

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE

Fakulta financí a účetnictví

Katedra financí a oceňování podniku

DIPLOMOVÁ PRÁCE

2019

Bc. Ondřej Čech

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE

Fakulta financí a účetnictví

Katedra financí a oceňování podniku

Studijní obor: Finance

Ocenění podniku Dr. Oetker, spol. s.r.o.

Autor diplomové práce: Bc. Ondřej Čech

Vedoucí diplomové práce: Ing. Barbora Rýdlová, Ph.D.

Rok obhajoby: 2019

Čestné prohlášení:

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma „Ocenění podniku Dr. Oetker, spol. s.r.o.“ vypracoval samostatně a veškerou použitou literaturu a další prameny jsem řádně označil a uvedl v příloženém seznamu.

V Kladně dne

.....

Ondřej Čech

Poděkování:

Touto cestou bych rád poděkoval paní Ing. Barboře Rýdlové, Ph.D., za vedení mé práce, její ochotu, přístup a cenné připomínky, které mi poskytla při zpracování této diplomové práce.

Anotace:

Diplomová práce na téma „Ocenění podniku Dr. Oetker, spol. s.r.o.“ je rozdělena do pěti částí. První se věnuje základním informacím a popisu společnosti. Následuje zpracování finanční a strategické analýzy. Ve čtvrté části jsou analyzovány a prognózovány generátory hodnoty, na základě kterých je sestaven finanční plán. V poslední části je Dr. Oetker oceněn výnosovou metodou DCF Equity s využitím parametrického vzorce a podpůrně je provedeno ocenění metodou tržního porovnání.

Klíčová slova:

Dr. Oetker, Ocenění podniku, DCF Equity, tržní porovnání, analýza

Annotation:

The diploma thesis „Business valuation of Dr. Oetker, spol. s.r.o.“ is divided into five parts. The first one deals with the basic informations and description of the company. In the next part follows financial and strategic analysis. In the fourth part are analysed and forecasted value drivers on the basis of which the financial plan is compiled. In the last part is Dr. Oetker valued by DCF Equity method using parametric formula for terminal value and, in the alternative, a market comparison method is performed.

Key words:

Dr. Oetker, business valuation, DCF Equity, market comparison, analysis

Obsah

Úvod	1
1 Základní informace o společnosti	3
1.1 Předmět a účel ocenění	3
2 Finanční analýza	5
2.1 Analýza rozvahy	6
2.2 Analýza výkazu zisku a ztráty	12
2.3 Analýza výkazu cash-flow	16
2.4 Analýza poměrových ukazatelů	17
2.4.1 Ukazatele rentability	18
2.4.2 Ukazatele likvidity	25
2.4.3 Ukazatele aktivity	29
2.4.4 Výkonové ukazatele	32
2.5 Altmanovo Z-skóre	35
2.6 Závěr finanční analýzy	38
3 Strategická analýza	40
3.1 Účel strategické analýzy	40
3.2 Analýza vnějšího potenciálu	40
3.2.1 Vymezení relevantního trhu	40
3.2.2 Kvantitativní vymezení relevantního trhu	43
3.2.3 Analýza atraktivity trhu	45
3.2.4 Vymezení základních faktorů ovlivňující relevantní trh	51
3.3 Kvantitativní prognóza relevantního trhu	53
3.3.1 Výsledná prognóza tržeb	54
3.4 Analýza konkurenční síly	56
3.4.1 Stanovení tržního podílu oceňovaného podniku	56
3.4.2 Hlavní konkurenti a tržní podíly	57

3.4.3	Konkurenční pozice	61
3.4.4	Hodnocení konkurenční pozice podniku	68
3.5	Prognóza vývoje tržního podílu a tržeb společnosti Dr. Oetker	69
3.5.1	Prognóza vývoje tržeb za prodané zboží	69
3.6	Vyhodnocení strategické analýzy	71
4	Generátory hodnoty	73
4.1	Rozčlenění majetku na provozně nutný a nenutný	73
4.2	Provozně nutný investovaný kapitál	76
4.3	Korigovaný provozní výsledek hospodaření.....	77
4.4	Tempo růstu tržeb	78
4.5	Zisková marže	79
4.5.1	Prognóza ziskové marže shora.....	80
4.5.2	Prognóza ziskové marže zdola.....	84
4.6	Pracovní kapitál	87
4.6.1	Zásoby.....	87
4.6.2	Krátkodobé pohledávky.....	88
4.6.3	Krátkodobé závazky	89
4.6.4	Krátkodobý finanční majetek a časové rozlišení	89
4.6.5	Prognózovaná výše pracovního kapitálu	90
4.7	Investice do dlouhodobého majetku	92
4.8	Finanční plán.....	97
4.8.1	Plánovaný výkaz zisku a ztrát.....	97
4.8.2	Plánovaný výkaz peněžních toků.....	99
4.8.3	Plánovaná rozvaha	100
4.8.4	Finanční analýza plánu	102
4.9	Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu	103
4.10	Závěr generátorů hodnoty	104

5	Ocenění společnosti	105
5.1	Metoda DCF equity.....	105
5.1.1	Diskontní míra	106
5.1.2	Pokračující hodnota	109
5.1.3	Ocenění DCF Equity.....	113
5.2	Metoda tržního porovnání.....	113
5.2.1	Metoda odvětvových násobitelů	113
5.2.2	Metoda srovnatelných podniků.....	115
5.3	Výsledné ocenění podniku	117
	Závěr	119
	Zdroje.....	121
	Seznam literárních zdrojů	121
	Seznam internetových a ostatních zdrojů	121
	Seznam tabulek a grafů.....	125
	Seznam tabulek.....	125
	Seznam grafů	128
	Přílohy	129

Úvod

Tématem diplomové práce je ocenění společnosti Dr. Oetker, spol. s.r.o., která bude zpracována na základě znalostí nabytých při studiu vedlejší specializace „Oceňování podniku a jeho majetku“ na Fakultě financí a účetnictví Vysoké školy ekonomické v Praze.

