:

A = pracovní kapitál/celková aktiva,

B = zisk po zdanění/celková aktiva,

C = zisk před zdaněním a úroky (EBIT)/celková aktiva,

D = hodnota vlastního kapitálu/celkové dluhy,

E = celkové tržby/celková aktiva.

Výsledné hodnoty pro oceňovanou společnost výše uvedených proměnných v jednotlivých letech a celkový součet zobrazuje následující tabulka.

²⁶ Mezi dlouhodobé cizí zdroje nejsou započítány rezervy na daň z příjmu, které svým charakterem odpovídají spíše krátkodobým zdrojům

Tabulka 18: Altmanův model pro oceňovanou společnost

Altmanův model	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Pracovní kapitál/Celková aktiva	0,37	0,34	0,35	0,38	0,36	0,35
Zisk po zdanění/Celková aktiva	0,03	0,03	0,03	0,04	0,04	0,05
EBIT/Celková aktiva	0,09	0,09	0,09	0,16	0,18	0,22
Vlastní kapitál/Cizí zdroje	3,00	2,60	2,81	3,93	3,62	3,39
Celkové tržby/Celková aktiva	0,40	0,38	0,39	0,40	0,48	0,53
Celkové skóre	3,89	3,45	3,68	4,91	4,69	4,54

Zdroj: účetní závěrky oceňované společnosti, vlastní zpracování

Společnost se v celém sledovaném období nachází v zóně prosperity, jelikož hodnoty Altmanova modelu ve všech letech výrazně převyšují hranici 2,9. Je však nutné zmínit, že tuto hranici Společnost téměř převyšuje už při pouhém zohlednění zadluženosti – tedy pokud bychom posuzovali pouze ukazatel vlastní kapitál/cizí zdroje.

3.5 Závěr finanční analýzy

Na základě provedené finanční analýzy společnosti Budějovický Budvar, národní podnik lze konstatovat, že se jedná o finančně velmi stabilní společnost, které nehrozí žádná bezprostřední finanční rizika.

Celková bilanční suma Společnosti do roku 2013 rostla vlivem kumulace generovaných zisků. V dalších dvou letech došlo k výplatě volných prostředků do státního rozpočtu, což mělo za následek pokles bilanční sumy.

Výsledek hospodaření Společnosti vykazoval ve sledovaných letech růst, a to zejména vlivem rostoucích tržeb pramenících z rostoucího výstavu piva. Výroba a prodej vlastního piva byl pro Společnost jednoznačně nejvýznamnější zdroj tržeb. Z hlediska nákladů se na výsledku hospodaření nejvíce podílela spotřeba materiálu a energie, jejíž růst přibližně kopíroval vývoj celkových tržeb.

Oceňovaná společnost je charakteristická vysokým podílem vlastního kapitálu, který je tvořen zejména nerozdělenými zisky minulých let. Společnost nečerpá žádné bankovní úvěry, což na jednu stranu indikuje vysokou míru stability (viz např. Altmanův model), na stranu druhou se však Společnost připravuje o efekt finanční páky, který by vedl k vyšší rentabilitě vložených prostředků.

Dále se Společnost vyznačuje velmi konzervativní strategií řízení likvidity, kdy oproti konkurenčním společnostem dosahuje násobně vyšších hodnot všech typů likvidity. Tato skutečnost opět signalizuje vysokou míru stability, ovšem do jisté míry jde o neefektivní využívání zdrojů.

Ukazatelé rentability oceňované společnosti dosahovali i vlivem výše uvedeného poměrně nízkých hodnot ve srovnání s konkurenty. I přesto však lze jejich kladné a spíše rostoucí hodnoty posuzovat jako mírně pozitivní.

S ohledem na výše uvedené lze konstatovat, že Společnost naplňuje předpoklad neomezeného trvání podniku²⁷. Hodnota společnosti tak spočívá zejména v generovaných ziscích, a proto pro ocenění nebudou využity majetkové metody, nýbrž metody výnosové.

²⁷ Going concern

4 Strategická analýza

Hlavním úkolem strategické analýzy je stanovení tržeb oceňované společnosti v budoucnu. Plán tržeb je zásadní pro ocenění společnosti pomocí výnosových metod. Tržby oceňované společnosti jsou obvykle odvozeny od vývoje celého trhu, na kterém společnost působí. Proto je nutné v rámci strategické analýzy vymezit hranice (geografické i oborové) tohoto trhu, charakterizovat jej a určit pozici oceňované společnosti na tomto trhu.

Strategická analýza bude rozdělena do dvou bloků. V první části bude analyzován vnější potenciál – tedy kvalitativní i kvantitativní určení relevantního trhu a jeho prognóza. Druhá část této kapitoly je věnována analýze vnitřního potenciálu – tedy stanovení konkurenční pozice oceňované společnosti na relevantním trhu.

4.1 Kvalitativní vymezení relevantního trhu

Relevantní trh společnosti Budějovický Budvar, n.p. bude vymezen jak věcně, tak teritoriálně. Tato podkapitola také určí hlavní konkurenty a zákazníky Společnosti, čímž bude relevantní trh vymezen ze všech podstatných úhlů²⁸.

4.1.1 Věcné vymezení trhu

S ohledem na jasně převažující činnost společnosti Budějovický Budvar, n.p.²⁹ tvoří relevantní trh výroba piva. Klasifikace ekonomických činností CZ-NACE tuto činnost řadí do sekce C – Zpracovatelský průmysl, oddílu 11 – Výroba nápojů, skupiny 11.0 – Výroba nápojů, třídy 11.05 – Výroba piva.

4.1.2 Teritoriální vymezení trhu

Společnost Budějovický Budvar, n.p. dosahuje podstatné části tržeb jak z tuzemských prodejších, tak z produktů prodaných v zahraničí. Zahraniční tržby Společnosti se navíc v posledních letech stále zvyšovaly. Zatímco v roce 2010 činily zahraniční tržby Společnosti méně než 1 mld. Kč, v roce 2015 už zahraniční prodeje dosahovaly objemu téměř 1,5 mld. Kč.

²⁸ Dle Maříka (2011, str. 59)

²⁹ Viz podkapitola 2.2.2. Analýza výkazu zisků a ztrát – Analýza tržeb

Tabulka 19 Zahraniční tržby společnosti Budějovický Budvar, n.p.

Zahraniční tržby [tis. Kč]	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby za pivo	967 289	1 019 583	1 091 404	1 244 713	1 381 841	1 478 175
Tržby za pivní odpady	0	0	0	0	0	0
Tržby ost. Gastro	0	0	0	0	0	0
Tržby za zboží	13 710	11 047	16 414	16 176	15 145	15 460
Tržby za služby	143	68	0	165	107	0
Celkem	981 142	1 030 698	1 107 818	1 261 054	1 397 093	1 493 635

Zdroj: účetní závěrky oceňované společnosti, vlastní zpracování

V relativním vyjádření se zahraniční tržby pohybovaly v rozmezí od 50 % do 60 % celkových tržeb Společnosti. Poměr zahraničních tržeb k celkovým tržbám navíc v čase rostl a zahraniční trhy se tak pro oceňovanou společnost stávají stále důležitějšími.

Tabulka 20 Zastoupení zahraničních prodejců

Poměr tržeb zahraničí	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby za pivo	50,0%	51,5%	53,3%	58,5%	61,3%	61,7%
Tržby za pivní odpady	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tržby ost. Gastro	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tržby za zboží	26,7%	24,9%	28,1%	26,1%	20,4%	19,2%
Tržby za služby	1,1%	0,5%	0,0%	0,7%	0,5%	0,0%
Celkem	48,5%	50,0%	51,3%	56,1%	58,4%	58,7%

Zdroj: účetní závěrky oceňované společnosti, vlastní zpracování

Společnost Budějovický Budvar, n.p. v roce 2015 vyvezla cca 56 % z celkového objemu prodaného piva. Rozdíl mezi tímto procentem a procentem uvedeným v tabulce (61,7%) je dán vyšší cenovou hladinou na zahraničních trzích. Na těchto trzích je pivo Společnosti prodáváno pod značkami Budweiser Budvar, Budějovický Budvar a Czechvar. Celkově se pivo těchto značek prodává v 76 zemích světa.

Je tedy zřejmé, že působení na zahraničních trzích je značné, a proto je nutné za relevantní trh vymezit jak tuzemský, tak zahraniční trh.

4.1.3 Určení konkurence a zákazníků

Konkurenci Společnosti tvoří zejména české pivovary, kterých působí na trhu již téměř 300³⁰. Hlavními konkurenty oceňované společnosti jsou společnosti Plzeňský Prazdroj, a.s., Pivovary Staropramen, s.r.o., Heineken Česká republika, a.s. a Pivovar Svijany, a.s. – tedy společnosti, se kterými byla oceňovaná společnost porovnávána také

³⁰http://ekonomika.idnes.cz/cesko-zaziva-boom-minipivovaru-d3v-/ekonomika.aspx?c=A150318_153509_ekonomika_rny

v rámci finanční analýzy. Kritériem výběru konkurentů bylo působení na českém trhu vymezeným kódem CZ-NACE 11.05 a obrat vyšší než 1 mld. Kč³¹.

Za zákazníky jsou považováni koncoví spotřebitelé. Vzhledem k tomu, že se jedná o konzumaci alkoholických nápojů, je tato skupina omezena zdola věkem 18 let.

4.1.4 Trh pivovarnictví v ČR

Pivo je považováno za národní nápoj v České republice. Jedná se o mírně alkoholický izotonický nápoj vyráběný ze čtyř základních surovin, kterými jsou: voda, chmel, ječmenný slad a tekuté kvasnice. Pivu se přezdívá „Tekuté zlato“, čímž se odkazuje na jeho zlatožlutou barvu. V České republice se tento nápoj vaří již více než tisíc let. Výrobní proces je relativně jednoduchý, což přispívalo širokému rozšíření vaření piva, kdy bylo vyráběno téměř v každém městě.

Silná tradice konzumace piva spolu s charakteristickou českou kuchyní vede k tomu, že se spotřeba piva na osobu v České republice pohybuje nad hranicí 140 l na osobu za rok, čímž se česká spotřeba piva na osobu řadí na první místo na světě.³² Spojení s českou gastronomií je velmi důležité pro obě strany, neboť až 25 % tržeb restaurací připadá na prodej piva.³³

Historie pivovarnictví na českém území

Více než tisíciletá historie vaření piva na českém území je v daném oboru unikátní. První zmínka se datuje až do roku 993³⁴, přičemž však není vyloučena i dřívější aktivita na tomto poli. První pivovar byl založen v Cerhenicích v roce 1118. První stále fungující pivovar byl založen v roce 1298 v Černé Hoře (Pivovar Černá Hora).³⁵

Rozmach pivovarnického průmyslu ve 13. století vedl ke stanovení jistého rámce pro jeho fungování. Král Václav II. stanovil, že pivo mohou vařit pouze měšťané v královských městech uvnitř hradeb a kláštery. Jednalo se o tzv. „právo várečné“, které bylo v této době velmi důležité pro každé město. Dalším právem týkajícím se piva bylo „právo mílové“, které bylo zavedeno ve 14. století, a které zakazovalo výrobu piva

³¹ K výběru společností bylo využito databází Amadeus a MagnusWeb

³² <http://ceske-pivo.cz/fakta-a-zajimavosti>

³³ <http://ceske-pivo.cz/tz/ekonomicke-prinosy-pivovarnictvi>

³⁴ <http://ceske-pivo.cz/tz/historie-ceskeho-pivovarnictvi>

³⁵ <http://ceskepivo-ceskezlato.cz/vyber-pivovaru-cr-s5/>

v okruhu 1 míle od města. Dále se začaly zakládat také sladovnické cechy, které určovaly další pravidla pro pivovarnický průmysl.

Jistou liberalizaci přinesl do odvětví Karel IV., který prohlásil vaření piva nikoli za řemeslo, nýbrž za obchod, „*kteréhož každý občan svobodně smí se dotýkati*“.³⁶ S pivem jsou již od středověku spojené také poplatky, či v jisté formě daně, za jeho výrobu či konzumaci. Již v roce 1228 byl zaveden poplatek z každé várky. Dále bylo zaváděno například „povarné“ či „posudné“. Pravidelné poplatky z výroby piva potom byly zavedeny v roce 1546. Také v dnešní době je výroba piva zatížená selektivní spotřební daní (viz dále v textu).

Velké technologické změny se udály až v první polovině 19. století, a měly za následek rušení mnoha malých pivovarů, a naopak vznik mnoha velkých průmyslových pivovarů s výrazně vyšším výstavem.

Dosud posledním významným milníkem pro pivovarnictví bylo získání zeměpisného označení EU „České pivo“ v roce 2008.³⁷

Současný trh českého pivovarnictví

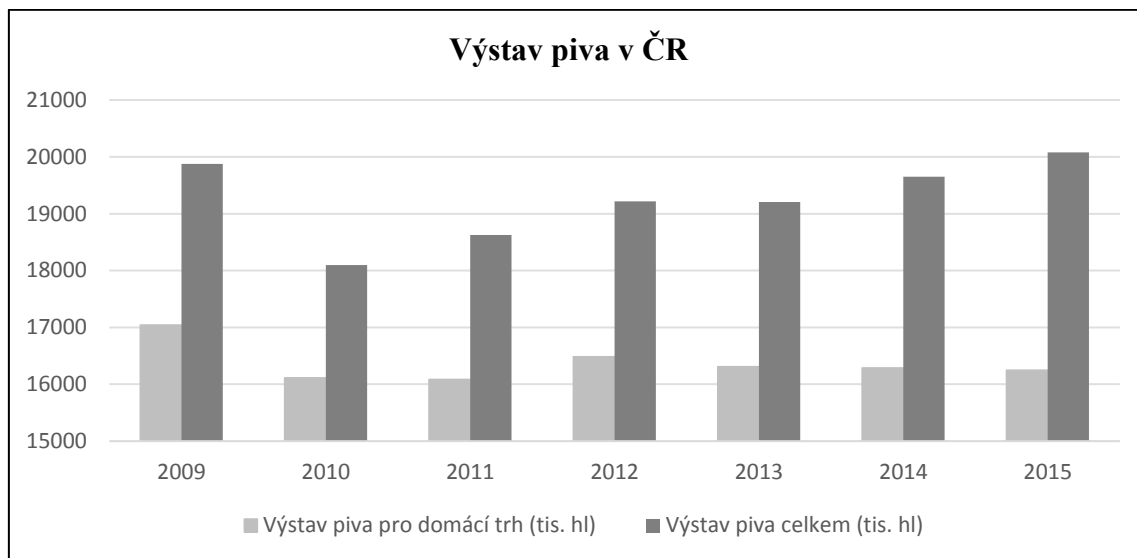
Výroba piva v České republice stále roste. V roce 2015 se celkový výstav poprvé vyšplhal nad 20 mil. hl. piva, což v daném roce představovalo více než 2% nárůst. Prostor pro nárůst výstavu je dlouhodobě dán zvyšujícím se exportem (viz další oddíl).

Výstav piva je jedním z nejvýznamnějších ukazatelů pivovarnického průmyslu. Následující graf zobrazuje vývoj celkového výstavu piva v České republice v rozlišení na celkový výstav a na výstav určený pro tuzemskou spotřebu. Z grafu je zřejmé, že výroba piva je do značné míry závislá na ekonomickém cyklu. S mírným zpožděním po propuknutí hospodářské krize – v roce 2010 došlo k významnému poklesu výstavu piva o téměř 2 mil. hl. Téměř polovina tohoto poklesu přitom připadala na pokles exportního výstavu.

³⁶ <http://ceske-pivo.cz/tz/historie-ceskeho-pivovarnictvi>

³⁷ Toto zeměpisné označení přináší konzumentovi jistou garanci o způsobu výroby piva a jeho kvalitě. Je například podmínkou, že alespoň 30 % chmelu na várku musí tvořit Žatecký chmel či jeho klony, a podobně.

Graf 9 Výstav piva v České republice v období 2009 - 2015³⁸



Zdroj: Zpráva o stavu českého pivovarství a sladařství za rok 2015

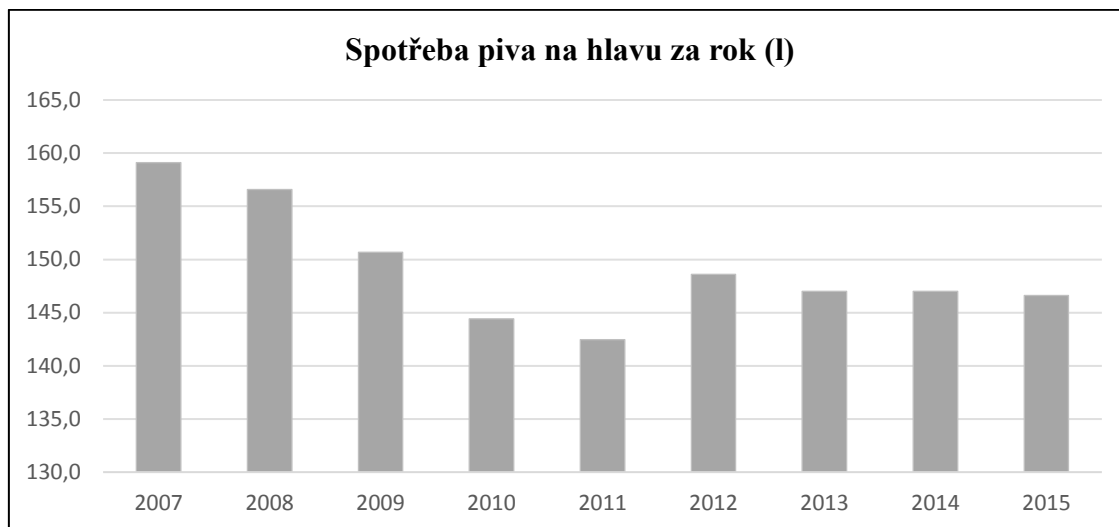
Spotřeba piva v České republice naopak spíše stagnuje. Stagnace je dána zřejmě již nasyceností českého trhu, vzhledem k již nejvyšší spotřebě piva na osobu v tuzemsku.

Spotřeba piva na osobu se v tuzemsku pohybovala v roce 2015 okolo 146 litrů piva na osobu.³⁹ K výraznému propadu docházelo mezi roky 2007 a 2011, kdy vlivem hospodářské krize, změn životního stylu i zvýšení spotřební daně klesla spotřeba piva z téměř 160 l na osobu za rok na cca 143 l na osobu za rok. V dalších letech došlo ke stabilizaci této veličiny nad 145 l na osobu za rok. Vývoj spotřeby piva v České republice je zobrazen v následujícím grafu.

³⁸ Osa y neudává hodnoty od 0, čímž je zkreslen podíl tuzemského výstavu a celkového výstavu. Z grafu jsou však lépe čitelné meziroční změny.

³⁹ Dle ČSÚ, ČSPS (Český svaz pivovarů a sladoven) udává mírně odlišné hodnoty, trend je však obdobný

Graf 10: Spotřeba piva na hlavu za rok v České republice v období 2007 - 2015



Zdroj: <https://www.czso.cz/csu/czso/spotreba-potravin-2015>, vlastní zpracování

Celková spotřeba piva dosáhla v roce 2015 cca 16,3 mil. hl, přičemž se jednalo takřka výhradně o české pivo. Spotřeba piva stále nedosáhla úrovně z roku 2009, kdy došlo mj. ke zvýšení spotřební daně⁴⁰.

Trendem ve spotřebě piva v České republice je v posledních letech výrazný nárůst konzumace ležáku oproti výčepnímu pivu. V roce 2015 se již prakticky vyrovnala spotřeba ležáku s výčepním pivem, a pokud bude tento trend pokračovat, rok 2016 bude první, kdy bude ležák nejoblíbenějším typem piva⁴¹. Nárůst je patrný také u ostatních typů piva (nealkoholické, ochucené, vícestupňové, atd.), vzhledem ke spotřebě „tradičních“ typů piva jde však stále o velmi nízké zastoupení, viz následující graf.

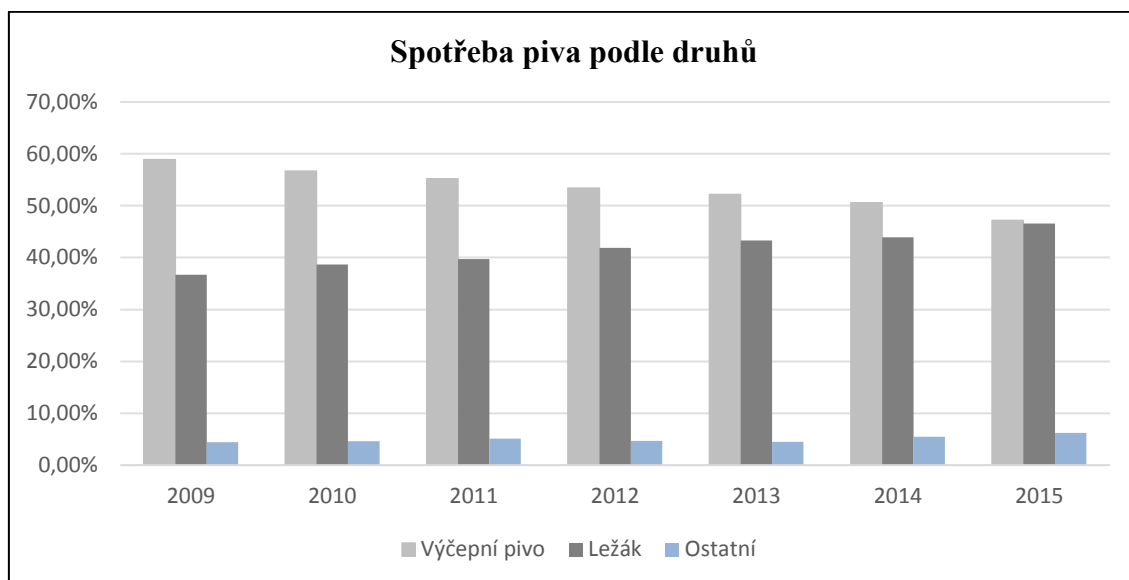
Lidé v České republice stále více dávají přednost pivu v plechovkách a tankovému pivu. Klesající trend je naopak zaznamenán u lahvého piva, sudového piva i piva stáčeného do PET lahví.⁴²

⁴⁰ Spotřební daň z piva je upravena zákonem č. 353/2003 Sb., ke změně došlo v roce 2009, kdy se zvýšila základní sazba daně z 24 Kč na 32 Kč za hl a za každé celé hmotnostní procento extraktu původní mladiny.

⁴¹ Zpráva o stavu českého pivovarství a sladoven za rok 2015

⁴² Zpráva o stavu českého pivovarství a sladoven za rok 2015

Graf 11 Vývoj spotřeby piva podle druhů v České republice v období 2009 - 2015



Zdroj: Zpráva o stavu českého pivovarnictví a sladařství za rok 2015, vlastní zpracování

Dalším vypočítaným trendem je nárůst domácí spotřeby oproti konzumaci piva v restauracích. Zatímco v roce 2011 bylo zastoupení obou distribučních kanálů téměř rovnoměrné, v roce 2015 činilo zastoupení off-trade⁴³ segmentu 60 % oproti 40 % segmentu on-trade⁴⁴. Oba segmenty přitom vykazovaly přibližně rovnoměrné zastoupení v předcházejících 7 letech – jedná se tedy o nový trend.

4.1.5 Zahraniční obchod

Export z ČR

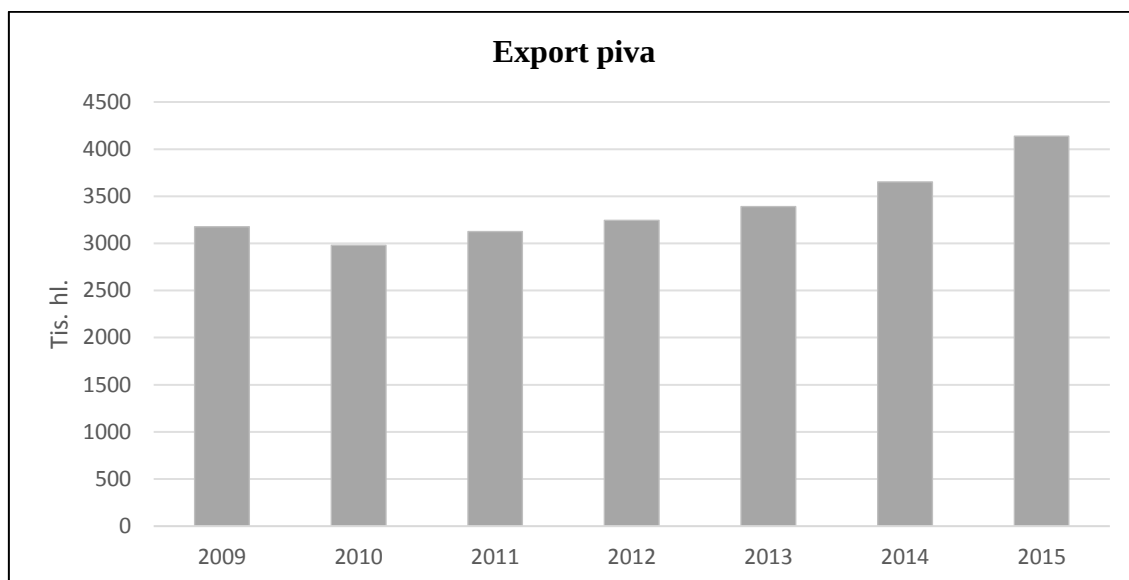
Vývoz piva je jednou z největších příležitostí pro české pivovary, neboť export piva v posledních letech poměrně výrazně roste. V roce 2015 vzrostl export meziročně o 13,3 %, a poprvé tak překročil hranici 4 mil. hl.⁴⁵ Průměrný meziroční nárůst vývozu piva se od roku 2009 do roku 2015 pohyboval okolo 4,5 %.

⁴³ Konzumace piva mimo restaurační a hotelová zařízení

⁴⁴ Konzumace piva v restauračních a hotelových zařízeních

⁴⁵ Zpráva o stavu českého pivovarnictví a sladařství za rok 2015

Graf 12 Vývoz piva z ČR v období 2009 - 2015



Zdroj: Zpráva o stavu českého pivovarnictví a sladařství za rok 2015, vlastní zpracování

Rostoucí export táhnou především země EU, do kterých vzrostl export o více než 17 %, zatímco do zemí mimo EU export mj. vlivem zhoršené situace na ruském trhu⁴⁶ o cca 5 % poklesl.

Nejvýznamnější exportní zemí se v roce 2015 stalo Slovensko, které vlivem 30% meziročního nárůstu předstihlo Německo. Do těchto dvou zemí bylo v roce 2015 vyvezeno více než 2 mil. hl piva, tedy přibližně polovina veškerého vývozu. Dalšími významnými vývozními cíli v rámci EU byly Polsko, Švédsko, Velká Británie a Maďarsko.

Mimo Evropskou Unii vyvážely v roce 2015 české pivovary pivo stále nejvíce do Ruska (cca 150 tis. hl) i přes téměř 40% meziroční pokles. Nad 100 tis. hl piva bylo vyvezeno ještě do Spojených států amerických.

Import do ČR

Naopak import piva je v České republice prakticky zanedbatelný. Jedná se dokonce o nejnižší míru importu vzhledem k domácí spotřebě v Evropě.⁴⁷ Zahraniční konkurence tedy na tuzemském trhu příliš nehrozí. I přesto, že v roce 2015 došlo k cca 7% nárůstu objemu dovezeného piva, jedná se stále pouze o 312 tis. hl – tedy o necelá 2 % domácí spotřeby.

⁴⁶ Sankce vůči Rusku, prudká deprecie Rublu

⁴⁷ Zpráva o stavu českého pivovarnictví a sladoven za rok 2015

Jednoznačně největší zastoupení mají piva dovezená z Polska, ze kterého je dovezena více než polovina celkového importu. Významnější dovoz poté pozorujeme pouze u Německa, Nizozemska, Itálie, Maďarska a Belgie.

4.2 Kvantitativní vymezení relevantního trhu

Jak již bylo určeno výše, relevantní trh bude rozdělen na tuzemský a zahraniční trh. Trh bude kvantifikován jak v naturálních jednotkách, tedy objemem výstavu, tak v peněžním vyjádření.

4.2.1 Kvantifikace tuzemského trhu

Objem výstavu v České republice byl již uveden v předcházející kapitole. Tato veličina však odpovídá pouze produkci piva na daném území a nezohledňuje skutečnou velikost tuzemského trhu. Proto bude od výše uvedených hodnot výstavu odečten výstav připadající na export, a naopak přičten objem dovezeného piva. Takto vypočtená hodnota relevantního trhu v naturálním vyjádření je uvedena v tabulce 21.

Tabulka 21 Relevantní trh v tuzemsku v naturálním vyjádření (tis. hl) a jeho meziroční vývoj

tis. hl	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Výstav v ČR	19 877	18 098	18 624	19 216	19 205	19 648	20 076
Objem exportu	3 175	2 981	3 124	3 245	3 392	3 652	4 139
Objem importu	341	1 000	584	513	499	291	312
Relevantní trh ČR	17 043	16 117	16 084	16 484	16 312	16 287	16 249
Meziroční změna	-	-5,43%	-0,20%	2,49%	-1,04%	-0,15%	-0,23%

Zdroj: Zpráva o stavu českého pivovarnictví a sladařství za rok 2015, vlastní zpracování

Po více než 5% poklesu v roce 2010 se prodej piva v tuzemsku stabilizoval mírně nad hranicí 16 mil. hl piva. Tento pokles způsobený výše uvedenými příčinami byl částečně zmírněn vyšším množstvím dovezeného piva. V posledních dvou letech činila meziroční změna méně než 0,3 %.

Velikost relevantního trhu v peněžním vyjádření bude určena za pomoci tržního podílu největších pivovarů a jejich tržeb, neboť neexistuje spolehlivá statistika tržeb za takto vymezený relevantní trh. Za největší pivovary jsou považovány identické společnosti jako jsou hlavní konkurenti oceňované společnosti, Budějovický Budvar, n.p. a dále také společnost Pivovar Holba a.s. Pouze v roce 2012 není do tohoto výpočtu zahrnuta společnost Pivovary Staropramen, která neposkytuje spolehlivé údaje v tomto roce. Výpočet je tedy proveden s tržním podílem bez této společnosti. Ostatní české

pivovary dosahují tržního podílu méně než 1,5 %, a jejich započtení by tak mohlo zkreslovat vlivem zaokrouhlení.

V níže uvedené tabulce jsou dopočítány tržby relevantního trhu podle tržního podílu pivovarů v jednotlivých letech.

Tabulka 22 Relevantní trh v peněžním vyjádření

Tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby hl. pivovarů	24 462 093	23 322 692	23 885 437	20 146 381	25 741 594	25 095 405	25 461 480
Tržní podíl hl. pivovarů	81,6%	82,5%	84,2%	67,4%	83,7%	83,7%	84,1%
Tržby trhu celkem	29 978 055	28 269 930	28 367 502	29 890 773	30 754 593	29 982 563	30 275 244
Meziroční změna	-	-5,70%	0,35%	5,37%	2,89%	-2,51%	0,98%

Zdroj: Databáze MagnusWeb, databáze Passport, vlastní zpracování

Celkové tržby generované českými pivovary vykazují poměrně silnou závislost na celkovém výstavu. Korelace mezi meziročními změnami výstavu a meziročními změnami tržeb činí více než 70 %. Nejvýznamnějším společným trendem je pokles v roce 2010 a naopak oživení v roce 2012.

Použitím poměru domácí spotřeby k celkové produkci získáme velikost relevantního trhu v peněžním vyjádření v tuzemsku. Výpočet je zřejmý z následující tabulky.

Tabulka 23 Relevantní trh v tuzemsku v peněžním vyjádření

Tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby trhu celkem	29 978 055	28 269 930	28 367 502	29 890 773	30 754 593	29 982 563	30 275 244
Poměr tuzemské spotřeby	84,0%	83,5%	83,2%	83,1%	82,3%	81,4%	79,4%
Tržby v tuzemsku	25 189 590	23 613 467	23 609 122	24 843 127	25 322 696	24 409 664	24 033 501
Meziroční změna	-	-6,3%	0,0%	5,2%	1,9%	-3,6%	-1,5%

Zdroj: vlastní zpracování

4.2.2 Kvantifikace zahraničního trhu

V naturálních jednotkách bude zahraniční trh vymezen jednoduše podle statistik Českého svazu pivovarů a sladoven. Jak už bylo zmíněno výše export českého piva poměrně značně roste v poslední době a představuje prostor dalšího růstu českých pivovarů. Prudký nárůst vyvezeného piva souvisí také s kurzovou intervencí ČNB, která vedla ke skokovému oslabení kurzu CZK/EUR v listopadu 2013.⁴⁸

Tabulka 24 Relevantní trh v zahraničí v naturálním vyjádření (tis. hl) a jeho meziroční vývoj

tis. hl	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Objem exportu	3 175	2 981	3 124	3 245	3 392	3 652	4 139
Meziroční změna	-	-6,11%	4,80%	3,87%	4,53%	7,67%	13,34%

Zdroj: Zpráva o stavu českého pivovarnictví a sladařství za rok 2015, vlastní zpracování

Výpočet zahraničních tržeb je inverzní k výše uvedenému výpočtu tuzemských tržeb, viz tabulka č. 22. Stejně jako u naturálního vyjádření je patrný prudký, více než 10%, nárůst exportu v roce 2015.

Tabulka 25 Relevantní zahraniční trh v peněžním vyjádření

Tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby trhu celkem	29 978 055	28 269 930	28 367 502	29 890 773	30 754 593	29 982 563	30 275 244
Poměr exportu	16,0%	16,5%	16,8%	16,9%	17,7%	18,6%	20,6%
Tržby v zahraničí	4 788 465	4 656 463	4 758 380	5 047 646	5 431 897	5 572 899	6 241 743
Meziroční změna	-	-2,8%	2,2%	6,1%	7,6%	2,6%	12,0%

Zdroj: vlastní zpracování

4.3 Analýza atraktivity trhu

Ještě před kvantifikací relevantního trhu v příštích letech bude provedeno nejprve ke jeho kvalitativnímu hodnocení. Toto hodnocení bude rozloženo do několika kritérií, které charakterizují atraktivitu trhu a identifikují jeho možná rizika a příležitosti. Analýza atraktivity trhu je nutná pro kontrolu prognózy relevantního trhu.

Růst trhu⁴⁹

Pro společnost působící na trhu je růst trhu jedním z klíčových faktorů, neboť taková společnost může dosáhnout růstu tržeb bez růstu tržního podílu.

V případě trhu pivovarnictví v tuzemsku se značný růst trhu nepředpokládá. Trh je již nasycen, vzhledem k tomu, že počet konzumentů piva významně neroste⁵⁰ a spotřeba těchto konzumentů stagnuje kolem hranice 145 l piva na osobu a rok.⁵¹ Příležitosti růstu trhu jsou naopak spatřovány ve stále rostoucím vývozu. Konkrétními příležitostmi pro růst trhu je poslední vývoj na Slovensku či v Polsku, kde v roce 2015 došlo ke 30%, respektive 12% růstu dovozu piva z České republiky. *(Hodnocení 2 ze 6)*

⁴⁹ Vymezené faktory dle MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.

⁵⁰ Dle průzkumu společnosti CVVM Pozice piva v české společnosti v roce 2015 se počet konzumentů stabilně pohybuje okolo 90 % mužů a 55 % žen.

⁵¹ Viz kapitola 4.1.4 Trh pivovarnictví v ČR

Velikost trhu

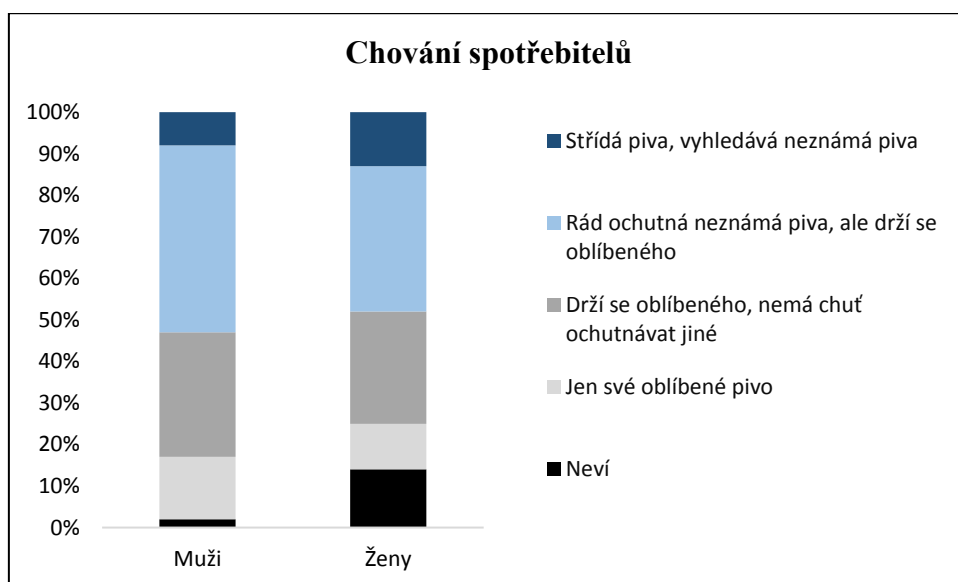
V České republice je nejvyšší spotřeba piva na hlavu rok. Z tohoto pohledu je tedy tuzemský trh velký. Relevantní trh zahrnuje také exportované pivo do zahraničí, kde hodnotím velikost trhu jako průměrnou s možností dalšího růstu (viz Růst trhu). *(Hodnocení 5 z 6)*

Intenzita konkurence

Na českém trhu pivovarnictví působí 6 velkých pivovarských společností, 29 samostatných pivovarů a dle Situační a výhledové zprávy Chmel, pivo Ministerstva zemědělství za rok 2015 více než 300 minipivovarů.⁵² Z tohoto pohledu lze intenzitu konkurenčního prostředí považovat za velmi vysokou.

Je však otázka, do jaké míry se jedná o reálnou konkurenci pro oceňovanou společnost. Z níže uvedeného grafu je patrné, že minimálně 45 % mužů a 38 % žen konzumují především své oblíbené pivo a nevyhledávají změnu. Konzumentů, kteří cíleně ochutnávají nová piva je pouze okolo 10 %. Je tedy zřejmé, že se v daném případě jedná o poměrně specifický trh, ve kterém existuje poměrně velká skupina spotřebitelů, kteří jsou věrní své značce, a proto nelze trh hodnotit jako silně konkurenční pouze podle počtu konkurentů. *(Hodnocení 3 z 6)*

Graf 13 Rozdělení spotřebitelů podle stupně jejich náklonosti ke své značce piva



Zdroj: Pozice piva v české společnosti v roce 2015, vlastní zpracování

⁵² Za minipivovar se považuje pivovar s ročním výstavem do 10 tis. hl piva

Průměrná rentabilita

Na daném trhu existuje několik typů značek od prémiových (například Pilsner Urquell) po tzv. price fighters (například Ambrosius). Tyto značky se snaží bojovat především cenou. Nejedná se tedy o příliš homogenní produkt, a proto také rentabilita dosahuje značného rozptylu. Z kapitoly 2.3.1 Rentabilita je navíc zřejmé, že ani mezi největšími pivovary v České republice nemůžeme pozorovat podobnou rentabilitu. Proto tomuto kritériu bude přiřazena nízká váha v celkovém hodnocení.

Dle dokumentu Ministerstva průmyslu a obchodu Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2015 se průměrná rentabilita ve výrobě nápojů pohybuje spíše na podprůměrných hodnotách. (*Hodnocení 2 z 6*)

Bariéry vstupu

Bariéry vstupu na trhu pivovarnictví spočívají ve vysokých kapitálových nárocích na výrobní, technické a technologické vybavení, dále v nutnosti vývoje vlastní receptury vaření piva⁵³ a v neposlední řadě také v neochotě části konzumentů k přechodu na nové pivo – viz graf 13. (*Hodnocení 5 z 6*)

Možnosti substituce

Pivo je jakožto chmelový mírně alkoholický nápoj velmi jedinečné a nemá přímé substituty. Za vzdálené substituty lze považovat víno a další alkoholické i nealkoholické nápoje. (*Hodnocení 4 z 6*)

Citlivost na konjunkturu

Cykličnost relevantního trhu není příliš silná, neboť v době ekonomické krize mají spotřebitelé možnost přechodu k levnějším značkám (viz Průměrná rentabilita) případně k pivu lahrovému, které je výrazně levnější než pivo točené, případně tankové. Po hospodářské krizi přišlo sice v roce 2010 utlumení celkového výstavu, což ovšem bylo způsobeno spíše zvýšením spotřební daně a snížením osobní spotřeby piva, ke kterému docházelo i před touto recesí. (*Hodnocení 5 z 6*)

⁵³ Ta bývá jednotlivými pivovary poměrně silně střežena.

Struktura zákazníků

Konzumentů piva je v České republice velké množství. Jediným omezením počtu zákazníků je věková hranice 18 let. Nejvíce konzumentů piva nalezneme ve věkové skupině od 45 do 59 let, avšak převaha této skupiny není příliš výrazná. Z pohledu vzdělání nalezneme nejvíce zákazníků mezi vysokoškolsky vzdělanými lidmi.⁵⁴ (Hodnocení 5 z 6)

Tabulka 26 Analýza atraktivity trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria								Váha x Body
		Negativní				Pozitivní				
		0	1	2	3	4	5	6		
Růst trhu	3			x					6	
Velikost trhu	1						x		5	
Intenzita konkurence	2				x				6	
Průměrná rentabilita	1			x					2	
Bariéry vstupu	2						x		10	
Možnost substituce	1					x			4	
Citlivost na konjunkturu	1						x		5	
Struktura zákazníků	2						x		10	
Celkem	13								51	

Maximální počet bodů	78
Dosažený počet bodů	48
Celkové hodnocení	61,5%

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

Hodnocení

Celkové hodnocení mírně nad 60 % značí slabě nadprůměrně atraktivní trh. Trh se vyznačuje slabým růstovým potenciálem, který je tvořený zejména zahraničními příležitostmi a velkým množstvím konečných zákazníků.

⁵⁴ Pozice piva v české společnosti v roce 2015

4.4 Faktory ovlivňující vývoj trhu

V této podkapitole budou uvedeny kvalitativní a kvantitativní faktory, které mohou ovlivňovat vývoj relevantního trhu. Vývoj těchto faktorů v budoucnu bude základem pro prognózu relevantního trhu.

4.4.1 Kvalitativní faktory

Většina významných kvalitativních faktorů již byla vymezena v rámci kapitoly 4.1.4 Trh pivovarnictví v ČR. Rozeznatelnými trendy ve spotřebě je dlouhodobý nárůst obliby ležáku oproti výčepnímu pivu, růst segmentu off-trade oproti konzumaci piva v restauračních zařízeních a stagnace spotřeby piva na osobu.

Pivní průmysl je dále ovlivňován spotřební daní z piva, která doznala poslední změny v roce 2009. Výše odvedené daně závisí na velikosti pivovaru a na procentu hmotnostního extraktu původní mladiny. Spotřební daň je také součástí základu pro výpočet DPH, čímž se vliv spotřební daně zvyšuje. I přes poměrně nestabilní daňové prostředí v České republice se neočekává její pohyb v budoucnu, neboť případné zvýšení by vzhledem k počtu konzumentů mohlo významně ovlivnit politické preference.