Výše zmíněný podnik jsem si vybral proto, že se jedná o specifickou společnost, která operuje na více trzích. Dr. Oetker se zabývá širokou škálou konvenientních potravin, společně s doplňky a pomocnými produkty pro pečení a vaření, nehledě na oblast hotových jídel. Nemá proto v oblasti, ve které operuje, konkurenta, který by prodával úplně stejné portfolio, a v rámci analýzy trhu bude nutné s touto situací příslušně naložit. Společnost je českou entitou nadnárodního koncernu a prodává své produkty po celé České republice, se sídlem na Kladně, přibližně 30 km od Prahy.

V poslední době se setkávám s názory, že některé, zejména hotové výrobky, které Dr. Oetker ve svém portfoliu nabízí, se stále méně shodují s názorem zdravého stravování, zaměřující se na čerstvé výrobky, ideálně v BIO kvalitě. Nicméně je nutné zdůraznit, že jsou neustále vyhledávány alternativy a čas je pro některé mnohdy důležitější než „zdravé“ stravování. Mým zájmem je proto v této diplomové práci zjistit, jak se společnost s těmito názory potýká.

Cílem diplomové práce je stanovení tržní hodnoty společnosti Dr. Oetker, spol. s.r.o. za účelem prodeje nezávislému kupujícímu k 1.1.2018. Ocenění bude zpracováno z veřejně dostupných informací.

Diplomová práce je rozdělena do pěti kapitol. V první části je společnost Dr. Oetker představena a jsou zde specifikovány jednotlivé dílčí informace. Druhá kapitola se zabývá finanční analýzou, která by měla zhodnotit finanční zdraví podniku. Analýza bude provedena jak z hlediska času za jednotlivé analyzované roky, tak z hlediska prostoru, kdy bude porovnávána s nejbližší konkurencí. Následně, ve třetí kapitole, bude zpracována strategická analýza, díky které bude možné lépe pochopit podstatu relevantního trhu a bude odhadnut budoucí vývoj společnosti Dr. Oetker současně s odhadem tržního podílu na relevantním trhu. Finanční a strategická analýza by měly prokázat, jestli je možné předpokládat

nekonečné trvání podniku. Následující kapitola se bude zabývat sestavením podnikohospodářských veličin, tzv. generátorů hodnoty, na základě kterých bude sestaven finanční plán společnosti. V poslední kapitole bude provedeno samotné ocenění společnosti Dr. Oetker za použití vybraných metod.

1 Základní informace o společnosti

1.1 Předmět a účel ocenění

Předmětem ocenění je společnost Dr. Oetker, spol. s.r.o. se sídlem Kladno – Kročehlavy, Americká ul. 2335, PSČ 27201. IČO: 483 62 425, zapsaná v obchodním rejstříku vedeném u Městského soudu v Praze, oddíl C, vložka 40137, dále také jako „Společnost“ nebo Dr. Oetker. Ocenění je zpracované pouze pro účely diplomové práce, která je vedena Katedrou financí a oceňování podniku Vysoké školy ekonomické a nesmí být použito k jiným účelům.

Cílem ocenění je určení tržní hodnoty společnosti, za účelem prodeje nezávislému kupujícímu k **1.1.2018**.

Představení a základní údaje o společnosti

Název společnosti:	Dr. Oetker, spol. s.r.o.
Sídlo společnosti:	Kladno – Kročehlavy, Americká ul. 2335, PSČ 272 01
Datum zápisu:	25. března 1993
Identifikační číslo:	483 62 425
Základní kapitál:	229 441 000 Kč
Právní forma:	Společnost s ručením omezeným
Hlavní předmět podnikání:	Výroba potravinářských a škrobářenských výrobků Výroba ostatních potravinářských výrobků
Vedlejší předmět podnikání:	Činnost účetních poradců Vedení účetnictví a daňové evidence
Statutární orgán:	
Jednatel:	Kálmán István Csaba
Jednatel:	Ing. Jozef Debrecký

100% vlastníkem Společnosti je společnost Dr. Oetker Nahrungsmittel Beteiligungs GmbH se sídlem 33617 Bielefeld, Lutterstraße 14, Spolková republika Německo, Registrační číslo HRB 38574.

Popis společnosti

Společnost Dr. Oetker, spol. s.r.o. je rodinná firma, založena na konci 19. století. Na českém území byla první pobočka založena v roce 1908 v tehdejší Rakousko-Uhersku, avšak její činnost byla po 2. světové válce přerušena. Opětovné založení pobočky této německé společnosti bylo až po osamostatnění České republiky v roce 1993. Původně své výrobky dovážela z výrobního závodu na Slovensku do své prodejny v Praze a až v roce 1997 koupila Společnost nové výrobní prostory na Kladně, kde operuje dodnes.¹ V současnosti patří mezi nejvýznamnější potravinářské výrobce práškového sortimentu a hotových jídel. Produkuje více než 150 produktů,² které mohou být rozděleny do několika kategorií:

- Sypké směsi pro pečení (prášky do pečiva, těsta na pečení, cukry, polevy, zdobení)
- Hotové směsi (zmrzliny, pudinky, dezerty, směsi na zavařování, sladká a slaná jídla)
- Mražené a chlazené výrobky (slané a sladké pizzy, pudinkové dezerty)
- Ovesné a rýžové kaše

Důležitým faktorem je kvalita produktů, Společnost je proto pod drobnohledem externích auditorů, kteří zkoumají kvalitu podle normy ISO 9001 a ISO 22000.

Základní finanční údaje o společnosti

Tabulka 1: Základní finanční údaje o společnosti v tis. CZK

Finanční ukazatel	2014	2015	2016	2017
Aktiva	458 142	461 819	477 514	448 084
Tržby	1 000 542	978 286	1 002 259	984 452
Provozní výsledek hospodaření	94 158	107 016	129 413	111 969
Výsledek hospodaření	73 861	85 308	101 712	90 553
Průměrný počet zaměstnanců	201	202	203	206
Osobní náklady	110 194	113 500	119 047	123 690

Zdroj: Finanční výkazy společnosti

¹ Dr. Oetker. *O společnosti Dr. Oetker* [online]. Kladno, 2019 [cit. 2019-03-24]. Dostupné z: <https://www.oetker.cz/cz-cs/o-spolecnosti-dr-oetker/o-spolecnosti-droetker.html>

² Dr. Oetker. *Naše výrobky: Přehled všech výrobků* [online]. Kladno, 2019 [cit. 2019-03-24]. Dostupné z: <https://www.oetker.cz/cz-cs/nase-vyroby/prehled-vsech-vyrobku-droetker.html>

2 Finanční analýza

Finanční analýza je zpracována za účelem ohodnocení finančního zdraví Společnosti, současně s posouzením předností a slabých stránek podniku. Na základě výstupu finanční analýzy, společně se strategickou analýzou, bude vybrána vhodná metoda pro ocenění podniku. Tato finanční analýza je zpracována za pět účetních období od 1.1.2013 do 31.12.2017 (dále také jako „analyzované“ nebo „sledované období“). Z těchto údajů vyplývá, že Společnost používá jako své účetní období kalendářní rok. Při této analýze bylo vycházeno z veřejně dostupných výročních zpráv společnosti a jejich konkurentů. V rámci této kapitoly je zpracována vertikální a horizontální analýza účetních výkazů, následována analýzou účetních výkazů pomocí poměrových ukazatelů, včetně porovnání s konkurenty. Na závěr je Společnost zhodnocena na základě komplexních modelů.

Účetní politika jednotlivých položek rozvahy a VZZ s jejím dopadem na ocenění

Účetní závěrky byly sestaveny na základě platných pravidel českých účetních předpisů v souladu se zákonem č. 563/1991 Sb. Účetní jednotka spadá do kategorie střední účetní jednotka. Ve všech analyzovaných letech byl ve společnosti proveden audit nekonsolidované účetní závěrky společností Rödl & Partner. Podle jednotlivých auditorských zpráv podávají všechny účetní závěrky věrný a poctivý obraz předmětu účetnictví. Společnost díky tomu získala ve všech analyzovaných letech auditorský výrok bez výhrad. Pro další postup ocenění ale bude třeba upravit získané údaje pro tyto účely, například rozdělením majetku na provozně nutný a nenutný.

Společnost nevlastní žádnou organizační složku v zahraničí a je 100% vlastněna společností Dr. Oetker Nahrungsmittel Beteiligungs GmbH.

Způsoby ocenění jednotlivých položek jsou:

- DHM a DNM: pořizovací cena
- Materiál + Zboží: pořizovací cena
- Zásoby vytvořené vlastní činností: plánované vlastní náklady

- Pohledávky: jmenovitá hodnota
- Pohledávky v případě postoupení: pořizovací cena
- Závazky jmenovitá hodnota

Společnost nevyužívá finanční leasing, pouze operativní pronájem, který je účtován do nákladů rovnoměrně po předpokládanou dobu nájmu. Nevykazuje k datu účetní závěrky 2017 žádný dlouhodobý ani krátkodobý finanční majetek (krátkodobé cenné papíry). Dále bude v rámci finanční analýzy provedena analýza finančních výkazů – rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu cash flow.

2.1 Analýza rozvahy

V tabulce č. 2 je uvedena zkrácená verze rozvahy za roky 2013–2017. Kompletní rozvaha je obsažena na konci této diplomové práce v příloze č.1.

Tabulka 2: Rozvaha – zkrácená verze v tis. CZK

tis. CZK	2013	2014	2015	2016	2017
AKTIVA CELKEM	454 225	458 142	461 819	477 514	448 084
Dlouhodobý majetek	97 792	110 322	115 609	123 511	120 588
<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	7 122	1 367	386	202	124
<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	90 670	108 955	115 223	123 309	120 464
Oběžná aktiva	355 620	346 715	344 152	353 212	326 552
<i>Zásoby</i>	71 200	68 754	75 335	102 303	93 465
<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	482	0	0	0	0
<i>Krátkodobé pohledávky</i>	235 846	223 814	155 678	182 756	184 606
<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	48 092	54 147	113 139	68 153	48 481
Časové rozlišení	813	1 105	2 058	791	944
PASIVA CELKEM	454 225	458 142	461 819	477 514	448 084
Vlastní kapitál	327 045	333 416	325 409	341 813	330 654
<i>Základní kapitál</i>	229 441	229 441	229 441	229 441	229 441
<i>Kapitálové fondy</i>	10 660	10 660	10 660	10 660	10 660
<i>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</i>	19 454	0	0	0	0
<i>Výsledek hospodaření minulých let</i>	0	19 454	0	0	0
<i>Výsledek hospodaření běžného účetního období</i>	67 490	73 861	85 308	101 712	90 553
Cizí zdroje	126 780	124 395	136 073	135 695	117 424
<i>Rezervy</i>	8 090	8 633	18 931	15 824	13 046
<i>Dlouhodobé závazky</i>	0	2 303	2 230	3 494	3 433
<i>Krátkodobé závazky</i>	118 690	113 459	114 912	116 377	100 945
Časové rozlišení	400	331	337	6	6