Rizikem pro relevantní trh je také nestabilita počasí, které ovlivňuje kvalitu i cenu vstupních surovin pro výrobu piva. Se vstupními surovinami souvisí také trend poklesu výměry orné půdy v České republice. Za další rizika lze jmenovat půdní erozi a častější sucha.

4.4.2 Kvantitativní faktory

Mezi kvantitativní faktory jsou zařazeny především faktory makroekonomické a demografické. V případě relevantního trhu nelze určit jeden kvantitativní faktor, který bychom mohli označit za klíčový, a proto bude rozebráno několik faktorů s cílem najít optimální veličinu pro prognózu relevantního trhu.

Prvním zkoumaným faktorem bude hrubý domácí produkt v České republice ve stálých i běžných cenách. Za další kvantitativní faktory potenciálně ovlivňující relevantní trh lze považovat inflaci a počet obyvatel. Vzhledem k tomu, že jsou zákazníci

relevantního trhu omezení zdola věkem, bude součástí také analýza vývoje počtu obyvatel starších 15 let.⁵⁵

V následující tabulce je uveden vývoj vymezených kvantitativních faktorů v období od roku 2009 do roku 2015 a jejich prognóza dle Ministerstva financí.

Tabulka 27 Vybrané makroekonomické a demografické veličiny a jejich prognóza

	HDP s.c. (mld. Kč) ⁵⁶	HDP b.c. (mld. Kč)	Inflace (%)	Počet obyvatel (tis.)	Počet obyvatel 15+ (tis.)
2009	3 865	3 922	1,0	10 468	8 987
2010	3 954	3 954	1,5	10 507	9 013
2011	4 031	4 023	1,9	10 487	8 965
2012	3 995	4 042	3,3	10 505	8 964
2013	3 974	4 077	1,4	10 516	8 956
2014	4 053	4 261	0,4	10 512	8 935
2015	4 223	4 472	0,3	10 538	8 937
2016	4 326	4 629	0,6	10 554	8 931
2017	4 439	4 812	1,4	10 556	8 924
2018	4 548	5 009	1,8	10 557	8 919
2019	4 659	5 222	1,9	10 555	8 915
2020	4 771	5 441	1,9	10 555	8 913

Zdroj: ČSÚ, Ministerstvo financí, vlastní zpracování

HDP ve stálých cenách zaznamenalo slabý pokles v letech 2012 a 2013, kdy došlo k méně než 1% poklesu. V roce 2015 můžeme pozorovat naopak nejvyšší nárůst HDP ve stálých cenách o více než 4 %. Prognóza Ministerstva financí počítá v příštích letech s relativně stálým růstem okolo 2,5 %. Vývoj HDP v běžných cenách byl vzhledem k inflaci stále rostoucí. V prognóze se předpokládá meziroční růst v průměru o 4 %. Inflace, která v posledních letech dosahovala rekordně nízkých hodnot by v příštích letech měla postupně růst směrem k inflačnímu cíli ČNB. Vývoj celkového počtu obyvatel i počtu obyvatel ve skupině 15+ vykazuje meziroční změny v řádech maximálně nižších desetin procenta.

Cena piva

Konzumaci piva jistě ovlivňuje také jeho cena, která v posledních třech letech stagnuje stejně tak, jako obecná inflace. Vývoj ceny výčepního piva za 0,5 l je uveden v tabulce níže. K největší změně došlo v roce 2010, kdy především vlivem zvýšení

⁵⁵ Ministerstvo financí, z jehož statistik je v rámci této kapitoly čerpáno uvádí věkové rozdělení obyvatelstva v kategoriích 0-14, 15-64, 65 a více. V případě piva lze však předpokládat jeho konzumaci také mladistvými ve věku 15-17 let.

⁵⁶ Stále ceny roku 2010

spotřební daně vzrostla průměrná cena piva téměř o 1 Kč. Další významnější změnou byl nárůst ceny piva o téměř 7 % v roce 2012. V tomto roce byl také zaznamenán nejsilnější nárůst obecné cenové hladiny v České republice.

Tabulka 28 Vývoj ceny piva v České republice

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cena výčepního piva (Kč)	9,10	10,05	9,78	10,44	10,56	10,43	10,51
Roční změna	-	10,44%	-2,69%	6,75%	1,15%	-1,23%	0,77%

Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

4.5 Prognóza relevantního trhu

Dosud byly uvedeny kvantitativní a kvalitativní faktory, které by mohly potenciálně ovlivňovat relevantní trh, stejně tak jako trendy, které lze na trhu pozorovat. V této kapitole bude provedena prognóza relevantního trhu v rozdělení na tuzemský a exportní trh.

4.5.1 Tuzemský trh

Pro predikci domácího trhu byla využita nejprve regresní analýza s využitím výše uvedených kvantitativních faktorů. Při jednoduché regresní analýze však žádná z funkcí nevykazovala významnější statistickou závislost. Nejvyšší závislost byla spatřována u počtu obyvatel nad 14 let. Koeficient determinace však činil pouze 15,5 %. Ani vícenásobná regrese neposkytuje lepší výsledky. Nejvýznamnější závislost byla u vícenásobné lineární regrese, kde jednotlivými regresory byla inflace a počet obyvatel starších 14 let. Koeficient determinace činil 33 %.

Ani analýza časového trendu neukázala statistickou závislost, kromě polynomicke funkce 4. stupně, která však nepodává reálnou prognózu. Závislost ostatních funkcí s vývojem tuzemského trhu se blíží nule vzhledem k nestabilnímu vývoji tohoto trhu.

Z analýzy vyplývá, že je relevantní trh v tuzemsku závislý spíše na kvalitativních faktorech, nikoli na faktorech kvantitativních. Je tedy nutné odvodit vývoj relevantního trhu v tuzemsku z analýzy trhu, jeho kvalitativních faktorů a trendů.

Pro tuzemský trh je charakteristická jeho nasycenost. Spotřeba piva na osobu v posledních letech stagnuje, stejně tak, jako výstav piva pro domácí trh⁵⁷. Také v budoucnu se neočekává výraznější růst spotřeby piva v tuzemsku. Dle údajů databáze

⁵⁷ Viz graf 9

Passport a analýzy Beer in the Czech Republic publikované v rámci téže databáze se očekává spíše další slabý pokles spotřeby piva v České republice v řádech nižších desetin procenta, a to především s ohledem na pokračující pokles segmentu on-trade. Cena piva v České republice v posledních letech také spíše stagnuje⁵⁸, dá se však očekávat její budoucí růst.

Z výše uvedeného odstavce vyplývá, že na trhu neexistuje prostor pro výraznější růst tržeb v budoucích letech. Růst domácího trhu je možný pouze působením inflace. Proto bude růst tržeb relevantního trhu v tuzemsku predikován v závislosti na předpokládaném vývoji inflace v dalších letech, což lze současně považovat za minimální reálnou ekonomickou hranici růstu trhu, neboť v případě podinflačního růstu by trh v nekonečném horizontu zanikl. Nižší růst se nepředpokládá ani v prvních letech prognózy, kdy je očekávána ještě poměrně nízká inflace. V níže uvedené tabulce je uvedena prognóza tržeb relevantního domácího trhu.

Tabulka 29 Prognóza tuzemského trhu

Mil. Kč	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ČR trh	23 613	23 609	24 843	25 323	24 410	24 034	24 178	24 516	24 957	25 432	25 915
Změna	-6,3%	0,0%	5,2%	1,9%	-3,6%	-1,5%	0,6%	1,4%	1,8%	1,9%	1,9%

Zdroj: vlastní zpracování

4.5.2 Zahraniční trh

Růstový potenciál je dle výše provedených analýz spatřován v exportu. Pro vývoj tržeb zahraničního trhu byly využity časové trendy, jelikož se očekává, že dosavadní exportní trendy budou pokračovat. Dle databáze Passport se očekává na rozdíl od českého trhu další růst trhu na Slovensku a v mnoha dalších Evropských zemích. Jistým rizikem je spíše klesající trend v Německu, kde se však v posledních letech daří českým pivovarům zvyšovat svůj tržní podíl.

Z použitých časových trendů dosahuje nejvyššího koeficientu determinace polynomická funkce (97,6 %). Predikce dle této funkce však není ekonomicky reálná, neboť předpokládá další meziroční zvyšování tržeb o více než 10 %. Prognóza zahraničního trhu tak bude provedena podle meziročních růstů, které předpokládá lineární časový trend, jehož koeficient determinace dosahuje 86 %. Lineární funkce⁵⁹ předpokládá

⁵⁸ Zřejmě díky dvěma skokovým zvýšením ceny piva, která jsou touto stagnací vyrovnávána

⁵⁹ $y = 245\,222x + 4 \cdot 10^6$

průměrný růst ve výši cca 4 % ročně. Růst v této výši lze považovat za reálný a odůvodněný.

Tabulka 30 Prognóza zahraničního trhu

Mil. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Zahr. trh	4 788	4 656	4 758	5 048	5 432	5 573	6 242	6 509	6 777	7 045	7 313	7 580
Změna	-	-2,8%	2,2%	6,1%	7,6%	2,6%	12,0%	4,3%	4,1%	4,0%	3,8%	3,7%

Zdroj: vlastní zpracování

4.5.3 Relevantní trh celkem

Výsledná prognóza celého relevantního trhu je součtem tuzemského a exportního trhu. Predikované tržby a tempo růstu trhu uvádí následující tabulka.

Tabulka 31 Prognóza tržeb relevantního trhu

	Tržby celkem (tis. Kč)	Tempo růstu
2009	29 978 055	-
2010	28 269 930	-5,7%
2011	28 367 502	0,3%
2012	29 890 773	5,4%
2013	30 754 593	2,9%
2014	29 982 563	-2,5%
2015	30 275 244	1,0%
2016	30 687 196	1,4%
2017	31 293 434	2,0%
2018	32 002 477	2,3%
2019	32 744 420	2,3%
2020	33 495 373	2,3%

Zdroj: vlastní zpracování

Prognóza relevantního trhu je stanovena v prvním roce na 1,4 %, v druhém roce plánu 2,0 % a v dalších letech v stabilní výši 2,3 %. Tempo růstu trhu je tedy mírně vyšší než očekávaná inflace, což je způsobeno rychlejším tempem růstu exportu.

4.6 Analýza konkurenční síly

Pro účely prognózy tržního podílu a následnou predikci tržeb oceňované společnosti je nezbytné analyzovat konkurenční situaci na relevantním trhu. V rámci této kapitoly budou blíže identifikovány společnosti představující hlavní konkurenci, analyzován vývoj jejich tržního podílu v minulosti v porovnání s vývojem tržního podílu oceňované společnosti a analyzovány hlavní faktory konkurenční pozice, které mají vliv na pozici oceňované společnosti na relevantním trhu.

4.6.1 Identifikace hlavních konkurenční společností

Plzeňský prazdroj, a.s.

Společnost Plzeňský prazdroj, a.s. je největší pivovarnickou společností v České republice. Byla založena v roce 1842, kdy byla uvařena první várka spodně kvašeného světlého ležáku, který je jedním z nejoblíbenějších tepů piva na světě a je označován jako Pils nebo také Pilsner.⁶⁰ Mezi značky piva a nápojů, které společnost prodává patří Pilsner Urquell, Gambrinus, Kozel, Radegast, Birell, Excelent, Frisco, Kingswood, Master, Koppaberk, Klasik či Primus⁶¹. Společnost Plzeňský Prazdroj je ke dni ocenění součástí mezinárodní skupiny SABMiller.

Pivovary Staropramen s.r.o.

Historie Společnosti Pivovary Staropramen s.r.o. sahá do roku 1869⁶². Také tato společnost poskytuje spotřebitelům široké spektrum produktů značek Staropramen, Braník, Ostravar, Stella Artois, Staropramen Cool, Sládkova limonáda, Carling, Corona, Hoegaarden, Leffe, Velvet, Sládkův Měšťan a Vratislav. Společnost je součástí koncernu Molson Coors.

Heineken Česká republika, a.s.

Společnost Heineken Česká republika, a.s., jež je součástí koncernu Heineken vstoupila na český trh v roce 2003, kdy koupila pivovar Starobrnno.⁶³ Nyní je společnost také vlastníkem Královského pivovaru Krušovice a pivovaru Velké Březno. Mezi prodávané značky patří Starobrnno, Zlatopramen, Krušovice, Heineken, Březňák, Desperados, Strongbow, Zlatý bažant, Hostan, Louny a Dačický.

Pivovar Svijany, a.s.

Historie Svijanského piva sahá do 16. století, avšak samotná společnost Pivovar Svijany, a.s. vznikla až v roce 1998⁶⁴. Pod značkou Svijany se prodává 12 odlišných druhů piva. Za poměrně krátkou dobu se tak společnosti podařilo získat poměrně značný tržní podíl, když v roce 2015 přesahoval obrat společnosti 1 mld. Kč.

⁶⁰ <https://www.prazdroj.cz/nas-pribeh>

⁶¹ <https://www.prazdroj.cz/znacky>

⁶² <http://www.pivovary-staropramen.cz/cs/o-nas/o-spolecnosti/>

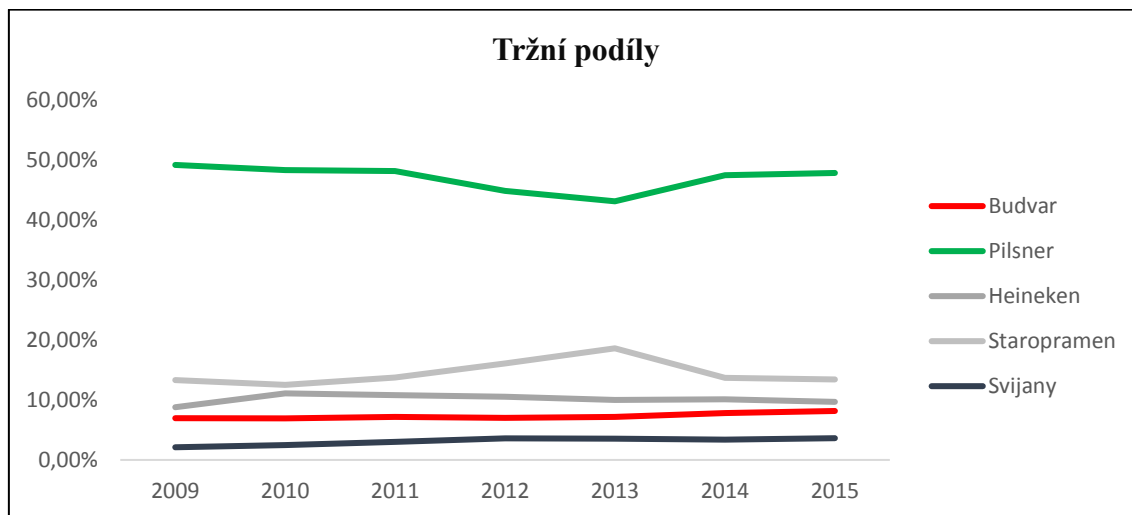
⁶³ <http://www.heinekenceskarepublika.cz/starobrnno>

⁶⁴ <https://www.pivovarsvijany.cz/pivovar-soucasnost/>

4.6.2 Tržní podíl oceňované společnosti a jejích konkurentů

Dominantním hráčem na českém trhu pivovarnictví je Pilsner Urquell, jehož tržní podíl se pohybuje nad 45 %. Vývoj tržních podílů jednotlivých společností je uveden v grafu níže.

Graf 14 Vývoj tržních podílů oceňované společnosti a jejích konkurentů v období 2009 - 2015



Zdroj: vlastní zpracování, účetní závěrky jednotlivých společností

Společnost Budějovický Budvar, n.p. v posledních letech slabě posiluje svojí pozici na relevantním trhu. Její tržní podíl vzrostl mezi roky 2010 a 2015 z cca 7 % na více než 8 %. Společnost Staropramen s.r.o. vykazuje kolísání tržního podílu, zatímco společnost Heineken Česká republika, a.s. spíše stagnuje.

4.6.3 Analýza faktorů konkurenční pozice

Šíře sortimentu

Společnost Budějovický Budvar, n.p. se profiluje jako spíše tradiční pivovar a samotná značka Budweiser Budvar nezasahuje do tolika segmentů jako některé ostatní značky. Pod značkou Budweiser Budvar se prodávají piva B:ORIGINAL, B:DARK, B:SPECIAL, B:CLASSIC, CVIKL, B:STRONG, B:FREE a B:CRYO. Zastoupena je tedy většina na trhu prodávaných pivních druhů jako ležák, výčepní pivo, nealkoholické pivo, nefiltrované kvasnicové pivo, tmavý ležák i speciální piva s vyšším obsahem alkoholu.

Do levnějšího pivního segmentu Společnost proniká prostřednictvím značky Pardál. Tato značka zahrnuje kromě ležáku a výčepního piva také bezový pivní mix. Dále Společnost prodává pivo dánské značky Carlsberg a cidery značky Somersby.

Hlavní konkurenční společnosti lze z pohledu širší sortimentu považovat za velmi silné, jejich produktový mix zahrnuje kromě obdoby nabízených produktů oceňované společnosti také některé další produkty, jako například nealkoholické ochucené pivo (Birell) či specifické alkoholické nápoje (Sládkova limonáda, Frisco, apod.). *(Hodnocení 2 z 6)*

Kvalita výrobků

Kvalita piva je na českém trhu jedním ze stěžejních faktorů pro konzumenty a jednotlivé pivovary na ní silně dbají. Téměř 90 % mužů a cca 60 % žen v České republice se aktivně zajímá o to, jaké pivo pijí⁶⁵. Pivo oceňované společnosti je považováno za velmi kvalitní, prémiové. O kvalitě výrobků svědčí mnoho ocenění udělených každý rok různými subjekty či Chráněné zeměpisné označení EU Budějovické pivo a Českobudějovické pivo. Na kvalitu piva a výrobní postupy dohlíží také externí subjekty, jako jsou Státní zemědělská a potravinářská inspekce, Krajská veterinární správa, či Krajská hygienická stanice. Zvláště hodnocený je tmavý ležák, který například v USA ve státě Ohio (prodáváný pod značkou Czechvar) získal bronzovou medaili v U.S. Open Beer Championship v konkurenci několika desítek dalších piv. Toto pivo bylo oceněno také v České republice, kde od Sdružení přátel piva získalo cenu Tmavé pivo roku⁶⁶.

Je však nutné zmínit, že se lze jen obtížně orientovat v množství jednotlivých cen udělených různým pivovarům. Je však nesporné, že pivo značky Budweiser Budvar patří mezi nejlepší piva v České republice. *(Hodnocení 5 z 6)*

Cenová úroveň

Zatímco cenu světlého výčepního piva Budweiser Budvar lze označit za průměrnou, cena ležáku též značky je spíše nadprůměrná⁶⁷. Nejdražší piva v této kategorii jsou značek Pilsner Urquell a Lobkowicz. Obecně lze konstatovat, že menší pivovary prodávají své pivo levněji než 4 největší pivovarnické skupiny. Mezi levnější piva můžeme zařadit také pivo značky Pardál. Lze tedy konstatovat, že společnost Budějovický Budvar, n.p. proniká do většiny segmentů kromě tzv. „price fighters“. *(Hodnocení 3 z 6)*

⁶⁵ Pozice piva v české společnosti v roce 2015

⁶⁶ Výroční zpráva Společnosti za rok 2015

⁶⁷ <http://www.prodejPiva.cz/#pivos>

Marketing

Po ukončení dlouholetého sponzorství české hokejové extraligy v roce 2012 se Společnost nevyznačuje výraznější podporou sportu, která je mezi konkurenty poměrně rozšířená. V současné době Společnost sponzoruje například Jihočeské divadlo. V posledních letech Společnost i prostřednictvím značky Pardál proniká na pole podpory hudebních festivalů.

Marketing v podobě televizní reklamy, billboardů, internetové reklamy, apod. Společnost od roku 2012 zaštiťuje kampaní NE z nás dělá to čím jsme, která získala několik ocenění, a která by měla evokovat tradičnost pivovaru, neboť NE se týká nahrazování původních surovin, zkrácení doby ležení, přesunutí výroby z Českých Budějovic a prodeji vlastního jména⁶⁸. Lze konstatovat, že jde o všeobecně známou kampaň. (*Hodnocení 4 z 6*)

Distribuce

Společnost Budweiser Budvar, n.p. distribuuje zboží po České republice prostřednictvím sítě distribučních středisek, která se nachází v Praze, Brně, Ostravě, Pardubicích, Českých Budějovicích, Plzni a Teplicích. K dopravě piva slouží vlastní vozový park. Rostoucí objem prodeje vede k nutnosti zlepšování ERP⁶⁹ systému, které Společnost dle informací obsažených ve výroční zprávě plánuje na roky 2016 a 2017. Bude se týkat také zahraničních dceřiných společností, které mají na starost distribuci piva v zahraničí a nachází se na Slovensku, v Německu a Velké Británii. (*Hodnocení 4 z 6*)

Značka firmy

Jak už bylo výše v textu uvedeno, značka je jedním z rozhodujících faktorů pro většinu konzumentů piva. Dle průzkumu⁷⁰ týkajícího se značky Budweiser Budvar téměř 99 % lidí v České republice zná společnost Budějovický Budvar, n.p. a více než 96 % respondentů jej už někdy pilo. Z průzkumu je patrné, že respondenti hodnotí značku jako výrazně známější oproti ostatním značkám, zatímco značku Pardál hodnotí jako průměrně

⁶⁸ <http://www.budejovickybudvar.cz/media/tiskove-zpravy/2013/vitezna-kampan.html>

⁶⁹ Enterprise Resource Planning

⁷⁰ <https://www.vyplnto.cz/realizovane-pruzkumy/vnimani-znacky-budweiser-bud/>, průzkum mezi 456 respondenty z roku 2014

známou. Značka Budweiser Budvar je dále dle respondentů neutrální na škále od inovativní do tradiční. Logo Budweiser Budvar je hodnoceno jako známé a vzhledné.