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv Společnosti

Bilanční suma v prvních čtyřech sledovaných letech rostla. Příčinou bylo zejména zvýšení položky dlouhodobého majetku. V posledním analyzovaném roce 2017 došlo k poklesu sumy o téměř 30 000 tis. CZK. Při prvotním pohledu byl pokles způsoben nižší hodnotou krátkodobého finančního majetku a zásob na aktivní straně. Na straně pasiv je nejmarkantnější pokles v položce krátkodobých závazků. Podrobnější pohled na jednotlivé položky, podílející se na celkovém vývoji bilanční sumy poskytne horizontální a vertikální analýza rozvahy s analýzou výkazu peněžních toků. Společnost uplatňuje konzervativní přístup k financování podniku, nevyužívá žádný úročený cizí kapitál pro své financování.

Horizontální a vertikální analýza aktiv

Horizontální analýza pomůže ukázat vývojové změny společnosti Dr. Oetker v čase. Tabulka níže je uvedena v procentech, jako index meziročních změn. Horizontální analýza v plném rozsahu je dostupná v příloze.

Tabulka 3: Aktiva Společnosti – horizontální analýza, zkrácená verze v %

%	2014	2015	2016	2017
Aktiva celkem	0,86 %	0,80 %	3,40 %	-6,16 %
Dlouhodobý majetek	12,81 %	4,79 %	6,84 %	-2,37 %
<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	<i>-80,81 %</i>	<i>-71,76 %</i>	<i>-47,67 %</i>	<i>-38,61 %</i>
<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>20,17 %</i>	<i>5,75 %</i>	<i>7,02 %</i>	<i>-2,31 %</i>
Oběžná aktiva	-2,50 %	-0,74 %	2,63 %	-7,55 %
<i>Zásoby</i>	<i>-3,44 %</i>	<i>9,57 %</i>	<i>35,80 %</i>	<i>-8,64 %</i>
<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	<i>-100 %</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
<i>Krátkodobé pohledávky</i>	<i>-5,10 %</i>	<i>-30,44 %</i>	<i>17,39 %</i>	<i>1,01 %</i>
<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	<i>12,59 %</i>	<i>108,95 %</i>	<i>-39,76 %</i>	<i>-28,86 %</i>
Časové rozlišení	35,92 %	86,24 %	-61,56 %	19,34 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv Společnosti

Vývoj dlouhodobého majetku je veskrze pozitivní, kdy Společnost v každém roce, mimo posledního analyzovaného, zvýšila jeho hodnotu. Negativní hodnoty u dlouhodobého hmotného majetku jsou v bilanci proto, že společnost zde využívá pouze software, který obměňuje každé 3 roky. Změna oběžných aktiv v analyzovaných letech oscilovala ze záporných hodnot do kladných. Došlo k nárůstu zásob, zejména zboží, ze kterého společnost získává stále větší podíl na tržbách, oproti vlastním výrobkům a službám. Naopak krátkodobé pohledávky, zejména v roce 2015, poklesly o 30 %, což bylo způsobeno jejich

splacením, jak dále rozvádí analýza cash flow. Stejně tak došlo k poklesu krátkodobého finančního majetku v posledních letech o desítky procent, kdy Společnost svůj veškerý zisk rozdělovala své mateřské společnosti a zároveň také splácela závazky svým dodavatelům.

Tabulka 4: Aktiva Společnosti – vertikální analýza, zkrácená verze v %

%	2013	2014	2015	2016	2017
Aktiva celkem	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Dlouhodobý majetek	21,53 %	24,08 %	25,03 %	25,87 %	26,91 %
<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	<i>1,57 %</i>	<i>0,30 %</i>	<i>0,08 %</i>	<i>0,04 %</i>	<i>0,03 %</i>
<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>19,96 %</i>	<i>23,78 %</i>	<i>24,95 %</i>	<i>25,82 %</i>	<i>26,88 %</i>
Oběžná aktiva	78,29 %	75,68 %	74,52 %	73,97 %	72,88 %
<i>Zásoby</i>	<i>15,68 %</i>	<i>15,01 %</i>	<i>16,31 %</i>	<i>21,42 %</i>	<i>20,86 %</i>
<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	<i>0,11 %</i>	<i>0,00 %</i>	<i>0,00 %</i>	<i>0,00 %</i>	<i>0,00 %</i>
<i>Krátkodobé pohledávky</i>	<i>51,92 %</i>	<i>48,85 %</i>	<i>33,71 %</i>	<i>38,27 %</i>	<i>41,20 %</i>
<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	<i>10,59 %</i>	<i>11,82 %</i>	<i>24,50 %</i>	<i>14,27 %</i>	<i>10,82 %</i>
Časové rozlišení	0,18 %	0,24 %	0,45 %	0,17 %	0,21 %

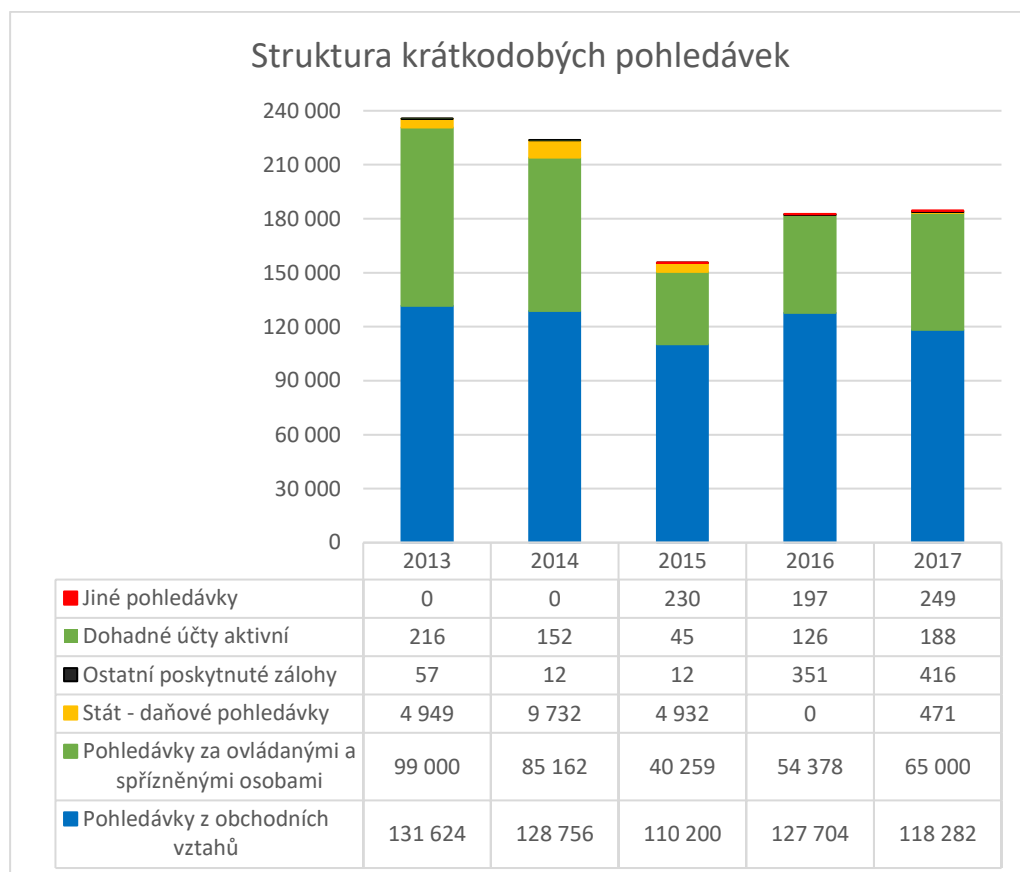
Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv Společnosti

Při pohledu na vertikální analýzu aktiv Společnosti je patrné, že hlavní položkou jsou Oběžná aktiva, jejichž podíl ale v průběhu let poklesl o více než 5 p.b. Současně Společnost zvýšila podíl svého dlouhodobého hmotného majetku o téměř 7 p.b. Dr. Oetker rozšiřoval v těchto letech svou výrobu. Došlo k výstavbě nové haly a přilehlých kanceláří, společně s nákupem nových strojů, aby bylo možné reagovat na aktuální změny, požadované trhem a bylo možné více nabídnout svým zákazníkům. Každoročně proto uvedl na trh několik nových produktů (např. v roce 2014 to bylo 9 výrobků), které reflektovaly tuto potřebu.

Podstatné snížení je pozorovatelné u položky krátkodobých pohledávek, zejména v roce 2015 o více než 15 p.b. Jedná se o 40 000 tis. CZK, kterou měla společnost u své mateřské společnosti jako úlošku, a právě v tomto roce o tuto částku svou pohledávku vůči dceři snížila.

Podrobné složení pohledávek vyjadřuje graf č.1 na následující straně.

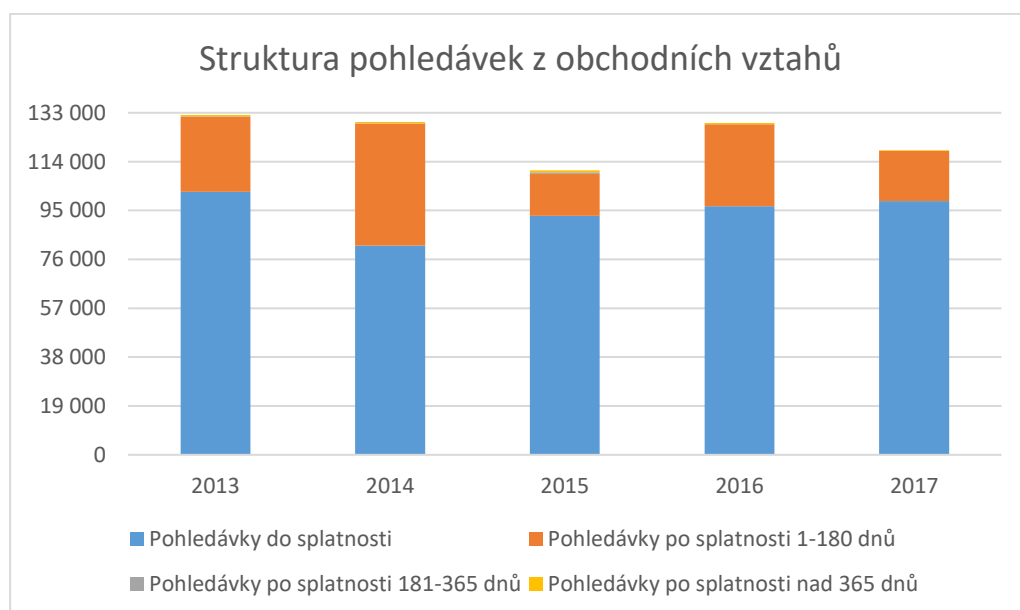
Graf 1: Struktura krátkodobých pohledávek v tis. CZK



Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv Společnosti

Pro další analýzu je vhodné se podívat blíže na položku pohledávky z obchodních vztahů, v jaké míře má Společnost své pohledávky po splatnosti a jaké nikoliv.