Známosti značky Budweiser Budvar přispěly dle průzkumu také dva jinak spíše negativní faktory, neboť značné množství respondentů asociuje značku s občanskoprávními spory a sporem o sponzorství v hokejové extralize. Známosti značky pomáhá také výjimečnost Společnosti týkající se její právní formy n.p. *(Hodnocení 6 z 6)*

Management společnosti

Ředitelem národního podniku je již od roku 1991 Ing. Jiří Boček. Řízení je dále rozděleno mezi ekonomického, obchodního a výrobně-technického ředitele. Společnosti se v posledních letech daří mírně zvyšovat tržní podíl, výstav Společnosti se v roce 2015 dostal na historicky nejvyšší úroveň, Společnost je stále v zisku, což ukazuje na schopnost managementu. Pro podrobné hodnocení managementu však chybí spolehlivé informace. *(Hodnocení 3 z 6)*

Zaměstnanci

I přes slabý pokles v roce 2015 lze pozorovat rostoucí trend počtu zaměstnanců, kterých je v současné době okolo 650, čímž se Společnost řadí k předním zaměstnavatelům Jihočeského kraje. Společnost spolupracuje mj. s Vysokou školou chemicko-technologickou či Jihočeskou univerzitou, kde také rekrutuje budoucí zaměstnance. Obdobnou spolupráci však můžeme sledovat také u hlavních konkurentů. *(Hodnocení 3 z 6)*

Výzkum a vývoj

Společnost Budějovický Budvar, n.p. má výsledky například v obalových a produktových inovacích, ve výrobě například ve zlepšení senzorického profilu nealkoholického piva. V roce 2015 byla Společnost oceněna za speciální pivo B:CRYO, které je skladováno při teplotě -18 stupňů Celsia, kdy toto speciální pivo částečně zmrzne a zbývající koncentrát obsahuje více než 20 % alkoholu. *(Hodnocení 4 z 6)*

Finanční situace

Finanční situace Společnosti byla analyzována v rámci kapitoly Finanční analýza, kde bylo provedeno také srovnání s totožnými hlavními konkurenty. *(Hodnocení 4 z 6)*

Tabulka 32 Analýza konkurenční pozice

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria								Váha x Body
		Negativní				Pozitivní				
		0	1	2	3	4	5	6		
Šíře sortimentu	2			x					4	
Kvalita výrobků	3						x		15	
Cenová úroveň	2				x				6	
Marketing	1					x			4	
Distribuce	1					x			4	
Značka firmy	2							x	12	
Management	2				x				6	
Zaměstnanci	1				x				3	
Výzkum a vývoj	1					x			4	
Finanční situace	1					x			4	
Celkem	16								62	

Maximální počet bodů	96
Dosažený počet bodů	62
Celkové hodnocení	64,5%

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

Hodnocení

Mírně nadprůměrné hodnocení 64,5 % značí přítomnost některých konkurenčních výhod, které poskytují prostor pro pokračování mírného růstu tržního podílu oceňované společnosti. Za největší výhody lze považovat velmi silnou značku a vysokou kvalitu výrobků. Jako slabě podprůměrná byla naopak hodnocena šíře sortimentu.

4.7 SWOT Analýza

Výsledky analýz provedených v rámci strategické analýzy byly shrnuty do SWOT analýzy.

Tabulka 33 SWOT analýza

Silné stránky	Slabé stránky
Silná značka Kvalita výrobků Silná koncentrace na export	Relativně úzký sortiment Absence silného koncernu jako vlastníka
SWOT	
Rostoucí exportní trhy Růst obliby ležáku Průnik na další segmenty pivních nápojů	Pokles spotřeby piva v Německu Změny počasí, eroze půdy Známkoprávní spory
Příležitosti	Hrozby

Zdroj: vlastní zpracování

4.8 Prognóza vývoje tržního podílu

Prognóza tržního podílu oceňované společnosti vychází z výše provedených analýz, především potom analýzy konkurenční síly. Výsledné hodnocení 64,5 % analýzy faktorů konkurenční pozice značí potenciál slabého růstu tržního podílu v příštích letech, čímž by Společnost navázala na dosavadní růst. Společnost bude využívat také konkurenční výhodu, která plyne z vysokého podílu tržeb z exportu oproti hlavním konkurentům. Dle prognózy tržního podílu dosáhne Společnost v roce 2020 cca 9,16% podílu na relevantním trhu.

Tabulka 34 Prognóza tržního podílu oceňované společnosti

	Tržní podíl Společnosti	Roční změna
2009	6,96%	-
2010	6,93%	-0,40%
2011	7,15%	3,19%
2012	7,03%	-1,61%
2013	7,15%	1,63%
2014	7,80%	9,14%
2015	8,16%	4,56%
2016	8,50%	4,19%
2017	8,80%	3,53%
2018	9,00%	2,27%
2019	9,10%	1,11%
2020	9,16%	0,66%

Zdroj: vlastní zpracování

4.9 Prognóza tržeb Společnosti

Z predikovaného tržního podílu Společnosti a očekávaného vývoje trhu je vypočítána prognóza tržeb oceňované společnosti. Vývoj tržeb je zobrazen v níže uvedené tabulce. Průměrné tempo růstu tržeb Společnosti v období od roku 2016 do roku 2020 činí 4,4 %.

Tabulka 35 Výsledná prognóza tržeb oceňované společnosti

	Tržní podíl Společnosti	Tržby relevantního trhu (tis. Kč)	Tržby Společnosti (tis. Kč)	Tempo růstu tržeb
2009	6,96%	29 978 055	2 085 073	
2010	6,93%	28 269 930	1 958 479	-6,1%
2011	7,15%	28 367 502	2 027 950	3,5%
2012	7,03%	29 890 773	2 102 490	3,7%
2013	7,15%	30 754 593	2 198 516	4,6%
2014	7,80%	29 982 563	2 339 224	6,4%
2015	8,16%	30 275 244	2 469 862	5,6%
2016	8,50%	30 687 196	2 608 412	5,6%
2017	8,80%	31 293 434	2 753 822	5,6%
2018	9,00%	32 002 477	2 880 223	4,6%
2019	9,10%	32 744 420	2 979 742	3,5%
2020	9,16%	33 495 373	3 068 176	3,0%

Zdroj: vlastní zpracování

Prognóza tržeb Společnosti bude zakončena odhadem tempa růstu g pro období druhé fáze. Z ekonomické teorie vyplývá, že tempo růstu ve druhé fázi (tj. od určitého okamžiku do nekonečna) by se mělo pohybovat mezi dlouhodobou inflací a růstem HDP v běžných cenách, neboť v opačném případě by daný trh (či společnost) v nekonečně dlouhém období pohltil celou ekonomiku, respektive zanikl.

V případě oceňované společnosti je tempo růstu tržeb ve druhé fázi stanoveno ve výši růstu posledního roku 1. fáze, tj. 3 %. Vyšší než inflační růst je odůvodněn významnými možnostmi růstu v zahraničí, případně potenciálně nově vznikajícími produkty, které oživí trh pivovarnictví také v ČR.

4.10 Závěr strategické analýzy

Provedená strategická analýza ukazuje nasycenost českého trhu, kde v posledních letech stagnovala jak spotřeba piva na obyvatele, tak výstav piva pro český trh. Z identifikovaných trendů lze usoudit, že stagnace potrvá také v příštích letech. Prostor pro růst relevantního trhu se nachází v exportu, který v posledních letech prudce rostl. Analýza atraktivity trhu ukazuje na slabý růst trhu způsobený zejména exportními

příležitostmi. Analýza konkurenční pozice ukázala prostor pro pokračování růstu tržního podílu oceňované společnosti. Silnou konkurenční výhodou je koncentrace na export, neboť Společnost více než 50 % svých tržeb generuje v zahraničí. Z provedené strategické analýzy vyplývá možnost užití jedné z výnosových metod pro ocenění Společnosti.

5 Generátory hodnoty a finanční plán

Pro samotné výnosové ocenění je nutné charakterizovat dosavadní vývoj generátorů hodnoty a určit jejich prognózu v období plánu. Dále bude v rámci této kapitoly vyčíslen korigovaný výsledek hospodaření. Pro ocenění bude také nezbytné identifikovat případnou existenci neprovozních aktiv v podniku. S využitím prognózy generátorů hodnoty bude sestaven finanční plán.

5.1 Aktiva provozně potřebná a nepotřebná

Nejprve je nutné rozdělit aktiva Společnosti na provozně potřebná a nepotřebná. Provedená finanční analýza ukázala pravděpodobnou existenci provozně nepotřebných aktiv, neboť hodnoty rentability ani likvidity nevykazovaly obvyklé hodnoty.

V rámci dlouhodobých hmotných a nehmotných aktiv nebyla identifikována žádná provozně nepotřebná aktiva. Stejně tak dlouhodobý finanční majetek, který je téměř výhradně tvořen vlastnickými podíly v dceřiných společnostech bude považován za provozní aktivum, neboť se jedná o distribuční síť Společnosti v exportně významných zemích. Tyto dceřiné společnosti jsou tedy součástí core-businessu Společnosti. Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly v netto hodnotě 2 059 tis. Kč budou naopak považovány za majetek provozně nepotřebný.

Zásoby Společnosti tvoří pouze položky související s její činností. Také pohledávky se dle dostupných informací dají považovat za provozně potřebný majetek. Provozně nepotřebný majetek lze naopak identifikovat mezi krátkodobým finančním majetkem, což ukázala již analýza likvidity v rámci finanční analýzy. I přes výplaty vysokých dividend státu drží Společnost na svých účtech nadbytečné množství peněžních prostředků, jejichž část tak bude považována za provozně nepotřebná. Hranice provozní okamžité likvidity bude stanovena na 0,15. Tato hranice vychází z porovnání s konkurencí v rámci finanční analýzy⁷¹. Také krátkodobé cenné papíry a podíly Společnosti lze považovat za majetek provozně nepotřebný.

Veškerý provozně nepotřebný majetek je uveden v následující tabulce. Všechna ostatní aktiva budou považována za provozně nutná.

⁷¹ Společnosti Heineken a Pilsner Urquell vykazují ještě mnohem nižší hodnoty pohotové likvidity, neboť využívají cash pooling uvnitř koncernu a kontokorentních úvěrů. Tyto společnosti tak nejsou pro stanovení hranice provozně potřebné likvidity uvažovány.

Tabulka 36 Provozně nepotřebný majetek

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ost. dl. cenné papíry	2 058	2 058	2 058	2 058	2 059	2 059
Pen. prostředky celkem	137 191	1 053 939	457 701	1 513 559	1 025 281	1 066 633
<i>Prov. nutná likvidita</i>	<i>0,15</i>	<i>0,15</i>	<i>0,15</i>	<i>0,15</i>	<i>0,15</i>	<i>0,15</i>
Neprovoz. pen. prostředky	91 984	989 924	398 909	1 460 841	973 426	1 012 741
Kr. cenné papíry	2 004 988	1 147 601	1 852 579	1 001 275	1 151 520	901 368
Neprovozní majetek	2 099 030	2 139 583	2 253 546	2 464 174	2 127 005	1 916 168

Zdroj: vlastní zpracování

5.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH)

Další nutnou veličinou pro výnosové ocenění je korigovaný provozní výsledek hospodaření. Jeho výpočet vychází z provozního výsledku hospodaření. Do KPVH však nebudou zahrnuty tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu a souvztažně s tím také jeho zůstatková cena při prodeji, neboť se nejedná o stálou a předvídatelnou provozní položku. Z provozního výsledku hospodaření budou vyjmuty také změny rezerv a opravných položek, které měly značně nestabilní charakter a jeví se spíše jako položka jednorázová a nahodilá. Přičteny budou naopak výnosové úroky, které plynou z provozně potřebného majetku a lze je tedy považovat za provozní. Přičteny budou také ostatní finanční náklady a ostatní finanční výnosy, které pramení z měnového zajištění a souvisí tedy s provozem Společnosti. Z dalších položek výkazu zisků a ztrát a dostupných informací nebyly identifikovány žádné neprovozní položky. Pro KPVH před odpisy a daněmi budou následně připočteny odpisy.

Tabulka 37 Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Provozní VH	142 470	159 991	160 642	285 168	293 571	338 053
Tržby z prodeje DM a mat.	38 204	48 642	52 679	35 062	48 554	52 708
ZC prodaného DM a mat.	14 161	26 467	27 315	7 027	42 378	26 600
Změna rezerv a OP	15 996	1 347	27 103	-80 390	-21 827	-57 815
Výnosové úroky	313	401	889	244	189	44
Ost. fin. výnosy	49 268	63 407	35 202	28 348	12 145	5 856
Ost. fin. náklady	4 285	396	435	520	499	510
Odpisy	246 206	236 166	250 387	261 159	249 285	242 293
KPVH	425 925	438 741	448 424	465 974	526 688	501 813

Zdroj: vlastní zpracování

5.3 Generátory hodnoty

Nyní bude provedena prognóza generátorů hodnoty na základě jejich rozboru z historie a faktorů ovlivňujících jejich budoucí vývoj. Klíčovými generátory hodnoty

jsou tržby, zisková marže, investice do pracovního kapitálu a investice do dlouhodobého majetku. Všechny generátory hodnoty budou vyčísleny v provozně nutné výši.

5.3.1 Tempo růstu tržeb

Prvním generátorem hodnoty jsou tržby, jejichž tempo růstu již bylo predikováno v rámci strategické analýzy. Tržby jsou výchozím bodem a jednou z nejvýznamnějších veličin pro výnosové ocenění Společnosti. Očekávaný vývoj tržeb a jejich tempo růstu jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 38 Generátor hodnoty: Tržby

	Tržby Společnosti	Tempo růstu tržeb
2016	2 608 412	5,6%
2017	2 753 822	5,6%
2018	2 880 223	4,6%
2019	2 979 742	3,5%
2020	3 068 176	3,0%

Zdroj: vlastní zpracování

5.3.2 Zisková marže

Dalším významným generátorem hodnoty je zisková marže⁷². Ta zastupuje nákladovou stranu výkazu zisků a ztráty, neboť udává podíl, ve kterém jsou výnosy pokryty náklady a podíl, který tvoří zisk společnosti. Zisková marže bude vypočítána s využitím výše uvedeného KPVH.

Tabulka 39 Generátor hodnoty: Zisková marže

tis. Kč	2010	2011	2012	2013	2014	2015
KPVH	425 925	438 741	448 424	465 974	526 688	501 813
Tržby včetně tržeb za zboží	2 023 858	2 062 202	2 158 610	2 248 791	2 393 344	2 545 803
Zisková marže	21,0%	21,3%	20,8%	20,7%	22,0%	19,7%

Zdroj: vlastní zpracování

Vývoj (korigované) ziskové marže Společnosti byl v minulých letech poměrně stabilní. Nejvyšší ziskové marže bylo dosaženo v roce 2014, nejnižší v roce 2015, kdy došlo zřejmě k jednorázovému výkyvu ziskové marže směrem dolů. Nelze přitom uvést jednoznačnou příčinu, jedná se stále o poměrně nízkou změnu. Průměr ziskové marže Společnosti za sledované období činí 20,9 %. Výše ziskové marže je porovnatelná s benchmarkem trhu. Dle statistik databáze S&P Capital IQ činila průměrná EBITDA

⁷² Zisková marže je vyčíslena před odečtením odpisů a daně. Odpisy jsou prognózovány zvlášť od ostatních nákladových položek.

marže oboru pivovarnictví ve světě (Brewers) v roce 2015 21,5 %. Také v předcházejících dvou letech se držela na obdobné úrovni.

Na ziskovou marži má vliv několik faktorů, které lze souhrnně označit jako intenzita konkurence, která ovlivňuje většinu položek výkazu zisků a ztrát. Dalším faktorem, který přímo ovlivňuje ziskovou marži jsou osobní náklady, jejichž cena se odvíjí od trhu práce. Nejprve budou analyzovány faktory intenzity konkurence. Některé z nich již byly analyzovány v rámci strategické analýzy, v takovém případě půjde spíše o souhrn.

Přímí konkurenti

Analýza konkurence již byla provedena. Oceňovaná společnost se na jedné straně nachází na velmi konkurenčním trhu, který je tvořen desítkami pivovarů, na druhou stranu je konkurenční síla Společnosti relativně vysoká, a protože jsou zákazníci často velmi loajální své značce, nelze hodnotit konkurenci jako velmi vysokou. Za přímé konkurenty lze označit společnosti, které byly vymezeny v předcházejících oddílech. Z analýzy konkurenční síly vyplývá mírně pozitivní působení na ziskovou marži. *(Hodnocení 4 z 6)*

Dodavatelé

Z hlediska hodnocení vyjednávací pozice vůči dodavatelům chybí pro přesný odhad spolehlivé informace. K vaření piva jsou zapotřebí čtyři základní suroviny, jejichž cena se odvíjí převážně tržními vlivy, nikoli monopolistickou či monopsonistickou silou. Nižší vyjednávací pozici lze pozorovat pouze u chmelu, který je dodáván z Žatecké oblasti, kde se pěstuje velmi kvalitní chmel chráněný zeměpisným označením původu. *(Hodnocení 2 z 6)*

Odběratelé

Společnost má vybudovanou dostatečně hustou síť distribučních středisek po celé České republice a zřízené dceřiné společnosti v nejvýznamnějších vývozních státech. Na druhou stranu může mít negativní vliv na ziskovou marži trend posilování segmentu off-trade, který je zastupován především obchodními řetězci, které obvykle disponují značnou vyjednávací silou. *(Hodnocení 2 z 6)*

Standardizace produktu

Kvalita produktu je hodnocena velmi pozitivně, což vyplývá také z výše uvedených analýz. Kladné působení nadstandartní kvality výrobků na ziskovou marži je nesporné. Jeden bod je odečten za relativně užší šíři sortimentu oproti hlavním konkurentům. *(Hodnocení 5 z 6)*

Stabilita poptávky

Domácí poptávka a spotřeba piva stagnuje, je tedy relativně stabilní. Zahraniční poptávka naopak roste, což má pozitivní vliv na ziskovou marži. Pozitivně na ziskovou marži působí také rostoucí poptávka po ležácích a dalších dražších druzích piva. Negativní vliv má naopak pokles segmentu on-trade, kde je cena piva obvykle dražší. *(Hodnocení 4 z 6)*

Růst trhu

Analýze růstu trhu byla věnována značná část strategické analýzy. Nasycenost českého trhu může mít negativní vliv na ziskovou marži z důvodu přebytku nabídky. Na druhou stranu exportní možnosti působí na ziskovou marži i z důvodu průměrně vyšších cen piva v zahraničí. *(Hodnocení 3 z 6)*

Velikost tržních bariér

Bariéry vstupu byly vyhodnoceny jako poměrně vysoké z důvodu vysokých kapitálových nákladů a silné loajality spotřebitelů ke své značce. Existence bariér vstupu tedy brání dalším konkurentům, což má pozitivní vliv na udržení ziskové marže. *(Hodnocení 4 z 6)*

Možnosti substituce

Také možnosti substituce již byly v této práci rozebrány. Pivo je specifický alkoholický nápoj bez přímých substitutů. Jeho spotřeba v České republice v posledních letech stagnovala, což může být způsobeno také odklonem spotřebitelů k nealkoholickým nápojům, případně k vínu – nepřímá substituce tedy probíhat může. Vliv stagnace spotřeby má spíše negativní vliv na ziskovou marži. *(Hodnocení 2 z 6)*

Tabulka 40 Faktory intenzity konkurence

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria								Váha x Body
		Negativní				Pozitivní				
		0	1	2	3	4	5	6		
Přímí konkurenti	3					x			12	
Dodavatelé	2			x					4	
Odběratelé	2			x					2	
Standardizace produktu	1						x		5	
Stabilita poptávky	2					x			8	
Růst trhu	2				x				6	
Velikost tržních bariér	1					x			4	
Možnost substituce	1			x					2	
Celkem	14								43	

Maximální počet bodů	84
Dosažený počet bodů	43
Celkové hodnocení	51,2%

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

Hodnocení

Faktory intenzity konkurence značí, že by zisková marže Společnosti měla zůstat relativně stabilní i v příštích letech. Celkové hodnocení 51,2 % lze interpretovat jako průměrné.

Osobní náklady

Dalším významným faktorem ovlivňujícím ziskovost společnosti jsou osobní náklady. Osobní náklady Společnosti v posledních letech rostly zvyšujícím se tempem. K nejvyššímu růstu došlo v roce 2015, kdy navíc slabě poklesl počet zaměstnanců. V tomto roce tak došlo k jednoznačně nejvyššímu zvýšení mezd ve Společnosti. V poměru k tržbám naopak osobní náklady vykazují konstantní pokles, což pozitivně ovlivňuje ziskovou marži.

Tabulka 41 Vývoj osobních nákladů

tis. Kč	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Osobní náklady	265 376	265 668	270 302	277 288	286 224	300 592
Roční změna	-	0,1%	1,7%	2,6%	3,2%	5,0%
Podíl na tržbách	13,1%	12,9%	12,5%	12,3%	12,0%	11,8%
Počet zaměstnanců	626	614	612	632	663	655
Os. N na zaměstnance	424	433	442	439	432	459

Zdroj: vlastní zpracování

Srovnání s konkurenty

Zisková marže konkurenčních společností byla vypočtena stejným způsobem, tj. ze stejné určeného KPVH. Nejvyšší ziskovou marži vykazuje stabilně společnost Pilsner Urquell, která má výsadní postavení na českém trhu. Společnost Pivovar Svijany v roce 2015 dosáhla obdobné ziskové marže jako oceňovaná společnost, další konkurenti dosahují nižší ziskovou marži. Společnost Budějovický Budvar se mezi nejbližšími konkurenty vyznačuje nejstabilnější ziskovou marží.

Tabulka 42 Srovnání ziskové marže s konkurenčními společnostmi

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Budějovický Budvar	21,0%	21,3%	20,8%	20,7%	22,0%	19,7%
Pilsner Urquell	-	38,9%	36,3%	37,6%	35,4%	35,3%
Pivovary Staropramen	36,3%	27,0%	-	30,0%	25,8%	7,1%
Heineken ČR	18,9%	22,2%	16,0%	10,7%	15,7%	15,2%
Pivovar Svijany	29,5%	28,8%	26,7%	24,5%	25,6%	22,1%

Zdroj: vlastní zpracování

Prognóza ziskové marže

Zisková marže bude pro účely ocenění určena nejprve shora s využitím výše uvedených analýz. Poté bude stanovena zisková marže zdola výpočtem z plánovaných tržeb a nákladů.

Prognóza ziskové marže shora naváže na historicky velmi stabilní vývoj. Tomu odpovídá také analýza faktorů intenzity konkurence. Mírný růst ziskové marže naznačuje vývoj osobních nákladů, jejichž podíl na tržbách klesá. Na druhou stranu růst mezd na osobu v posledních letech rostl, což by mohlo pokračovat také v dalších letech, neboť se očekává poměrně značný růst mezd v České republice.⁷³

⁷³ Dle prognózy Ministerstva financí o cca 4 % ročně

Vývoj ziskové marže je shora určen jako mírně rostoucí, konvergující k průměru minulých let. Na konci první fáze se očekává stabilizace ziskové marže Společnosti.

Tabulka 43 Prognóza ziskové marže shora

	2016	2017	2018	2019	2020
Zisková marže	20,0%	20,4%	20,6%	20,7%	20,7%

Zdroj: vlastní zpracování

Výpočet ziskové marže zdola, který vychází z jednotlivých výnosových a nákladových položek udává samozřejmě totožné historické hodnoty. V tabulce níže je uveden tento výpočet a vliv jednotlivých položek na ziskovou marži.

V čase se postupně zvyšoval vliv obchodní marže vlivem zvyšování prodejů zahraničního piva a cideru. Na růst ziskové marže tlačil postupný pokles poměru výkonové spotřeby k tržbám, který značí zvyšování efektivity ve výrobě. Klesal také vliv osobních nákladů, což mělo vliv na nejlepší výsledek přidané hodnoty v roce 2015. Na pokles ziskové marže v roce 2015 měl naopak vliv růst ostatních provozních nákladů a pokles ostatních provozních výnosů.

Tabulka 44 Zisková marže zdola - historie

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby za prodej zboží	2,5%	2,1%	2,7%	2,8%	3,1%	3,2%
Náklady na prodané zboží	2,3%	1,8%	2,2%	2,1%	2,5%	2,6%
Obchodní marže	0,3%	0,3%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%
Výkony	96,8%	98,3%	97,4%	97,8%	97,7%	97,0%
Tržby za prodej vlastních výrobků	97,5%	97,9%	97,3%	97,2%	96,9%	96,8%
ZS zásob vlastní činnosti	-0,7%	0,5%	0,1%	0,5%	0,8%	0,2%
Aktivace	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Výkonová spotřeba	66,5%	69,7%	70,0%	69,8%	67,2%	65,8%
Přidaná hodnota	30,5%	29,0%	27,9%	28,6%	31,2%	31,8%
Osobní náklady	13,1%	12,9%	12,5%	12,3%	12,0%	11,8%
Daně a poplatky	0,4%	0,3%	0,6%	0,2%	0,2%	0,4%
Ostatní provozní výnosy	2,9%	3,2%	4,8%	3,9%	3,5%	2,0%
Ostatní provozní náklady	1,1%	0,8%	0,5%	0,5%	1,0%	2,1%
Výnosové úroky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ostatní finanční výnosy	2,4%	3,1%	1,6%	1,3%	0,5%	0,2%
Ostatní finanční náklady	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zisková marže	21,0%	21,3%	20,8%	20,7%	22,0%	19,7%

Zdroj: vlastní zpracování

Prognóza ziskové marže zdola vychází z plánovaných výnosů a nákladů, které byly naplánovány podle historického vývoje i dle výše uvedených analýz. Výsledná zisková marže by se dle analýzy intenzity konkurence, osobních nákladů historie ziskové

marže měla pohybovat v rozmezí 19,5 % - 22 %. Vyšší či nižší hodnoty by byly považovány za nedosažitelné.

Slabý pokles poměru k tržbám lze očekávat u položky výkonové spotřeby, stejně tak, jako u osobních nákladů. Drobný růst je očekáván u tržeb za prodané zboží, jejichž podíl vzroste na úkor výkonů. Většina ostatních položek nenabízí racionální důvody pro výraznější změny oproti roku 2015. Od roku 2019 budou jednotlivé položky v poměru k tržbám stabilizovány, neboť neexistují důvody pro dlouhodobé trendy, jak ukazuje porovnání s konkurenty a benchmarkem trhu.

Tabulka 45 Prognóza ziskové marže zdola

	2016	2017	2018	2019	2020
Tržby za prodej zboží	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Náklady na prodané zboží	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Obchodní marže	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Výkony	96,9%	96,9%	96,9%	96,9%	96,9%
Tržby za prodej vlastních výrobků	96,7%	96,7%	96,7%	96,7%	96,7%
ZS zásob vlastní činnosti	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Aktivace	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Výkonová spotřeba	65,4%	65,1%	64,9%	64,8%	64,8%
Přidaná hodnota	32,1%	32,4%	32,6%	32,7%	32,7%
Osobní náklady	11,7%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
Daně a poplatky	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Ostatní provozní výnosy	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Ostatní provozní náklady	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Výnosové úroky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ostatní finanční výnosy	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Ostatní finanční náklady	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zisková marže	20,2%	20,6%	20,8%	20,9%	20,9%

Zdroj: vlastní zpracování

Dle prognózy ziskové marže zdola bude zisková marže dosahovat od roku 2019 dále hodnoty cca 21 %, což lze vzhledem k výše provedeným analýzám a prognóze ziskové marže shora považovat za odůvodnitelné. Prognóza ziskové marže zdola bude podkladem pro sestavení finančního plánu.

5.3.3 Investice do pracovního kapitálu

Pro sestavení finančního plánu je dále nutné vytvořit prognózu investic do pracovního kapitálu. Jedná se samozřejmě pouze o pracovní kapitál provozně nutný. Pro prognózu jednotlivých položek pracovního kapitálu bude využita analýza historické doby obratu těchto položek.

Zásoby

Zásoby Společnosti se skládaly z položek uvedených v tabulce. Ostatní položky zásob, které Společnost nevykazovala, budou prognózovány v nulové výši. Tento předpoklad bude použit také u dalších položek pracovního kapitálu.

Tabulka 46 Analýza doby obratu zásob

Doba obratu (dny)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Zásoby	47,02	49,10	43,49	42,09	43,41	42,55
Materiál	28,14	30,51	25,68	24,06	24,36	25,10
Nedokončená výroba	12,81	12,13	11,21	13,01	12,99	12,88
Výrobky	4,14	4,90	5,03	3,82	5,17	4,14
Zboží	1,93	1,56	1,57	1,21	0,89	0,44

Zdroj: vlastní zpracování

Nejvýznamnější položkou zásob byl materiál, jehož doba obratu výrazně poklesla v roce 2012, což přispělo ke snížení doby obratu zásob. V dalších letech byly doby obratu jednotlivých položek relativně stabilní bez jednoznačného trendu, což se odrazí také v prognóze dob obratu položek zásob, která předpokládá slabé snížení doby obratu zásob na cca 42 dní.

Tabulka 47 Prognóza doby obratu zásob

Doba obratu (dny)	2016	2017	2018	2019	2020
Zásoby	42,30	42,05	42,00	41,97	41,95
Materiál	25,00	24,90	24,85	24,82	24,80
Nedokončená výroba	12,80	12,75	12,75	12,75	12,75
Výrobky	4,10	4,00	4,00	4,00	4,00
Zboží	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40

Zdroj: vlastní zpracování

Krátkodobé pohledávky

Doba obratu krátkodobých pohledávek Společnosti je i přes pokles v roce 2015 stále relativně vysoká oproti hlavním konkurentům. Pohledávky z obchodních vztahů tvořily většinu krátkodobých pohledávek a pohyb jejich doby obratu tak měl největší vliv na dobu obratu krátkodobých pohledávek. Historické doby obratu krátkodobých pohledávek jsou uvedeny v tabulce 48.

Tabulka 48 Analýza doby obratu krátkodobých pohledávek

Doba obratu (dny)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Krátkodobé pohledávky	76,58	76,92	79,46	79,65	60,92	59,70
Pohledávky z obchodních vztahů	58,22	60,36	70,37	72,13	55,87	56,05
Pohledávky - ovládající a řídící osoba	1,94	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Stát - daňové pohledávky	4,06	6,78	2,20	4,43	3,50	2,61
Krátkodobé poskytnuté zálohy	1,91	0,53	0,12	1,37	0,27	0,11
Dohadné účty aktivní	3,91	5,35	0,67	0,55	0,65	0,28
Jiné pohledávky	6,55	3,92	6,10	1,16	0,63	0,64

Zdroj: vlastní zpracování

Prognóza očekává slabé snížení doby obratu pohledávek z obchodních vztahů, neboť srovnání této doby obratu s konkurenty ukazuje prostor na zlepšení řízení pohledávek. Na druhou stranu z dostupných informací není jednoznačně identifikovatelný žádný přímý faktor výraznější změny, proto je doba obratu pohledávek z obchodních vztahů snížena na 54 dny. Pohledávky za ovládající a řídící osobou dosahovaly v posledních letech nulové výše, jejich prognóza je rovněž nulová. Doba obratu pohledávek za státem se v posledních letech snižovala, a proto je predikováno další mírné snížení na 2,5 dne. Také doby obratu dalších položek krátkodobých pohledávek se v posledních dvou letech vyznačovaly slabým poklesem, na který reaguje také prognóza, viz následující tabulka.

Tabulka 49 Prognóza doby obratu krátkodobých pohledávek

Doba obratu (dny)	2010	2011	2012	2013	2014
Krátkodobé pohledávky	58,47	57,92	57,60	57,40	57,40
Pohledávky z obchodních vztahů	55,00	54,50	54,20	54,00	54,00
Pohledávky - ovládající a řídící osoba	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Stát - daňové pohledávky	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Krátkodobé poskytnuté zálohy	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Dohadné účty aktivní	0,25	0,22	0,20	0,20	0,20
Jiné pohledávky	0,62	0,60	0,60	0,60	0,60

Zdroj: vlastní zpracování

Krátkodobý finanční majetek

Výše provozně nutného krátkodobého finančního majetku v budoucnu vychází z analýzy likvidity, kdy je za provozně nutnou považována okamžitá likvidita ve výši 15 % krátkodobých závazků. Krátkodobé cenné papíry a podíly byly již výše vymezeny jako provozně nepotřebné, a nebudou tedy součástí prognózy.

Krátkodobé závazky

Vývoj doby obratu krátkodobých závazků vykazoval v posledních letech klesající trend se stabilizací v roce 2015. Na poklesu doby obratu měly největší vliv závazky z obchodního styku a krátkodobé přijaté zálohy. Ostatní položky krátkodobých závazků vykazovaly relativně stabilní vývoj.

Tabulka 50 Analýza doby obratu krátkodobých závazků

Doba obratu (dny)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Krátkodobé závazky	54,35	75,54	66,27	57,04	52,72	51,51
Závazky z obchodního styku	23,46	45,04	32,39	30,81	28,96	28,43
Závazky k zaměstnancům	2,27	2,11	2,21	2,07	2,09	1,95
Závazky ze soc. zabezpečení a zdrav. pojištění	1,28	1,22	1,20	1,18	1,18	1,17
Stát - daňové závazky a dotace	2,38	2,31	2,68	2,47	2,04	2,43
Krátkodobé přijaté zálohy	15,35	14,61	15,07	10,45	6,21	5,65
Dohadné účty pasivní	9,61	10,22	12,72	10,06	12,23	11,78
Jiné závazky	0,01	0,00	0,01	0,00	0,00	0,11

Zdroj: vlastní zpracování

Prognóza doby obratu krátkodobých závazků předpokládá další snížení doby obratu krátkodobých závazků z obchodního styku a krátkodobých přijatých záloh. Doba obratu ostatních položek krátkodobých závazků bude v souladu s historickým vývojem predikována v konstantní výši, viz následující tabulka.

Tabulka 51 Prognóza doby obratu krátkodobých závazků

Doba obratu (dny)	2016	2017	2018	2019	2020
Krátkodobé závazky	50,62	50,07	49,77	49,57	49,57
Závazky z obchodního styku	28,00	27,70	27,50	27,40	27,40
Závazky k zaměstnancům	1,90	1,90	1,90	1,90	1,90
Závazky ze soc. zabezpečení a zdrav. pojištění	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17
Stát - daňové závazky a dotace	2,35	2,30	2,30	2,30	2,30
Krátkodobé přijaté zálohy	5,40	5,20	5,10	5,00	5,00
Dohadné účty pasivní	11,70	11,70	11,70	11,70	11,70
Jiné závazky	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10

Zdroj: vlastní zpracování

Časové rozlišení

V případě této položky se sice jedná o pouhou účetní operaci, je však také složkou pracovního kapitálu, a proto je nutné tyto zdroje do finančního plánu, ať už v podobě časového rozlišení či jiné položky, započítat. Časové rozlišení aktivní představovalo relativně významný podíl na celkových aktivech, proto je také součástí prognózy investic

do pracovního kapitálu. Doba obratu časového rozlišení se v posledních letech poměrně výrazně snižovala.

Tabulka 52 Doba obratu časového rozlišení

Doba obratu (dny)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Časové rozlišení aktivní	40,05	44,14	40,08	32,90	25,69	22,37

Zdroj: vlastní zpracování

V dalších letech je predikováno další snižování doby obratu časového rozlišení aktivního klesajícím tempem.

Tabulka 53 Prognóza doby obratu časového rozlišení aktivního

Doba obratu (dny)	2016	2017	2018	2019	2020
Časové rozlišení aktivní	21,00	20,00	19,40	19,00	19,00

Zdroj: vlastní zpracování

Časové rozlišení pasivní naopak Společnost téměř nevykazovala, a jeho výše v letech finančního plánu bude nulová.

Prognóza pracovního kapitálu

S využitím prognózy tržeb lze nyní přistoupit k prognóze jednotlivých položek provozně nutného pracovního kapitálu. Jeho výše by měla v příštích letech růst v závislosti na zpomalení jeho poklesu v roce 2015 a na rostoucích tržbách.

Tabulka 54 Prognóza položek pracovního kapitálu

	2016	2017	2018	2019	2020
Zásoby	311 961	327 405	342 026	353 591	363 911
Krátkodobé pohledávky	431 214	450 970	469 064	483 586	497 938
KFM	55 998	58 477	60 795	62 643	64 502
Krátkodobé závazky	373 320	389 849	405 300	417 620	430 014
Časové rozlišení aktivní	154 874	155 722	157 983	160 072	164 823
Časové rozlišení pasivní	0	0	0	0	0
Pracovní kapitál	580 726	602 725	624 567	642 272	661 161
Investice do PK	24 936	21 999	21 843	17 705	18 888

Zdroj: vlastní zpracování

Při daném růstu tržeb jde o průměrně 17% koeficient náročnosti tržeb na pracovní kapitál. V období 2010 – 2015 Společnost vykazovala záporný koeficient náročnosti tržeb na pracovní kapitál (provozně nutný), tento stav však není z dlouhodobého hlediska udržitelný.

5.3.4 Investice do dlouhodobého majetku

Prognóza investic do dlouhodobého majetku (opět provozně nutného) je provedena obdobným způsobem jako prognóza investic do pracovního kapitálu. Opět tedy vychází z předpokladu vynaložení určité části tržeb, resp. jejich změny na danou majetkovou položku. Tento přístup je označován jako globální. Jednotlivé položky majetku a jejich náročnost na kapitálové výdaje budou opět prognózovány samostatně.

V následující tabulce je uveden souhrn vývoje investic do jednotlivých skupin dlouhodobého majetku Společnosti včetně koeficientu náročnosti tržeb a podílu investic na tržbách. Zahrnuty jsou také pozemky, které se však neodepisují a jejich prognóza bude stanovena jiným způsobem.

Tabulka 55 Analýza náročnosti investic do DM

DNM	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Dl. nehmotný majetek netto	21 833	16 553	21 762	13 426	22 266	27 983
Netto investice		-5 280	5 209	-8 336	8 840	5 717
Netto investice/tržby		-0,26%	0,24%	-0,37%	0,37%	0,22%
Ø netto investic na tržbách			0,04%			
Netto investice/Δ tržeb		-13,77%	5,40%	-9,24%	6,12%	3,75%
Průměr netto investice/Δ tržeb			-1,55%			
Pozemky a stavby	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Pozemky	152 411	152 411	152 411	150 211	148 273	148 273
Stavby netto	991 217	948 504	1 034 645	1 018 459	964 871	982 489
Netto investice		-42 713	86 141	-16 186	-53 588	17 618
Netto investice/tržby		-2,07%	3,99%	-0,72%	-2,24%	0,69%
Ø netto investic na tržbách			-0,07%			
Netto investice/Δ tržeb		-111,39%	89,35%	-17,95%	-37,07%	11,56%
Průměr netto investice/Δ tržeb			-13,10%			
SMV	2010	2011	2012	2013	2014	2015
SMV a jejich soubory netto	726 380	863 447	848 141	865 791	781 076	690 430
Netto investice		137 067	-15 306	17 650	-84 715	-90 646
Netto investice/tržby		6,65%	-0,71%	0,78%	-3,54%	-3,56%
Ø netto investic na tržbách			-0,08%			
Netto investice/Δ tržeb		357,47%	-15,88%	19,57%	-58,60%	-59,46%
Průměr netto investice/Δ tržeb			48,62%			

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky je patrné, že Společnost v minulých letech prakticky neprováděla rozšiřovací investice, ale pouze investice obnovovací. Výjimkou byl například přelom roků 2012 a 2013, kdy došlo k uvedení do provozu nové stáčírny plechovek za cca

110 mil. Kč⁷⁴. Přestože v rámci jednotlivých položek lze v některých letech vysledovat výraznější změny, celkové netto investice dosahují v poměru k tržbám prakticky nulové výše.

Obecně stagnující trend je však s ohledem na stále rostoucí výstav piva a stále komplikovanější distribuci neudržitelný. Společnost v dalších letech plánuje investice pro rozšíření výrobních a logistických kapacit v rámci Strategie rozvoje podniku pro roky 2015-2020⁷⁵. Dá se tedy očekávat zvýšení netto investic v příštích letech, které plyne i z rozsáhlé modernizace centrálního informačního systému podniku, která bude probíhat do roku 2017.

Investice, které zajistí podmínky pro stále se zvyšující výstav piva a výše naplánované tržby, bude nutné směřovat také do distribučních zařízení. V roce 2016 by měla započít největší investice za posledních 10 let výstavbou nového logistického areálu v Českých Budějovicích.⁷⁶ Nejvyšší investice tak budou prognózovány do staveb.

Na základě minulých trendů, dostupných informací o plánovaných investicích a celkové udržitelnosti vzhledem k prognózovanému růstu výstavu bude vyčíslena prognóza investic do dlouhodobého majetku. Prognóza naopak nebude vyčíslena na základě historického vývoje investic konkurentů Společnosti, neboť se evidentně každá z nich nachází v jiné části investičního cyklu a nelze identifikovat jasné trendy či směrné hodnoty.

V případě pozemků je prognóza stanovena ve stejné hodnotě jako v roce 2015 neboť plánované investice budou probíhat na pozemcích vlastněných oceňovanou společností a rozšiřování mimo České Budějovice se nepředpokládá. Společnost je hrdá na výrobu veškerého piva v Českých Budějovicích a také v marketingové kampani NE odmítá přesun části výroby do jiného místa. Další položky dlouhodobého majetku, které nebyly uvedeny v tabulce 55, tedy jiný dlouhodobý majetek, nedokončený hmotný dlouhodobý majetek a poskytnuté zálohy na hmotný dlouhodobý majetek, představují nevýznamný podíl na dlouhodobém majetku, a jejich prognóza je stanovena ve výši roku 2015. U těchto položek nelze vysledovat jednoznačný trend a jsou často jen účetním problémem.

⁷⁴ <http://www.budejovickybudvar.cz/media/tiskove-zpravy/2014/echt-plech.html>

⁷⁵ Výroční zpráva Společnosti za rok 2015

⁷⁶ <http://www.budejovickybudvar.cz/media/tiskove-zpravy/2016/reditel-oceneni2016.html>

Prognóza investic do nehmotného majetku, staveb a samostatných movitých věcí je s ohledem na výše uvedené provedena v následující tabulce.

Tabulka 56 Prognóza investic do DM

DNM	2016	2017	2018	2019	2020
Dlouhodobý nehmotný majetek netto	38 750	50 118	56 063	62 213	68 546
Netto investice	10 767	11 368	5 945	6 150	6 333
Netto investice/tržby	0,40%	0,40%	0,20%	0,20%	0,20%
Průměrný podíl netto investic na tržbách	0,28%				
Netto investice/Δ tržeb	7,37%	7,58%	4,56%	5,99%	6,94%
Průměr Netto investice/Δ tržeb	6,49%				
Pozemky a stavby	2016	2017	2018	2019	2020
Pozemky	148 273	148 273	148 273	148 273	148 273
Stavby netto	1 014 791	1 048 894	1 078 618	1 109 369	1 141 032
Netto investice	32 302	34 103	29 724	30 751	31 663
Netto investice/tržby	1,20%	1,20%	1,00%	1,00%	1,00%
Průměrný podíl netto investic na tržbách	1,08%				
Netto investice/Δ tržeb	22,12%	22,73%	22,79%	29,94%	34,69%
Průměr Netto investice/Δ tržeb	26,45%				
SMV	2016	2017	2018	2019	2020
Samostatné movité věci a jejich soubory	711 965	734 700	755 507	777 032	799 197
Netto investice	21 535	22 735	20 807	21 525	22 164
Netto investice/tržby	0,80%	0,80%	0,70%	0,70%	0,70%
Průměrný podíl netto investic na tržbách	0,74%				
Netto investice/Δ tržeb	14,74%	15,15%	15,95%	20,96%	24,29%
Průměr Netto investice/Δ tržeb	18,22%				

Zdroj: vlastní zpracování

Pro kontrolu investic do dlouhodobého majetku byl zjištěn průměrný podíl investic brutto k EBITDA konkurenčních společností, které byly využity k ocenění pomocí metody srovnatelných podniků (viz kapitola ocenění). Jejich průměrný podíl CAPEX⁷⁷/EBITDA činil v roce 2015 56,5 %.⁷⁸ Plánované investice oceňované společnosti dosahují v poměru k EBITDA 56,2 % v roce 2016, dále se mírně snižují k 50 %. Výši investic tedy lze považovat za přiměřenou.