Graf 2: Struktura pohledávek z obchodních vztahů v tis. CZK



Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv Společnosti

Ve většině případů dostává Dr. Oetker za své výrobky zaplacen včas. Nejvyšší podíl nesplacených pohledávek byl v roce 2014, kde pohledávky po splatnosti dosahovaly 37 % z celkových pohledávek z obchodních vztahů. Pozitivně je nutné hodnotit snižování podílu nesplacených pohledávek. V posledním analyzovaném roce už byl jejich podíl pod 17 %. To znamená, že ani opravné položky k některým pohledávkám nebudou dosahovat podstatných hodnot a nebude tím pádem razantně ovlivňován zisk Společnosti.

Druhá markantní položka jsou pohledávky za ovládanými a spřízněnými osobami. Ačkoli budou tyto pohledávky například k mateřské společnosti pravděpodobně splatné na vyžádání, Společnost se k této položce ve zveřejňovaných informacích nevyjadřuje. Vzhledem k tomu, že se jedná o stabilní položku rozvahy, jedná se spíše o poskytnutý úvěr s neprovozním charakterem. Podle toho je s touto položkou nakládáno i v rámci další analýzy. Krátkodobý finanční majetek se mimo roku 2015 pohybuje na stabilní úrovni. Ve zmíněném roce stojí za jejím zvýšením změna stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu. To souvisí s výše zmíněnou pohledávkou, kterou měla Společnost u své mateřské společnosti.

Horizontální a vertikální analýza pasiv

Na straně pasiv proběhla určitá změna, co se týče výsledku hospodaření minulých let. Touto změnou prošla společnost v roce 2014. Od tohoto roku nepřidělovala Společnost žádnou část výsledku hospodaření do rezervního fondu a 100 % zisku rozdělovala své mateřské společnosti, vlastníci 100% entitu.

Tabulka 5: Pasiva Společnosti – horizontální analýza, zkrácená verze v %

%	2014	2015	2016	2017
Pasiva celkem	0,86 %	0,80 %	3,40 %	-6,16 %
Vlastní kapitál	1,95 %	-2,40 %	5,04 %	-3,26 %
<i>Základní kapitál</i>	<i>0,00 %</i>	<i>0,00 %</i>	<i>0,00 %</i>	<i>0,00 %</i>
<i>Kapitálové fondy</i>	<i>0,00 %</i>	<i>0,00 %</i>	<i>0,00 %</i>	<i>0,00 %</i>
<i>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</i>	<i>-100,00 %</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
<i>Výsledek hospodaření minulých let</i>	<i>-</i>	<i>-100,00 %</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
<i>Výsledek hospodaření běžného účetního období</i>	<i>9,44 %</i>	<i>15,50 %</i>	<i>19,23 %</i>	<i>-10,97 %</i>
Cizí zdroje	-1,88 %	9,39 %	-0,28 %	-13,46 %
<i>Rezervy</i>	<i>6,71 %</i>	<i>119,29 %</i>	<i>-16,41 %</i>	<i>-17,56 %</i>
<i>Dlouhodobé závazky</i>	<i>-</i>	<i>-3,17 %</i>	<i>56,68 %</i>	<i>-1,75 %</i>

%	2014	2015	2016	2017
Krátkodobé závazky	-4,41 %	1,28 %	1,27 %	-13,26 %
Časové rozlišení	-17,25 %	1,81 %	-98,22 %	0,00 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv Společnosti

Základní kapitál Společnosti je po celé sledované období na stejné úrovni, tudíž nedošlo k navýšení dosavadních vkladů. Výsledek hospodaření po 3 roky rostl až na poslední rok, který nebyl tak úspěšný a poklesl o více než 10 %. Podrobněji budou jednotlivé položky výsledku hospodaření rozebrány v analýze výkazu zisku a ztráty. Položky rezerv se v průběhu let měnily a neměly konstantní vývoj zejména proto, že Společnost přestala držet ve své bilanci rezervu na daň z příjmu, kterou vykazovala v letech 2015 a 2016. Dlouhodobé závazky se skládají pouze z odloženého daňového závazku, který má na bilanční sumě stálý podíl, viz vertikální analýza níže. Krátkodobé závazky poklesly nejvíce zejména v posledním roce. V tomto roce došlo ke splacení závazků analyzované společnosti.

Tabulka 6: Pasiva Společnosti – vertikální analýza, zkrácená verze v %

%	2013	2014	2015	2016	2017
Pasiva celkem	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Vlastní kapitál	72,00 %	72,78 %	70,46 %	71,58 %	73,79 %
<i>Základní kapitál</i>	<i>50,51 %</i>	<i>50,08 %</i>	<i>49,68 %</i>	<i>48,05 %</i>	<i>51,20 %</i>
<i>Kapitálové fondy</i>	<i>2,35 %</i>	<i>2,33 %</i>	<i>2,31 %</i>	<i>2,23 %</i>	<i>2,38 %</i>
<i>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</i>	<i>4,28 %</i>	<i>0,00 %</i>	<i>0,00 %</i>	<i>0,00 %</i>	<i>0,00 %</i>
<i>Výsledek hospodaření minulých let</i>	<i>0,00 %</i>	<i>4,25 %</i>	<i>0,00 %</i>	<i>0,00 %</i>	<i>0,00 %</i>
<i>Výsledek hospodaření běžného účetního období</i>	<i>14,86 %</i>	<i>16,12 %</i>	<i>18,47 %</i>	<i>21,30 %</i>	<i>20,21 %</i>
Cizí zdroje	27,91 %	27,15 %	29,46 %	28,42 %	26,21 %
<i>Rezervy</i>	<i>1,78 %</i>	<i>1,88 %</i>	<i>4,10 %</i>	<i>3,31 %</i>	<i>2,91 %</i>
<i>Dlouhodobé závazky</i>	<i>0,00 %</i>	<i>0,50 %</i>	<i>0,48 %</i>	<i>0,73 %</i>	<i>0,77 %</i>
<i>Krátkodobé závazky</i>	<i>26,13 %</i>	<i>24,77 %</i>	<i>24,88 %</i>	<i>24,37 %</i>	<i>22,53 %</i>
Časové rozlišení	0,09 %	0,07 %	0,07 %	0,00 %	0,00 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv Společnosti