5.4 Finanční plán

Vyústěním této kapitoly je sestavení finančního plánu, který tvoří nezbytný podklad pro ocenění. Plán je sestaven na období první fáze, která je stanovena na období od roku 2016 do roku 2020. Sestává se z plánované rozvahy, výsledovky a výkazu cash-flow.

⁷⁷ Capital expenditures

⁷⁸ Dle databáze S&P Capital IQ

Rozvaha – strana aktiv

Plán aktiv navazuje na předcházející analýzy a prognózy. Jednotlivé položky dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku jsou převzaty z prognózy investic do dlouhodobého majetku. Dlouhodobý finanční majetek je ponechán v hodnotě roku 2015 v rozdělení na provozně potřebný a nepotřebný. Položky pracovního kapitálu jsou převzaty z prognózy investic do pracovního kapitálu, v případě krátkodobého finančního majetku je opět provedeno rozdělení na provozně potřebný a nepotřebný. Potřebná hodnota peněžních prostředků je odvozena od obvyklé hodnoty okamžité likvidity. Celkové peněžní prostředky jsou převzaty z výkazu cash-flow.

Tabulka 57 Finanční plán: rozvaha, strana aktiv

AKTIVA	2016	2017	2018	2019	2020
AKTIVA CELKEM	5 908 879	6 171 881	6 454 115	6 746 536	7 047 802
B. DLOUHODOBÝ MAJETEK	1 999 548	2 067 754	2 124 229	2 182 655	2 242 815
B.II Dlouhodobý nehmotný majetek	38 750	50 118	56 063	62 213	68 546
B.II Dlouhodobý hmotný majetek	1 940 820	1 997 659	2 048 189	2 100 465	2 154 293
1. Pozemky - potřebné	148 273	148 273	148 273	148 273	148 273
2. Stavby	1 014 791	1 048 894	1 078 618	1 109 369	1 141 032
3. Samostatné hmotné movité věci	711 965	734 700	755 507	777 032	799 197
Ostatní	65 791	65 791	65 791	65 791	65 791
B.III DI. finanční majetek potř.	17 918	17 918	17 918	17 918	17 918
B.III DI. finanční majetek nepotř.	2 059	2 059	2 059	2 059	2 059
C. OBĚŽNÁ AKTIVA	3 754 458	3 948 405	4 171 903	4 403 809	4 640 164
C.I Zásoby	311 961	327 405	342 026	353 591	363 911
C.III Krátkodobé pohledávky	431 214	450 970	469 064	483 586	497 938
C.IV Krátkodobý finanční majetek	3 011 283	3 170 030	3 360 814	3 566 632	3 778 314
1,2. Peníze a účty - potřebné	55 998	58 477	60 795	62 643	64 502
- nepotřebné	2 053 917	2 210 185	2 398 651	2 602 621	2 812 444
3. Krátk. cenné papíry (nepotř.)	901 368	901 368	901 368	901 368	901 368
D. ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	154 874	155 722	157 983	160 072	164 823

Zdroj: vlastní zpracování

Rozvaha – strana pasiv

Základní kapitál, kapitálové fondy a rezervní fond jsou ponechány v hodnotách z roku 2015. Jejich pohyb je sice pravděpodobný, pro účely ocenění však marginální, přesun v rámci jednotlivých položek vlastního kapitálu není z hlediska ocenění podstatný. Výsledek hospodaření je převzat z plánovaného výkazu zisků a ztrát a výsledek hospodaření minulých let kumuluje jednotlivé zisky. Rezervy a dlouhodobé závazky (tvořené téměř výhradně odloženým daňovým závazkem) jsou opět ponechány

v hodnotách z roku 2015. Krátkodobé závazky jsou převzaty z prognózy investic do pracovního kapitálu.

Společnost dosud nevyužívala bankovních úvěrů, což koresponduje se současnou konzervativní strategií řízení Společnosti. Ocenění Společnosti je však provedeno na bázi tržní hodnoty a nulové úvěry nejsou s touto kategorií hodnoty v souladu. Dá se očekávat, že průměrný investor bude chtít využít efekt finanční páky a zvýšit hodnotu společnosti s ohledem na náklady kapitálu, které jsou u cizího kapitálu obecně nižší.

Teorie optimální kapitálové struktury⁷⁹ vychází z tzv. U-křivky⁸⁰, která zobrazuje průměrné náklady kapitálu při různé míře zadlužení. Průměrné kapitálové náklady se postupně snižují zapojováním dalšího cizího kapitálu až do určité hranice, kde tento efekt eliminují rostoucí náklady finanční tísně spojené s příliš vysokou mírou zadlužení vedoucí až k nesolventnosti.

Výše zadlužení pro první fázi byla odvozena z tržních dat. Evropské společnosti dle statistik prof. Damodarana⁸¹ operující na trhu alkoholických nápojů se vyznačují tržním zadlužením slabě nad 20 %. V případě oceňované Společnosti a 900 mil. Kč zadlužením se tržní zadlužení pohybuje právě nad touto hranicí. Tato výše zadlužení je dosažitelná také z pohledu bank, jakožto poskytovatele tohoto kapitálu, neboť banky obvykle úvěrují společnosti do výše cca 3-4*EBITDA. Zadlužení 900 mil. Kč odpovídá cca dvounásobku EBITDA oceňované společnosti⁸².

Tabulka 58 Finanční plán: rozvaha, strana pasiv

PASIVA	2016	2017	2018	2019	2020
PASIVA CELKEM	5 908 879	6 171 881	6 454 115	6 746 536	7 047 802
A. VLASTNÍ KAPITÁL	4 469 890	4 716 362	4 983 146	5 263 247	5 552 119
A.I Základní kapitál	3 100 000	3 100 000	3 100 000	3 100 000	3 100 000
A.II Kapitálové fondy (ážio)	-3 462	-3 462	-3 462	-3 462	-3 462
A.III.1 Rezervní fond	622 246	622 246	622 246	622 246	622 246
A.IV.1 Nerozdělený zisk minulých let	520 390	751 106	997 578	1 264 362	1 544 463
A.V.1 VH běžného roku	230 716	246 472	266 783	280 101	288 872
B. CIZÍ ZDROJE	1 438 989	1 455 518	1 470 969	1 483 289	1 495 683
B.I Rezervy (dlouhodobé)	39 178	39 178	39 178	39 178	39 178
B.II.6 Dlouhodobé závazky	126 491	126 491	126 491	126 491	126 491

⁷⁹ Optimální kapitálová struktura označuje takový poměr cizího a vlastního kapitálu, při kterém jsou průměrné náklady kapitálu minimální, a tím tržní hodnota společnosti maximální.

⁸⁰ VALACH, Josef. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-71-2. (str. 318)

⁸¹ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

⁸² EBITDA oceňované společnosti v roce 2015 = 496 423 tis. Kč

B.III Krátkodobé závazky	373 320	389 849	405 300	417 620	430 014
B.IV.1 Bankovní úvěry dlouhodobé	900 000	900 000	900 000	900 000	900 000
C. ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	0	0	0	0	0

Zdroj: vlastní zpracování

Výkaz zisků a ztrát

Položky plánované výsledovky jsou odvozeny od prognózy ziskové marže zdola, která je podkladem pro ocenění. Výjimku tvoří odpisy, které jsou odvozeny od jejich historického podílu na dlouhodobém odepisovatelném majetku, který v posledních letech činil stabilně 13,8 %. Dále je proveden výpočet nákladových úroků souvisejících s čerpáním nových úvěrů. Jejich výše je odvozena od výše úvěrů a nákladů cizího kapitálu (viz dále výpočet WACC).

Tabulka 59 Finanční plán: výkaz zisků a ztrát

	2016	2017	2018	2019	2020
Tržby za prodej zboží	88 831	93 783	98 088	101 477	104 489
Náklady na prodané zboží	72 680	76 732	80 254	83 027	85 491
Obchodní marže	16 151	17 052	17 834	18 450	18 998
Výkony	2 608 412	2 753 822	2 880 223	2 979 742	3 068 176
Tržby za prodej vlastních výrobků	2 603 028	2 748 138	2 874 278	2 973 592	3 061 843
Změna stavu zásob vlastní činnosti	5 384	5 684	5 945	6 150	6 333
Aktivace	0	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	1 760 476	1 850 091	1 929 066	1 992 645	2 051 783
Přidaná hodnota	864 087	920 783	968 991	1 005 548	1 035 391
Osobní náklady	314 948	329 663	344 794	356 708	367 295
Daně a poplatky	9 502	10 032	10 492	10 855	11 177
Odpisy DHM a DNM	247 643	257 056	264 849	272 912	281 214
Ostatní provozní výnosy	53 837	56 838	59 447	61 501	63 327
Ostatní provozní náklady	53 837	56 838	59 447	61 501	63 327
Provozní VH	308 145	341 084	366 690	383 523	394 703
Výnosové úroky	47	49	52	53	55
Ostatní finanční výnosy	5 384	5 684	5 945	6 150	6 333
Ostatní finanční náklady	538	546	599	615	633
KPVH před daní	296 886	329 220	354 253	370 661	381 460
Nákladové úroky	-12 931	-25 862	-25 862	-25 862	-25 862
Finanční VH	-12 931	-25 862	-25 862	-25 862	-25 862
V úroky z nepotřebného majetku	879	928	971	1 005	1 034
VH za běžnou činnost	284 835	304 287	329 362	345 804	356 632
Daň z příjmů	54 119	57 814	62 579	65 703	67 760
VH po zdanění	230 716	246 472	266 783	280 101	288 872

Zdroj: vlastní zpracování

Výkaz cash-flow

Peněžní toky byly vypočteny nepřímou metodou. Výkaz reflektuje rozdělení na provozně potřebné a provozně nepotřebné toky. Do výkazu nebyly pro zjednodušení počítány výplaty vlastníkům, neboť dosavadní výplaty dividend byly značně nestabilní a také protože tímto není ovlivněno celkové ocenění. Ze silně nadbytečné likvidity je navíc zřejmé, že i přes toto zjednodušení bude Společnost disponovat dostatečnými peněžními prostředky.

Tabulka 60 Finanční plán: výkaz cash-flow

	2016	2017	2018	2019	2020
Stav peněz na začátku období	1 066 633	2 109 915	2 268 662	2 459 446	2 665 264
a) CF z hlavního provozu podniku					
Korigovaný provozní VH	296 886	329 220	354 253	370 661	381 460
Daň připadající na KPVH	56 408	62 552	67 308	70 426	72 477
KPVH po dani	240 478	266 668	286 945	300 236	308 982
Odpisy	247 643	257 056	264 849	272 912	281 214
Změna rezerv	0	0	0	0	0
Změna PK (bez nutných peněz)	-22 829	-19 519	-19 525	-15 857	-17 029
Provozní CF	465 292	504 205	532 269	557 291	573 167
Investice do DM provozně nutného	-312 248	-325 262	-321 324	-331 338	-341 375
CF z provozně nutného majetku	153 044	178 943	210 945	225 952	231 793
b) CF z neprovozního majetku					
Výnosy z finančního majetku	879	928	971	1 005	1 034
Tržby z prodaného DM					
Nákup neprovozního majetku					
CF z nenutného majetku celkem	879	928	971	1 005	1 034
c) Náklady na financování					
Nákladové úroky	-12 931	-25 862	-25 862	-25 862	-25 862
Diference mezi celkovou daní a daní z KPVH	2 290	4 737	4 729	4 723	4 717
Pořízení nových úvěrů	900 000	0	0	0	0
Splátky úvěrů	0	0	0	0	0
CF z finanční činnosti	889 359	-21 124	-21 133	-21 139	-21 145
d) CF celkové					
CF celkové	1 043 282	158 747	190 784	205 818	211 683
Stav peněz na konci roku	2 109 915	2 268 662	2 459 446	2 665 264	2 876 946

Zdroj: vlastní zpracování

6 Ocenění

V předchozích částech této práce byla provedena finanční a strategická analýza, sestavena prognóza generátorů hodnoty a finanční plán společnosti Budějovický Budvar, n.p. Z provedených analýz vyplynulo, že se jedná o zdravou společnost s výnosovým potenciálem, splňující předpoklad going concern. Cílem ocenění je nalezení tržní hodnoty společnosti Budějovický Budvar, n.p. k 31. 12. 2015. Pro ocenění byla zvolena metoda DCF Entity a jako doplňková metoda tržního porovnání.

6.1 Metoda DCF Entity

Pro ocenění byla zvolena metoda DCF Entity v podobě dvoufázového modelu. První fáze trvá od roku 2016 do roku 2020 a její kvantifikace vychází ze sestaveného finančního plánu pro jednotlivé roky. Hodnota druhé fáze je vypočtena na úrovni pokračující hodnoty, pro jejíž výpočet je použit parametrický vzorec. Jak už název podkapitoly napovídá, veškeré peněžní toky jsou na úrovni pro vlastníky i věřitele. Postup při ocenění lze matematicky vyjádřit tímto vzorcem:

$$H_{brutto} = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{PH}{(1+WACC)^T}$$

kde: H_{brutto}hodnota brutto,
 $FCFF_t$volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele v roce t ,
 $WACC$vážené průměrné náklady kapitálu,
 PHpokračující hodnota,

6.1.1 WACC

Pro diskontování budoucích peněžních toků, a tedy pro stanovení hodnoty společnosti brutto dle výše uvedeného vzorce je nutné stanovit výši průměrných vážených nákladů kapitálu ($WACC^{83}$). Výpočet WACC je následující:

$$WACC = n_{CK} * \frac{CK}{K} + n_{VK(z)} * \frac{VK}{K}$$

kde: n_{CK}náklady cizího kapitálu zdaněné
 CKúročený cizí kapitál
 $n_{VK(z)}$náklady vlastního kapitálu zadluženého podniku
 VKvlastní kapitál
 Kcelkový kapitál

⁸³ Weighted average cost of capital

Výše uvedené poměry vlastního a cizího kapitálu k celkovému kapitálu je při tržním ocenění nutné určit nikoli v účetní ale tržní hodnotě. Tržní hodnota vlastního kapitálu se rovná výsledné hodnotě společnosti. Proto je zapotřebí provést iterativní výpočet, při kterém se vychází z účetní hodnoty vlastního kapitálu, provede se ocenění a výsledná hodnota vlastního kapitálu je opět dosazována do původního výpočtu. Tím je postupně získán tržní podíl vlastního kapitálu k celkovému kapitálu. Za cizí kapitál jsou v případě oceňované společnosti považovány bankovní úvěry, které byly odhadnuty v rámci sestavení finančního plánu.

Náklady cizího kapitálu

Náklady cizího kapitálu lze určit dvěma způsoby. Prvním způsobem je stanovení nákladů cizího kapitálu ze skutečné výše placených úroků z načerpaných úvěrů společnosti, druhým způsobem je stanovení za pomoci tržních dat. Vzhledem k tomu, že Společnost dosud úvěry nečerpá a úroky tedy neplatí, budou náklady cizího kapitálu stanoveny na bázi tržních dat s využitím modelu rizikové premie dle následujícího vzorce:

$$n_{CK} = (r_f + RP_{CK}) * (1 - d)$$

kde: r_fbezriziková úroková sazba v ČR
 RP_{CK}riziková premie cizího kapitálu
 ddaňová sazba

Bezriziková úroková sazba byla pro výpočet nákladů cizího i vlastního kapitálu zvolena na úrovni průměrné sazby 20letých amerických dluhopisů v roce 2015⁸⁴. Údajů z amerického trhu bylo využito vzhledem ke způsobu stanovení rizikové premie trhu (viz dále), pro níž na českém trhu není dostatek relevantních dat. Riziková premie cizího kapitálu je stanovena v závislosti na syntetickém úvěrovém ratingu oceňované společnosti za pomoci ukazatele úrokového krytí. Úrokové krytí je vypočteno se zohledněním nákladových úroků z úvěrů čerpaných v budoucnu. Rizikové premie pro jednotlivé stupně ratingu jsou převzaty z databáze prof. Damodarana⁸⁵ k datu ocenění.

⁸⁴<https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=longtermrateYear&year=2015>

⁸⁵ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Tabulka 61: Stupnice rizikových přírážek cizího kapitálu dle ratingu úvěrového krytí

Úrokové krytí			
Větší než	≤ do	Rating	Riziková přírážka CK
-100000	0,5	D2/D	20,00%
0,5	0,8	C2/C	16,00%
0,8	1,25	Ca2/CC	12,00%
1,25	1,5	Caa/CCC	9,00%
1,5	2	B3/B-	7,50%
2	2,5	B2/B	6,50%
2,5	3	B1/B+	5,50%
3	3,5	Ba2/BB	4,25%
3,5	4	Ba1/BB+	3,25%
4	4,5	Baa2/BBB	2,25%
4,5	6	A3/A-	1,75%
6	7,5	A2/A	1,25%
7,5	9,5	A1/A+	1,10%
9,5	12,5	Aa2/AA	1,00%
12,5	100000	Aaa/AAA	0,75%

Zdroj: databáze prof. Damodarana

Výše úrokového krytí je stanovena pomocí EBIT oceňované společnosti a nákladových úroků viz následující tabulka.

Tabulka 62: Výpočet rizikové přírážky cizího kapitálu

	EBIT	Nákladové úroky	Úrokové krytí	Rating	Riziková přírážka CK
Výpočet rizikové přírážky CK	254 130	25 862	10	Aa2/AA	1,00%

Zdroj: Vlastní zpracování

Dále je proveden výpočet nákladů cizího kapitálu dle výše uvedeného vzorce s využitím stanovené rizikové přírážky cizího kapitálu pro oceňovanou společnost. Daňová sazba je pro celé ocenění předpokládána v konstantní výši 19 %.

Tabulka 63: Výpočet nákladů cizího kapitálu

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2. fáze
Bezriziková úroková sazba	2,55%	2,55%	2,55%	2,55%	2,55%	2,55%	2,55%
Riziková přírážka CK	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Daňová sazba	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Náklady CK	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%

Zdroj: Vlastní zpracování

Náklady vlastního kapitálu

Náklady vlastního kapitálu budou stanoveny s využitím modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM) za využití údajů z amerického trhu, které budou na podmínky českého trhu převedeny za pomoci rizikové premie země.

$$n_{VK} = r_f + \beta_{zadl.} * RP_M + RP_Z + RP_S$$

kde: *nvk*.....náklady vlastního kapitálu
rf.....bezriziková úroková sazba
β_{zadl.}.....beta koeficient přepočtený na zadlužení společnosti
RPM.....riziková prémie trhu v USA
RPZ.....riziková prémie země (ČR)
RPL.....prémie za specifická rizika

Bezriziková úroková sazba je zvolena stejně jako u výpočtu nákladů cizího kapitálu, tedy jako průměr výnosu amerických 20letých dluhopisů v roce 2015. Koeficient beta je stanoven metodou analogie, neboť nelze určit beta Společnosti či jejích konkurentů. Ze statistik prof. Damodarana je převzata beta odvětví alkoholických nápojů v USA (je nutné zachovat symetrii ve výpočtu nákladů vlastního kapitálu) ve výši 0,96⁸⁶. Jedná se přitom o betu nezadluženou. Pro převod nezadlužené bety na betu zohledňující zadlužení konkrétní společnosti je použit přepočet dle následujícího vzorce:

$$\beta_{zadl.} = \beta_{nezadl.} \times (1 + (1 - d) \times \frac{CK}{VK})$$

kde: *β_{nezadl.}*.....beta koeficient nezadlužené společnosti
CK/VK.....poměr dluhu a vlastního kapitálu společnosti (v tržních hodnotách)
d.....daňová sazba

Tabulka 64: Výpočet zadluženého koeficientu beta oceňované společnosti

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2. fáze
<i>β</i> nezadlužená	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96
Debt/equity	0,00%	36,72%	34,93%	33,56%	32,35%	31,17%	31,17%
<i>β</i> zadlužená	0,96	1,25	1,23	1,22	1,21	1,20	1,20

Zdroj: Vlastní zpracování

Pro stanovení rizikové prémie trhu byla rovněž využita databáze prof. Damodarana. Tato riziková prémie také vychází z dat kapitálového trhu v USA za období 1928 – 2015. Ve výpočtu nákladů cizího kapitálu je dále použita riziková prémie země ze stejného zdroje. Nakonec je aplikována přírážka za specifická rizika ve výši 2 %, jež reflektuje neobchodovanosti vlastnických podílů oceňované společnosti a specifika oceňované společnosti, která byla popsána v rámci kapitoly č. 2. Jedná se především o stále trvající známkoprávní spory.

Výpočet nákladů vlastního kapitálu dle výše uvedeného vzorce je uveden v následující tabulce.

⁸⁶ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Tabulka 65: Výpočet nákladů vlastního kapitálu

CAPM	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2. fáze
Bezriziková úroková sazba	2,55%	2,55%	2,55%	2,55%	2,55%	2,55%	2,55%
β zadlužená	0,96	1,25	1,23	1,22	1,21	1,20	1,20
Riziková prémie kap. trhu	4,54%	4,54%	4,54%	4,54%	4,54%	4,54%	4,54%
Přirážka za specifická rizika	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Riziková prémie země	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%
Nvk	10,0%	11,3%	11,2%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%

Zdroj: Vlastní zpracování

S využitím výše uvedených hodnot nákladů vlastního a cizího kapitálu lze přistoupit k výpočtu vážených nákladů kapitálu oceňované společnosti. V následující tabulce je proveden výpočet WACC v jednotlivých letech s již sladěnou kapitálovou strukturou na tržní hodnoty za použití iterativního výpočtu.

Tabulka 66: Propočet diskontní míry na úrovni WACC

	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.12.2020
Podíl CK	0,00%	26,86%	25,89%	25,13%	24,44%	23,77%
Podíl VK	100,00%	73,14%	74,11%	74,87%	75,56%	76,23%
Podíl CK/VK	0,00%	36,72%	34,93%	33,56%	32,35%	31,17%
Náklady CK po dani	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%	2,87%
Náklady VK (zadluž.)	9,96%	11,25%	11,19%	11,14%	11,10%	11,06%
WACC	9,96%	9,00%	9,04%	9,06%	9,09%	9,11%

Zdroj: Vlastní zpracování

6.1.2 Určení peněžních toků a ocenění společnosti metodou DCF entity

Výše stanovenou diskontní mírou budou diskontovány očekávané peněžní toky, v rámci dané metody označované jako FCFF⁸⁷. Plán peněžních toků v jednotlivých letech je převzat z prognózy generátorů hodnoty a finančního plánu.

Tabulka 67: Výpočet FCFF

Tis. Kč	2016	2017	2018	2019	2020
KPVH	296 886	329 220	354 253	370 661	381 460
KPVH po dani	240 478	266 668	286 945	300 236	308 982
Investice brutto do DM	-312 248	-325 262	-321 324	-331 338	-341 375
Nepeněžní operace	247 643	257 056	264 849	272 912	281 214
Investice do PK	-24 936	-21 999	-21 843	-17 705	-18 888
FCFF	150 938	176 463	208 627	224 104	229 934

Zdroj: Vlastní zpracování

Diskontováním těchto peněžních toků bude stanovena hodnota první fáze. Pokračující hodnota bude stanovena s využitím parametrického vzorce.

⁸⁷ Free Cash Flow to Firm

$$PH = \frac{KPVH_{T+1} * \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{WACC - g}$$

kde: PHpokračující hodnota,
 $KPVH_{T+1}$korigovaný provozní výsledek hospodaření v prvním roce 2. fáze
 gtempo růstu ve 2. fázi
 r_Irentabilita investic

Prvním parametrem, který již byl určen je tempo růstu ve druhé fázi, které bylo stanoveno na 3 %.

Pro stanovení dalších parametrů je nutné provést analýzu rentability investovaného kapitálu (provozně nutného) a rentabilitu investic. Pro dlouhodobé fungování společnosti je totiž nutné, aby tyto veličiny převyšovaly náklady kapitálu, neboť v opačném případě by společnost dle přístupu EVA tzv. ničila hodnotu. Na druhou stranu se očekává, že v dlouhém období společnost přijde o určitou část svých konkurenčních výhod a nebude tak schopna realizovat výrazně vyšší marži než konkurenti, což povede ke snižování rentability investic směrem k nákladům kapitálu. Pro oceňovanou společnost tak bude charakteristické přibližování rentability investic k nákladům kapitálu. Na základě závěrů strategické analýzy lze však očekávat zachování některých konkurenčních výhod Společnosti, a proto bude očekávaná rentabilita investic ve druhé fázi slabě převyšovat náklady kapitálu.

Tabulka 68 Analýza rentability investovaného kapitálu

Parametry	2016	2017	2018	2019	2020
IK (tis. Kč)	2 578 215	2 668 420	2 746 737	2 822 868	2 901 917
Změna IK (tis. Kč)	79 437	90 205	78 318	76 131	79 048
KPVH po dani (Tisk. Kč)	210 211	240 478	266 668	286 945	300 236
Míra investic	33,0%	33,8%	27,3%	25,4%	25,6%
Rentabilita investic	38,1%	29,0%	25,9%	17,5%	11,1%
Rentabilita kapitálu	9,6%	10,3%	10,8%	10,9%	10,9%

Zdroj: Vlastní zpracování

Rentabilita investic postupně konverguje k WACC, což je dáno klesajícím tempem růstu ziskové marže. Rentabilita investovaného kapitálu se na konci první fáze pohybuje těsně pod 11 %. Dopočtená míra investic v závěru první fáze dosahuje slabě nad 25 %. Ve druhé fázi se již předpokládá stabilní zisková marže. KPVH (zdaněné) v prvním roce 2. fáze lze tedy určit jako:

$$KPVH_{T+1} = KPVH_T * (1+g) = 308\,982 * (1+0,03) = 318\,252.$$

Investice netto v prvním roce druhé fáze budou tedy:

$$Investice\ netto = IK * g = 2\,901\,917 * 0,03 = 87\,058.$$

Míra investic bude dle následujícího vzorce:

$$M_I = Investice\ netto / KPVH_{T+1} = 87\,058 / 318\,252 = 27,35\ %.$$

Taková výše míry investic odpovídá míře investic v první fázi, zvolené tempo růstu ve druhé fázi tak lze považovat za dosažitelné. Rentabilita investic bude tedy:

$$r_I = g / M_I = 0,03 / 0,2735 = 10,97\ %$$

Výše rentability investic odpovídá požadavku na mírně vyšší hodnotu než vypočtené náklady kapitálu. Nyní lze přistoupit k výpočtu pokračující hodnoty parametrickým vzorcem.

Tabulka 69 Výpočet pokračující hodnoty

Parametry	PH
KPVH (tis. Kč)	318 252
Tempo růstu	3,00%
Rentabilita investic	10,97%
Diskontní míra	9,11%
Pokračující hodnota (tis. Kč)	3 783 274

Zdroj: Vlastní zpracování

Diskontováním pokračující hodnoty a peněžních toků v první fázi tak dostaneme hodnotu Společnosti brutto. Vzhledem k nulovému zadlužení ke dni ocenění je totožná s hodnotou netto. Přičtením neprovozního majetku získáme výslednou hodnotu Společnosti ke dni ocenění.

Tabulka 70 Výsledné ocenění metodou DCF Entity

Tis. Kč	2016	2017	2018	2019	2020	2. fáze
FCFF	150 938	176 463	208 627	224 104	229 934	
Hodnota brutto k 1.1.	3 182 600	3 348 521	3 473 466	3 578 687	3 678 906	3 783 274
CK k 1.1.	0	900 000	900 000	900 000	900 000	900 000
Hodnota netto k 1.1.	3 182 600	2 448 521	2 573 466	2 678 687	2 778 906	2 883 274
Neprovozní majetek			1 916 168			
Hodnota Společnosti			5 098 768			

Zdroj: Vlastní zpracování

Výsledná hodnota Společnosti netto stanovená pomocí metody DCF Entity tak činí **5 099 mil. Kč**.

6.2 Metoda tržního porovnání

Jako podpůrná metoda pro ocenění byla zvolena metoda tržního porovnání. Její aplikace by měla ověřit správnost zvolených předpokladů při ocenění metodou DCF Entity. Tato metoda přímo odráží tržní realitu, neboť pracuje přímo s tržními daty, a tím je vhodným doplňkem při stanovení tržní hodnoty Společnosti.

Metoda tržního porovnání existuje ve více variantách, vycházejících z tržních cen akcií společností obchodovaných na veřejném trhu či reálných cen prodejů částí či celých podniků mimo veřejné trhy. Z důvodu dostupnosti byla pro ocenění použita metoda srovnatelných podniků, která vychází z cen akcií obdobných podniků obchodovaných na burze.

6.2.1 Ocenění metodou srovnatelných podniků

Pro stanovení hodnoty Společnosti byly zvoleny tři nejpoužívanější násobitele, jimž byla přiřazena určitá váha při výsledném ocenění. Těmito násobiteli jsou EV/EBITDA, EV/tržby a EV/EBIT. Ty vyjadřují poměr hodnoty společnosti brutto (enterprise value) k jednotlivým vztahovým veličinám. Prvnímu násobiteli je přiřazena váha 50 %, neboť se jedná o v praxi nejpoužívanější násobitel, který je vhodný i k mezinárodnímu srovnávání, jelikož není ovlivněn například odpisovou politikou ani rozdílným zdaněním v jednotlivých státech. Dalším dvěma multiplikátorům je každému přiřazena váha 25 %.

Výpočet hodnoty společnosti dle jednotlivých multiplikátorů je proveden podle následujícího vzorce:

$$H_{netto} = EBITDA_{BB} \times \left(\frac{EV}{vztahová\ veličina} \right)_{SP} - CK_{BB}$$

kde: EV.....enterprise value
SP.....srovnatelný podnik
BB.....Budějovický Budvar

Srovnatelné společnosti byly vybrány pomocí vyhledávání v databázi S&P Capital IQ. Hlavním kritériem byl totožný hlavní obor podnikání (výroba piva). Dále byly vyloučeny společnosti operující například v Africe či Jižní Americe a také společnosti s evidentně nesrovnatelnými hodnotami násobitelů. Výsledný výběr srovnatelných společností a hodnoty jejich násobitelů k 31. 12. 2015 je uveden v následující tabulce

Tabulka 71 Násobitele srovnatelných společností

Konkurenční společnosti	EV/EBITDA	EV/ITR	EV/EBIT
Olvy oyj	9,94	1,65	14,27
Asahi Group Holdings, Ltd.	9,77	1,16	14,54
Park & Bellheimer AG	9,60	0,58	-
Heineken Holding N.V.	8,78	1,96	12,81
Kirin Holdings Company, Limited	8,20	1,08	16,68
Türk Tuborg Bira ve Malt Sanayii A.S.	7,96	2,79	10,16
BHB Brauholding Bayern-Mitte AG	7,87	0,55	38,57

Zdroj: S&P Capital IQ

Z výběru byla odstraněna extrémní hodnota násobitele EV/EBIT společnosti BHB Brauholding Bayern-Mitte AG, která je oproti ostatním značně nesrovnatelná.

Dále je nutné zohlednit specifická rizika oceňované společnosti, která byla stanovena ve výši 2 %. Aplikace této přírážky do jednotlivých multiplikátorů je provedena dle tohoto vzorce:

$$\text{Úprava} = \frac{\text{Přirážka} * \frac{VK}{K}}{WACC - g}$$

Úprava multiplikátorů vypočtená tímto vzorcem činí -28,8 %. Aplikací jednotlivých multiplikátorů dostaneme výslednou hodnotu, která je však vyčíslena pomocí ceny jednotlivých akcií a nezohledňuje tedy prémii za kontrolu. Proto je nutné prémii za kontrolu na výslednou hodnotu aplikovat. Její výše byla odhadnuta ve výši 15 %.

Hodnota Společnosti stanovená metodou srovnatelných podniků bude určena v rozpětí ohraničeném výší 1. a 3. decilu jednotlivých upravených multiplikátorů. Výpočet hodnoty Společnosti při použití výše uvedených vah pro jednotlivé multiplikátory zobrazuje následující tabulka. Hodnota brutto je uvedena bez započtení neprovozního majetku.

Tabulka 72 Ocenění metodou srovnatelných podniků

Tis. Kč	EV/EBITDA ⁸⁸	EV/Tržby ⁸⁹	EV/EBIT ⁹⁰	Hodnota brutto
První decil (tis. Kč)	6,6	0,7	10,5	2 742 896
Třetí decil (tis. Kč)	7,9	1,5	13,2	3 751 351

Zdroj: Vlastní zpracování

Pomocí metody tržního porovnání byla stanovena provozní hodnota společnosti (bez neprovozního majetku) Budějovický Budvar, n.p. k datu 31. 12. 2015 v rozpětí **od 2 743 mil. Kč do 3 751 mil. Kč.**

⁸⁸ EBITDA Společnosti v roce 2015 = 496 423 tis. Kč

⁸⁹ Tržby Společnosti v roce 2015 = 2 545 803 tis. Kč

⁹⁰ EBIT Společnosti v roce 2015 = 254 130 tis. Kč

6.3 Shrnutí ocenění

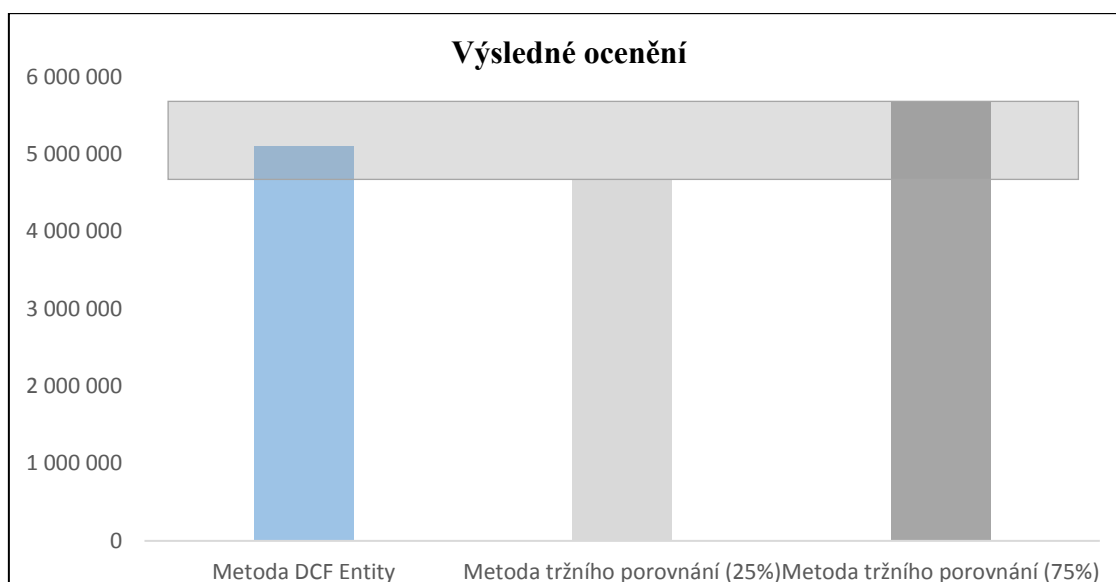
Předmětem ocenění bylo stanovení tržní hodnoty 100% podílu společnosti Budějovický Budvar, n.p. k datu 31. 12. 2015. Pro ocenění byla jako primární zvolena metoda DCF Entity. Jako doplňková a ověřovací byla zvolena metoda tržního porovnání, konkrétně metoda srovnatelných podniků. Hodnoty stanovené pomocí těchto metod shrnuje následující tabulka a graf s vyznačeným rozpětím hodnoty podle metody tržního porovnání:

Tabulka 73 Souhrn ocenění

Tis. Kč	Hodnota netto	Neprovozní majetek	Výsledné ocenění
Metoda DCF Entity	3 182 600	1 916 168	5 098 768
Metoda tržního porovnání (25%)	2 742 896	1 916 168	4 659 065
Metoda tržního porovnání (75%)	3 751 351	1 916 168	5 667 519

Zdroj: Vlastní zpracování

Graf 15 Souhrn ocenění



Zdroj: Vlastní zpracování

Z uvedených výsledků vyplývá, že jednotlivé metody poskytují podobnou hodnotu, což koresponduje s tím, že obě metody jsou založeny na tržních datech. Výsledná hodnota je stanovena pomocí primárně zvolené metody DCF Entity. Metoda tržního porovnání vychází z informací o společnostech, které mohou být do určité míry odlišné, proto je v ocenění považována za doplňkovou.

Výsledná hodnota 100% podílu společnosti Budějovický Budvar, n.p. k datu 31. 12. 2015 byla stanovena ve výši 5 099 mil. Kč.

Závěr

Předmětem této diplomové práce bylo stanovení hodnoty 100% podílu ve společnosti Budějovický Budvar, n.p. k 31. 12. 2015 pro účely privatizace. Ocenění bylo provedeno s využitím primární metody diskontovaných peněžních toků a sekundární metody tržního porovnání. V rámci ucelených bloků byly provedeny finanční a strategická analýza, analýza a prognóza generátorů hodnoty spolu se sestavením finančního plánu a nakonec ocenění.

V úvodu práce byla charakterizována některá specifika společnosti, která byla dále do ocenění promítnuta. Výsledky finanční a strategické analýzy ukázaly na relativně zdravé hospodaření společnosti a potvrdily předpoklad going concern. V rámci finanční analýzy bylo identifikováno poměrně konzervativní finanční řízení společnosti. Strategická analýza ukázala na slabě nadprůměrný konkurenční potenciál oceňované společnosti, která byla v minulosti schopna navyšovat tržní podíl. Slabý růst tržního podílu je dle provedených analýz očekáván i v dalších letech.

Hlavní růstové příležitosti relevantního trhu i oceňované společnosti jsou spatřovány na zahraničních trzích, na kterých české pivovary stále zvyšují svůj export. Český trh je naopak již nasycen a dle dostupných informací neexistují fundamenty pro jeho výraznější rozvoj v dalších letech.

Následně byl pro účely ocenění sestaven finanční plán, jenž vycházel z předcházejících analýz a prognózy generátorů hodnoty.

Pro ocenění byly na základě provedených analýz zvoleny metoda DCF a metoda tržního porovnání. Metoda DCF byla provedena v podobě DCF Entity, metoda tržního porovnání v podobě metody srovnatelných podniků. Při vyčíslení hodnoty terminálové hodnoty pro účely metody DCF bylo využito parametrického vzorce. Obě užití metody měly za cíl nalezení tržní hodnoty oceňované společnosti, a jejich použití je tedy založeno na tržních datech. Z tohoto důvodu byly pro účely ocenění hojně využívány například databáze S&P Capital IQ či MagnusWeb.

Výsledná hodnota oceňované společnosti byla stanovena metodou DCF ve výši 5 099 mil. Kč. Její výše byla ověřena za pomoci sekundární metody srovnatelných podniků, která poskytla interval odpovídající této hodnotě.

Seznam použité literatury a pramenů

Knižní publikace:

DAMODARAN, A. *The dark side of valuation : valuing old tech, new tech, and new economy companies*. London: Financial Times, 2001. ISBN 0-13-040652-X.

DAMODARAN, A. *Corporate finance: theory and practice*. New York: John Wiley, 2001. ISBN 0-471-28332-0.

MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Ekopress, 2009, 634 s. ISBN 978-80-86929-49-1.

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

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-80-4.

VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-71-2.

Databáze:

Amadeus. [online databáze] Bureau van Dijk. Copyright © 2017 [cit. 27.08.2017]
Dostupné z: <https://amadeus.bvdinfo.com/version-2017630/home.serv?product=amadeusneo>

MagnussWeb. [online databáze] Bisnode. Copyright © 2017 [cit. 27.08.2017] Dostupné z: <https://magnusweb.bisnode.cz/>

Passport. [online databáze] Euromonitor. Copyright © 2017 [cit. 27.08.2017] Dostupné z: <http://go.euromonitor.com/passport.html>

Capital IQ. [online databáze] S&P. Copyright © 2017 [cit. 27.08.2017] Dostupné z: <https://www.capitaliq.com>

Internetové zdroje:

Budějovický Budvar - Budějovický Budvar, n. p.. [online]. Copyright © 2016 Budějovický Budvar, n.p. [cit. 27.08.2017]. Dostupné z: <http://www.budejovickybudvar.cz/o-spolecnosti/budejovicky-budvar.html#znamkopravni-spory>

Budějovický Budvar uvádí na trh ležák Pardál Echt v plechovkách - Budějovický Budvar, n. p.. [online]. Copyright © 2016 Budějovický Budvar, n.p. [cit. 27.08.2017]. Dostupné z: <http://www.budejovickybudvar.cz/media/tiskove-zpravy/2014/echt-plech.html>

Ceník. *Prodej Piva Hradec Kralové* [online]. Dostupné z: <http://www.prodejpiva.cz/#pivos>

Damodaran Online: Home Page for Aswath Damodaran. [online]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Ekonomické přínosy pivovarnictví. České pivo. *O ČSPS. České pivo* [online]. Copyright © 2017 Český svaz pivovarů a sladoven, [cit. 27.08.2017]. Dostupné z: <http://ceske-pivo.cz/tz/ekonomicke-prinosy-pivovarnictvi>

Fakta a zajímavosti. České pivo. *O ČSPS. České pivo* [online]. Copyright © 2017 Český svaz pivovarů a sladoven, [cit. 27.08.2017]. Dostupné z: <http://ceske-pivo.cz/fakta-a-zajimavosti>

HEINEKEN Česká republika. *HEINEKEN Česká republika* [online]. Dostupné z: <http://www.heinekenceskarepublika.cz/starobno>

Historie českého pivovarnictví. České pivo. *O ČSPS. České pivo* [online]. Copyright © 2017 Český svaz pivovarů a sladoven, [cit. 27.08.2017]. Dostupné z: <http://ceske-pivo.cz/tz/historie-ceskeho-pivovarnictvi>

Historie známkoprávních sporů Budějovického Budvaru. Pivovary.Info [online]. 2017 [cit.2017-08-27]. Dostupné z: <http://www.pivovary.info/prehled/budvar/budweiserbier1.htm>

Jiří Boček, ředitel pivovaru Budějovický Budvar, získal Výroční cenu České a moravské pivovarnické akademie za rok 2015 - Budějovický Budvar, n. p.. [online]. Copyright © 2016 Budějovický Budvar, n.p. [cit. 27.08.2017]. Dostupné z: <http://www.budejovickybudvar.cz/media/tiskove-zpravy/2016/reditel-oceneni2016.html>

Náš příběh. Prazdroj. *Úvod. Prazdroj* [online]. Copyright © 2017 Plzeňský Prazdroj, a.s. [cit. 27.08.2017]. Dostupné z: <https://www.prazdroj.cz/nas-pribeh>

Přehled českých pivovarů. *České pivo - České zlato* [online]. Dostupné z: <http://ceskepivo-ceskezlato.cz/vyber-pivovaru-cr-s5>