U vertikální analýzy je pozitivním faktorem rostoucí trend běžného výsledku hospodaření, který svůj podíl zvýšil ve sledovaných letech o 5 p.b a absolutně došlo ke zvýšení o více než 20 000 tis. CZK při porovnání let 2013 a 2017.

Rezervy, které Společnost drží, se zvýšily o více než polovinu. Zákonné rezervy rostly na základě zvýšení dlouhodobého hmotného majetku společnosti jako zákonné rezervy na opravy a údržby. Již výše byla zmíněna tvorba rezervy na

daň z příjmu v letech 2016 a 2017, což mělo rovněž dopad na zvýšení rezerv. Dalším důvodem růstu je zvýšení položky rezerv na nevypáčené odměny zaměstnanců. Ty mají zejména od roku 2015 rostoucí charakter

2.2 Analýza výkazu zisku a ztráty

Níže uvedené tabulky jsou ve zkrácené verzi, plná verze je opět součástí přílohy.

Tabulka 7: Výkaz zisku a ztráty společnosti – zkrácená verze v tis. CZK

tis. CZK	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby za prodej zboží, vlastních výrobků a služeb	903 015	1 000 542	978 286	1 002 259	984 452
Tržby za prodej zboží	546 032	618 507	615 157	660 508	667 186
Náklady vynaložené na prodané zboží	357 234	424 536	386 115	401 340	427 524
Obchodní marže	188 798	193 971	229 042	259 168	239 662
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	356 983	382 035	363 129	341 751	317 266
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-877	431	4 156	7 870	340
Výkonová spotřeba	360 936	382 173	382 403	377 786	330 309
Přidaná hodnota	183 968	194 264	213 924	231 003	226 959
Osobní náklady	103 422	110 194	113 500	119 047	123 690
Daně a poplatky	119	154	239	118	213
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	13 771	12 208	7 908	8 286	9 384
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	1 981	3 227	2 093	6 986	6 443
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	2 825	2 986	1 807	8 804	7 652
Změna stavu rezerv, opr. pol. v prov. ob., kompl. nákladů příšt. obd	-1 011	-1 425	8 376	-3 176	2 637
Ostatní provozní výnosy	24 758	23 355	25 235	25 882	22 976
Ostatní provozní náklady	5 519	2 571	2 406	1 379	833
Provozní výsledek hospodaření	86 062	94 158	107 016	129 413	111 969
Finanční výsledek hospodaření	-1 752	-2 248	-1 180	-2 951	583
Výsledek hospodaření před zdaněním	84 310	91 910	105 836	126 462	112 552
Daň z příjmů za běžnou činnost	16 820	18 049	20 528	24 750	21 999
Výsledek hospodaření po zdanění	67 490	73 861	85 308	101 712	90 553

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv Společnosti

Společnost dosahuje tržeb jednak za prodané zboží, které převažuje, a za prodané vlastní výrobky a služby. Tyto položky mají, zejména v posledních letech, opačný trend a výsledkem je, že celková hodnota tržeb se pohybuje okolo úrovně 1 000 000 tis. CZK. Jiný pohled poskytuje níže zkrácená verze horizontální a vertikální analýzy Výkazu zisku a ztráty.

Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty pomůže sledovat časový vývoj vybraných položek. Tabulka níže uvádí tuto analýzu opět v procentuálním vyjádření, podobně jako u rozvahy.

Tabulka 8: Výkaz zisku a ztráty – horizontální analýza, zkrácená verze v %

%	2014	2015	2016	2017
Tržby za prodej zboží, vlastních výrobků a služeb	10,80 %	-2,22 %	2,45 %	-1,78 %
Tržby za prodej zboží	13,27 %	-0,54 %	7,37 %	1,01 %
Náklady vynaložené na prodané zboží	18,84 %	-9,05 %	3,94 %	6,52 %
Obchodní marže	2,74 %	18,08 %	13,15 %	-7,53 %
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	7,02 %	-4,95 %	-5,89 %	-7,16 %
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-149,14 %	864,27 %	89,36 %	-95,68 %
<i>Výkonová spotřeba</i>	<i>5,88 %</i>	<i>0,06 %</i>	<i>-1,21 %</i>	<i>-12,57 %</i>
Přidaná hodnota	5,60 %	10,12 %	7,98 %	-1,75 %
<i>Osobní náklady</i>	<i>6,55 %</i>	<i>3,00 %</i>	<i>4,89 %</i>	<i>3,90 %</i>
Daně a poplatky	29,41 %	55,19 %	-50,63 %	80,51 %
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	-11,35 %	-35,22 %	4,78 %	13,25 %
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	62,90 %	-35,14 %	233,78 %	-7,77 %
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	5,70 %	-39,48 %	387,22 %	-13,08 %
Změna stavu rezerv, opr. pol. v prov. ob., kompl. nákladů příšt. obd	40,95 %	-687,79 %	-137,92 %	-183,03 %
Ostatní provozní výnosy	-5,67 %	8,05 %	2,56 %	-11,23 %
Ostatní provozní náklady	-53,42 %	-6,42 %	-42,68 %	-39,59 %
Provozní výsledek hospodaření	9,41 %	13,66 %	20,93 %	-13,48 %
Finanční výsledek hospodaření	28,31 %	-47,51 %	150,08 %	-119,76 %
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	9,01 %	15,15 %	19,49 %	-11,00 %
Daň z příjmů za běžnou činnost	7,31 %	13,73 %	20,57 %	-11,12 %
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	9,44 %	15,50 %	19,23 %	-10,97 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv Společnosti