Pivovary Staropramen s.r.o. - O společnosti - O společnosti. [online]. Dostupné z: <http://www.pivovary-staropramen.cz/cs/o-nas/o-spolecnosti/>

Reklamní kampaň „NE z nás dělá to, čím jsme“ získala stříbrnou cenu EFFIE 2013 - Budějovický Budvar, n. p.. [online]. Copyright © 2016 Budějovický Budvar, n.p. [cit. 27.08.2017]. Dostupné z: <http://www.budejovickybudvar.cz/media/tiskove-zpravy/2013/vitezna-kampan.html>

Resource Center . [online]. U.S. Department of the treasury [cit. 27.08.2017]. Dostupné z: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=longtermrateYear&year=2015>

Současnost. *Svijany pivovar - oficiální stránky PIVOVARU SVIJANY, a.s.* [online]. Copyright © 2016 PIVOVAR SVIJANY, a.s. [cit. 27.08.2017]. Dostupné z: <https://www.pivovarsvijany.cz/pivovar-soucasnost/>

Spotřeba potravin – 2015. ČSÚ. *Český statistický úřad. ČSÚ* [online]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/spotreba-potravin-2015>

Vnímání značky Budweiser Budvar (výsledky průzkumu) | Vyplňto.cz - řešení pro online průzkumy. *Vytvořit dotazník | Vyplňto.cz - řešení pro online průzkumy* [online]. Copyright © [cit. 27.08.2017]. Dostupné z: <https://www.vyplnto.cz/realizovane-pruzkumy/vnimani-znacky-budweiser-budvar/>, průzkum mezi 456 respondenty z roku 2014

Značky. Prazdroj. *Úvod. Prazdroj* [online]. Copyright © 2017 Plzeňský Prazdroj, a.s. [cit. 27.08.2017]. Dostupné z: <https://www.prazdroj.cz/znacky>

Další informační zdroje a předpisy:

Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, v platném znění

International Valuation Standards 2017

Seznam tabulek

Tabulka 1: Vybrané položky aktiv oceňované společnosti	17
Tabulka 2: Vybrané položky pasiv oceňované společnosti.....	17
Tabulka 3: Horizontální analýza vybraných položek aktiv oceňované společnosti.....	18
Tabulka 4: Horizontální analýza vybraných položek pasiv oceňované společnosti	19
Tabulka 5: Hlavní položky výkazu zisků a ztrát oceňované společnosti	22
Tabulka 6: Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát oceňované společnosti.....	22
Tabulka 7: Rozdělení tržeb oceňované společnosti.....	23
Tabulka 8: Vývoj jednotlivých skupin tržeb oceňované společnosti	23
Tabulka 9: Vývoj provozních nákladů oceňované společnosti	24
Tabulka 10: Vývoj rentability oceňované společnosti	27
Tabulka 11: Prostorové srovnání rentability tržeb	29
Tabulka 12: Vývoj likvidity oceňované společnosti	30
Tabulka 13: Prostorové srovnání likvidity	31
Tabulka 14 Vývoj aktivity oceňované společnosti.....	32
Tabulka 15 Prostorové srovnání ukazatelů aktivity	33
Tabulka 16 Ukazatelé zadluženosti oceňované společnosti	34
Tabulka 17: Dodržování zlatého pravidla financování oceňované společnosti	36
Tabulka 18: Altmanův model pro oceňovanou společnost	37
Tabulka 19 Zahraniční tržby společnosti Budějovický Budvar, n.p.	40
Tabulka 20 Zastoupení zahraničních prodejců.....	40
Tabulka 21 Relevantní trh v tuzemsku v naturálním vyjádření (tis. hl) a jeho meziroční vývoj	47
Tabulka 22 Relevantní trh v peněžním vyjádření.....	48
Tabulka 23 Relevantní trh v tuzemsku v peněžním vyjádření	48
Tabulka 24 Relevantní trh v zahraničí v naturálním vyjádření (tis. hl) a jeho meziroční vývoj	49
Tabulka 25 Relevantní zahraniční trh v peněžním vyjádření	49
Tabulka 26 Analýza atraktivity trhu	52
Tabulka 27 Vybrané makroekonomické a demografické veličiny a jejich prognóza	54
Tabulka 28 Vývoj ceny piva v České republice	55
Tabulka 29 Prognóza tuzemského trhu	56
Tabulka 30 Prognóza zahraničního trhu	57

Tabulka 31 Prognóza tržeb relevantního trhu.....	57
Tabulka 32 Analýza konkurenční pozice	63
Tabulka 33 SWOT analýza	64
Tabulka 34 Prognóza tržního podílu oceňované společnosti	64
Tabulka 35 Výsledná prognóza tržeb oceňované společnosti	65
Tabulka 36 Provozně nepotřebný majetek	68
Tabulka 37 Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření	68
Tabulka 38 Generátor hodnoty: Tržby	69
Tabulka 39 Generátor hodnoty: Zisková marže	69
Tabulka 40 Faktory intenzity konkurence	72
Tabulka 41 Vývoj osobních nákladů	73
Tabulka 42 Srovnání ziskové marže s konkurenčními společnostmi.....	73
Tabulka 43 Prognóza ziskové marže shora	74
Tabulka 44 Zisková marže zdola - historie	74
Tabulka 45 Prognóza ziskové marže zdola	75
Tabulka 46 Analýza doby obratu zásob	76
Tabulka 47 Prognóza doby obratu zásob.....	76
Tabulka 48 Analýza doby obratu krátkodobých pohledávek	77
Tabulka 49 Prognóza doby obratu krátkodobých pohledávek	77
Tabulka 50 Analýza doby obratu krátkodobých závazků	78
Tabulka 51 Prognóza doby obratu krátkodobých závazků.....	78
Tabulka 52 Doba obratu časového rozlišení.....	79
Tabulka 53 Prognóza doby obratu časového rozlišení aktivního	79
Tabulka 54 Prognóza položek pracovního kapitálu	79
Tabulka 55 Analýza náročnosti investic do DM	80
Tabulka 56 Prognóza investic do DM	82
Tabulka 57 Finanční plán: rozvaha, strana aktiv	83
Tabulka 58 Finanční plán: rozvaha, strana pasiv	84
Tabulka 59 Finanční plán: výkaz zisků a ztrát	85
Tabulka 60 Finanční plán: výkaz cash-flow	86
Tabulka 61: Stupnice rizikových přírážek cizího kapitálu dle ratingu úvěrového krytí	89
Tabulka 62: Výpočet rizikové přírážky cizího kapitálu	89
Tabulka 63: Výpočet nákladů cizího kapitálu	89
Tabulka 64: Výpočet zadluženého koeficientu beta oceňované společnosti.....	90

Tabulka 65: Výpočet nákladů vlastního kapitálu	91
Tabulka 66: Propočet diskontní míry na úrovni WACC	91
Tabulka 67: Výpočet FCFF	91
Tabulka 68 Analýza rentability investovaného kapitálu	92
Tabulka 69 Výpočet pokračující hodnoty	93
Tabulka 70 Výsledné ocenění metodou DCF Entity	93
Tabulka 71 Násobitele srovnatelných společností	95
Tabulka 72 Ocenění metodou srovnatelných podniků	96
Tabulka 73 Souhrn ocenění	97

Seznam grafů

Graf 1: Vertikální analýza aktiv oceňované společnosti	20
Graf 2: Vertikální analýza pasiv oceňované společnosti.....	21
Graf 3: Vývoj struktury provozních nákladů oceňované společnosti.....	25
Graf 4: Vývoj účetní přidané hodnoty oceňované společnosti.....	26
Graf 5: Prostorové srovnání rentability vlastního kapitálu.....	28
Graf 6: Prostorové srovnání rentability aktiv	29
Graf 7: Prostorové srovnání běžné likvidity.....	32
Graf 8: Prostorové srovnání zadluženosti.....	35
Graf 9 Výstav piva v České republice v období 2009 - 2015.....	43
Graf 10: Spotřeba piva na hlavu za rok v České republice v období 2007 - 2015.....	44
Graf 11 Vývoj spotřeby piva podle druhů v České republice v období 2009 - 2015.....	45
Graf 12 Vývoz piva z ČR v období 2009 - 2015.....	46
Graf 13 Rozdělení spotřebitelů podle stupně jejich náklonosti ke své značce piva	50
Graf 14 Vývoj tržních podílů oceňované společností a jejich konkurentů v období 2009 - 2015	59
Graf 15 Souhrn ocenění	97

Seznam příloh

Příloha 1 Výkaz zisků a ztrát	106
Příloha 2 Rozvaha - strana aktiv	107
Příloha 3 Rozvaha - strana pasiv	108
Příloha 4 Vertikální analýza výkazu zisků a ztrát	109
Příloha 5 Vertikální analýza aktiv	109
Příloha 6 Vertikální analýza pasiv	109

Přílohy

Příloha 1 Výkaz zisků a ztrát

Výkaz zisků a ztrát [tis. Kč]	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby za prodej zboží	51 255	44 314	58 310	61 926	74 251	80 367
Náklady vynaložené na prodané zboží	45 649	37 685	47 705	47 540	59 215	65 341
Obchodní marže	5 606	6 629	10 605	14 386	15 036	15 026
Výkony	1 958 479	2 027 950	2 102 490	2 198 516	2 339 224	2 469 862
Tržby za prodej vlastních výrobků	1 972 603	2 017 888	2 100 300	2 186 865	2 319 093	2 465 436
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-14 124	10 062	2 190	11 651	20 131	4 426
Výkonová spotřeba	1 346 293	1 436 480	1 510 011	1 568 769	1 607 966	1 674 970
Spotřeba materiálu a energie	706 852	748 768	797 760	911 445	942 669	988 080
Služby	639 441	687 712	712 251	657 324	665 297	686 890
Přidaná hodnota	617 792	598 099	603 084	644 133	746 294	809 918
Osobní náklady	265 376	265 668	270 302	277 288	286 224	300 592
Mzdové náklady	195 153	195 521	199 305	204 960	210 828	220 864
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	0	0	0	0	0	119
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	66 421	66 450	67 133	68 490	70 784	74 910
Sociální náklady	3 802	3 697	3 864	3 838	4 612	4 699
Daně a poplatky	7 144	6 376	13 482	4 619	5 465	10 597
Odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku	246 206	236 166	250 387	261 159	249 285	242 293
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	38 204	48 642	52 679	35 062	48 554	52 708
Zůstatková cena prodaného dl. majetku a materiálu	14 161	26 467	27 315	7 027	42 378	26 600
Změna stavu rezerv a opravných položek v prov. oblasti	15 996	1 347	27 103	-80 390	-21 827	-57 815
Ostatní provozní výnosy	58 183	65 590	103 523	86 991	83 168	51 101
Ostatní provozní náklady	22 826	16 316	10 055	11 315	22 920	53 407
Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0	0
Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0	0
Provozní výsledek hospodaření	142 470	159 991	160 642	285 168	293 571	338 053
Výnosy z krátkodobého finančního majetku	22 900	14 779	16 612	10 727	7 936	5 500
Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	3 047	0	3 700	0	0	56
Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	4 709	0	4 904	599	0
Změna stavu rezerv a opravných položek ve fin. oblasti	-5 616	0	0	0	8 898	0
Výnosové úroky	949	6 610	6 921	7 017	3 743	876
Ostatní finanční výnosy	49 268	63 407	35 202	28 348	12 145	5 856
Ostatní finanční náklady	4 285	396	435	520	499	510
Finanční výsledek hospodaření	77 495	79 691	62 000	40 668	13 828	11 778
Daň z příjmů za běžnou činnost	45 748	49 383	46 113	32 704	61 555	68 362
Splatná	42 536	42 240	42 117	44 812	57 245	71 328
Odložená	3 212	7 143	3 996	-12 108	4 310	-2 966

Výsledek hospodaření za běžnou činnost	174 217	190 299	176 529	293 132	245 844	281 469
Výsledek hospodaření za účetní období	174 217	190 299	176 529	293 132	245 844	281 469
Výsledek hospodaření před zdaněním	219 965	239 682	222 642	325 836	307 399	349 831

Příloha 2 Rozvaha - strana aktiv

Rozvaha, strana aktiv [tis. Kč]	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Aktiva celkem	5 080 249	5 351 596	5 487 636	5 557 512	4 979 511	4 772 165
Dlouhodobý majetek	1 948 269	2 124 898	2 166 857	2 089 925	1 950 142	1 934 943
Dlouhodobý nehmotný majetek	21 833	16 553	21 762	13 426	22 266	27 983
Software	12 765	13 606	9 775	8 637	9 332	8 345
Ocenitelná práva	5 849	2 947	9 469	126	12 934	11 186
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	3 219	0	2 518	4 663	0	8 452
Dlouhodobý hmotný majetek	1 909 197	2 082 820	2 119 812	2 049 456	1 908 297	1 886 983
Pozemky	152 411	152 411	152 411	150 211	148 273	148 273
Stavby	991 217	948 504	1 034 645	1 018 459	964 871	982 489
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	726 380	863 447	848 141	865 791	781 076	690 430
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	337	337	337	405	405	405
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	38 852	118 121	84 278	9 593	8 060	44 436
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	4 997	5 612	20 950
Dlouhodobý finanční majetek	17 239	25 525	25 283	27 043	19 579	19 977
Podíly - ovládaná osoba	15 181	23 467	23 225	24 985	17 520	17 918
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	2 058	2 058	2 058	2 058	2 059	2 059
Oběžná aktiva	2 909 894	2 977 303	3 083 740	3 264 874	2 860 912	2 681 183
Zásoby	260 713	277 429	257 210	259 334	284 629	296 797
Materiál	156 023	172 362	151 876	148 217	159 726	175 035
Nedokončená výroba a polotovary	71 008	68 536	66 307	80 134	85 187	89 836
Výrobky	22 978	27 708	29 741	23 547	33 887	28 869
Zboží	10 704	8 823	9 286	7 436	5 829	3 057
Dlouhodobé pohledávky	82 393	63 723	46 352	0	0	0
Pohledávky z obchodních vztahů	0	14 773	14 395	0	0	0
Jiné pohledávky	82 393	48 950	31 957	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	424 609	434 611	469 898	490 706	399 482	416 385
Pohledávky z obchodních vztahů	322 797	341 001	416 185	444 379	366 324	390 948
Pohledávky - ovládající a řídící osoba	10 745	0	0	0	0	0
Stát - daňové pohledávky	22 516	38 281	13 002	27 294	22 965	18 210
Krátkodobé poskytnuté zálohy	10 563	2 978	687	8 471	1 801	800
Dohadné účty aktivní	21 677	30 220	3 971	3 403	4 290	1 962
Jiné pohledávky	36 311	22 131	36 053	7 159	4 102	4 465
Krátkodobý finanční majetek	2 142 179	2 201 540	2 310 280	2 514 834	2 176 801	1 968 001
Peníze	3 807	5 519	5 669	4 428	5 199	4 020

Účty v bankách	133 384	1 048 420	452 032	1 509 131	1 020 082	1 062 613
Krátkodobé cenné papíry a podíly	2 004 988	1 147 601	1 852 579	1 001 275	1 151 520	901 368
Časové rozlišení	222 086	249 395	237 039	202 713	168 457	156 039
Náklady příštích období	7 557	14 237	10 948	11 036	9 952	10 136
Komplexní náklady příštích období	214 231	230 707	225 931	187 514	158 056	145 326
Příjmy příštích období	298	4 451	160	4 163	449	577

Příloha 3 Rozvaha - strana pasiv

Rozvaha, strana pasiv [tis. Kč]	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PASIVA CELKEM	5 080 249	5 351 596	5 487 636	5 557 512	4 979 511	4 772 165
Vlastní kapitál	4 457 227	4 606 988	4 774 782	5 020 662	4 461 902	4 239 174
Základní kapitál	3 100 000	3 100 000	3 100 000	3 100 000	3 100 000	3 100 000
Základní kapitál	3 100 000	3 100 000	3 100 000	3 100 000	3 100 000	3 100 000
Kapitálové fondy	80 406	44 592	40 419	-3 092	-3 860	-3 462
Ostatní kapitálové fondy	2 920	2 920	2 920	2 920	2 920	2 920
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	77 486	41 672	37 499	-6 012	-6 780	-6 382
Fondy ze zisku	623 730	622 815	622 127	622 360	622 498	622 246
Rezervní fond	620 000	620 000	620 000	620 000	620 000	620 000
Statutární a ostatní fondy	3 730	2 815	2 127	2 360	2 498	2 246
Výsledek hospodaření minulých let	478 874	649 282	835 707	1 008 262	497 420	238 921
Nerozdělený zisk minulých let	478 874	649 282	835 707	1 008 262	497 420	238 921
Výsledek hospodaření běžného účetního období	174 217	190 299	176 529	293 132	245 844	281 469
Cizí zdroje	623 022	744 601	712 851	536 849	517 609	524 947
Rezervy	175 250	173 000	173 000	60 216	42 440	39 178
Rezerva na daň z příjmů	0	0	0	1 216	12 765	18 978
Ostatní rezervy	175 250	173 000	173 000	59 000	29 675	20 200
Dlouhodobé závazky	146 394	144 831	147 906	125 178	129 471	126 491
Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	500	500
Dlouhodobé přijaté zálohy	735	705	705	705	705	690
Odložený daňový závazek	145 659	144 126	147 201	124 473	128 266	125 301
Krátkodobé závazky	301 378	426 770	391 945	351 455	345 698	359 278
Závazky z obchodního styku	130 061	254 488	191 534	189 824	189 899	198 278
Závazky k zaměstnancům	12 561	11 937	13 075	12 764	13 689	13 589
Závazky ze soc. zabezpečení a zdrav. pojištění	7 103	6 920	7 105	7 276	7 755	8 182
Stát - daňové závazky a dotace	13 196	13 079	15 860	15 199	13 380	16 942
Krátkodobé přijaté zálohy	85 125	82 566	89 125	64 374	40 725	39 374
Dohadné účty pasivní	53 304	57 756	75 216	61 996	80 225	82 139
Jiné závazky	28	24	30	22	25	774
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	0	7	3	1	0	8 044

Výdaje příštích období	0	7	3	1	0	8 043
Výnosy příštích období	0	0	0	0	0	1

Příloha 4 Vertikální analýza výkazu zisků a ztrát

Výkaz zisků a ztrát [tis. Kč]	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Obchodní marže	0,3%	0,3%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%
Výkony	97,4%	94,9%	92,9%	93,7%	93,7%	94,9%
Výkonová spotřeba	67,0%	67,2%	66,7%	66,8%	64,4%	64,4%
Přidaná hodnota	30,7%	28,0%	26,6%	27,4%	29,9%	31,1%
Osobní náklady	13,2%	12,4%	11,9%	11,8%	11,5%	11,6%
Daně a poplatky	0,4%	0,3%	11,1%	0,2%	0,2%	0,4%
Odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku	12,3%	11,0%	2,3%	11,1%	10,0%	9,3%
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	1,9%	2,3%	2,3%	1,5%	1,9%	2,0%
Zůstatková cena prodaného dl. majetku a materiálu	0,7%	1,2%	1,2%	0,3%	1,7%	1,0%
Změna stavu rezerv a opravných položek v prov. oblasti	0,8%	0,1%	1,2%	-3,4%	-0,9%	-2,2%
Ostatní provozní výnosy	2,9%	3,1%	4,6%	3,7%	3,3%	2,0%
Ostatní provozní náklady	1,1%	0,8%	0,4%	0,5%	0,9%	2,1%
Provozní výsledek hospodaření	7,1%	7,5%	7,1%	12,1%	11,8%	13,0%
Finanční výsledek hospodaření	3,9%	3,7%	2,7%	1,7%	0,6%	0,5%
Daň z příjmů za běžnou činnost	2,3%	2,3%	2,0%	1,4%	2,5%	2,6%
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	8,7%	8,9%	7,8%	12,5%	9,8%	10,8%
Výsledek hospodaření za účetní období	8,7%	8,9%	7,8%	12,5%	9,8%	10,8%
Výsledek hospodaření před zdaněním	10,9%	11,2%	9,8%	13,9%	12,3%	13,4%

Příloha 5 Vertikální analýza aktiv

Rozvaha [tis. Kč]	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Aktiva celkem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Dlouhodobý majetek	38,3%	39,7%	39,5%	37,6%	39,2%	40,5%
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,4%	0,3%	0,4%	0,2%	0,4%	0,6%
Dlouhodobý hmotný majetek	37,6%	38,9%	38,6%	36,9%	38,3%	39,5%
Dlouhodobý finanční majetek	0,3%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%
Oběžná aktiva	57,3%	55,6%	56,2%	58,7%	57,5%	56,2%
Zásoby	5,1%	5,2%	4,7%	4,7%	5,7%	6,2%
Dlouhodobé pohledávky	1,6%	1,2%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%
Krátkodobé pohledávky	8,4%	8,1%	8,6%	8,8%	8,0%	8,7%
Krátkodobý finanční majetek	42,2%	41,1%	42,1%	45,3%	43,7%	41,2%
Časové rozlišení	4,4%	4,7%	4,3%	3,6%	3,4%	3,3%

Příloha 6 Vertikální analýza pasiv

Rozvaha [tis. Kč]	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Pasiva celkem	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Vlastní kapitál	88%	86%	87%	90%	90%	89%

Základní kapitál	61%	58%	56%	56%	62%	65%
Kapitálové fondy	2%	1%	1%	0%	0%	0%
Fondy ze zisku	12%	12%	11%	11%	13%	13%
Výsledek hospodaření minulých let	9%	12%	15%	18%	10%	5%
VH běžného účetního období	3%	4%	3%	5%	5%	6%
Cizí zdroje	12%	14%	13%	10%	10%	11%
Rezervy	3%	3%	3%	1%	1%	1%
Dlouhodobé závazky	3%	3%	3%	2%	3%	3%
Krátkodobé závazky	6%	8%	7%	6%	7%	8%
Bankovní úvěry a výpomoci	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Časové rozlišení	0%	0%	0%	0%	0%	0%