Z provedené analýzy je opět patrné, že Dr. Oetker stále více tržeb získává z prodaného zboží, spíše než z prodaných výrobků a služeb, které v průběhu analyzovaných let klesají. I přes tento fakt je nutné pozitivně hodnotit růst přidané hodnoty v letech 2014–2016. Rovněž náklady vynaložené na prodané zboží rostly, nicméně je v tomto ohledu důležitější podívat se na podíl těchto nákladů na tržbách. Tento pohled poskytne vertikální analýza. Osobní náklady mají v čase rostoucí charakter, zejména díky trendu růstu mzdových nákladů a rovněž nákladů na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění. Dá se předpokládat nárůst této položky i v budoucnu.

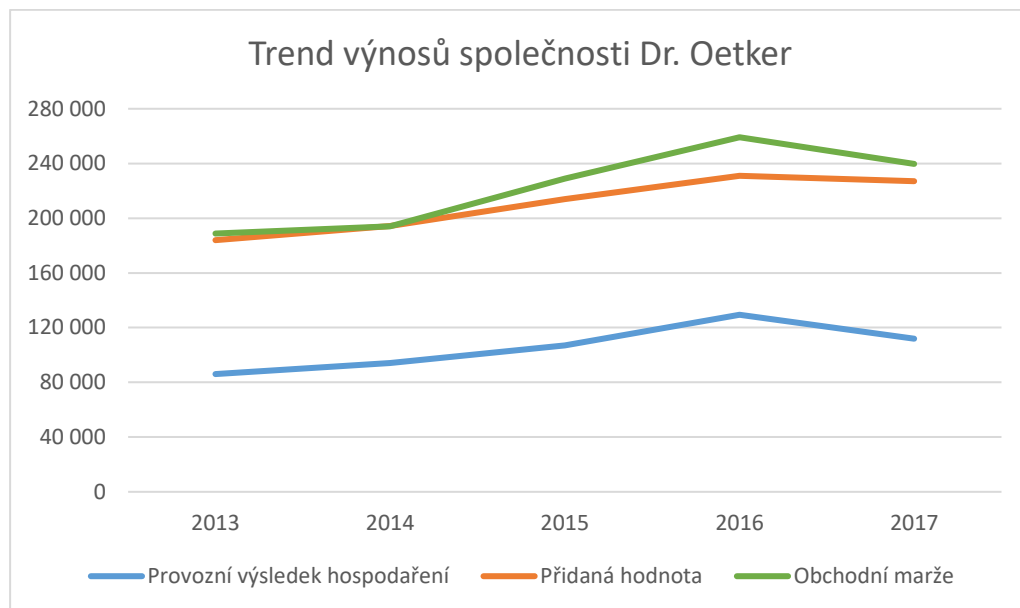
Tabulka 9: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty – zkrácená verze v %

%	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby za prodej zboží, vlastních výrobků a služeb	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Tržby za prodej zboží	60,47 %	61,82 %	62,88 %	65,90 %	67,77 %
Náklady vynaložené na prodané zboží	39,56 %	42,43 %	39,47 %	40,04 %	43,43 %
Obchodní marže	20,91 %	19,39 %	23,41 %	25,86 %	24,34 %
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	39,53 %	38,18 %	37,12 %	34,10 %	32,23 %
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-0,10 %	0,04 %	0,42 %	0,79 %	0,03 %
Výkonová spotřeba	39,97 %	38,20 %	39,09 %	37,69 %	33,55 %
Přidaná hodnota	20,37 %	19,42 %	21,87 %	23,05 %	23,05 %
Osobní náklady	11,45 %	11,01 %	11,60 %	11,88 %	12,56 %
Daně a poplatky	0,01 %	0,02 %	0,02 %	0,01 %	0,02 %
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	1,53 %	1,22 %	0,81 %	0,83 %	0,95 %
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0,22 %	0,32 %	0,21 %	0,70 %	0,65 %
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	0,31 %	0,30 %	0,18 %	0,88 %	0,78 %
Změna stavu rezerv, opr. pol. v prov.ob., kompl.nákladů příšt.obd	-0,11 %	-0,14 %	0,86 %	-0,32 %	0,27 %
Ostatní provozní výnosy	2,74 %	2,33 %	2,58 %	2,58 %	2,33 %
Ostatní provozní náklady	0,61 %	0,26 %	0,25 %	0,14 %	0,08 %
Provozní výsledek hospodaření	9,53 %	9,41 %	10,94 %	12,91 %	11,37 %
Finanční výsledek hospodaření	-0,19 %	-0,22 %	-0,12 %	-0,29 %	0,06 %
Výsledek hospodaření před zdaněním	9,34 %	9,19 %	10,82 %	12,62 %	11,43 %
Daň z příjmů za běžnou činnost	1,86 %	1,80 %	2,10 %	2,47 %	2,23 %
Výsledek hospodaření za účetní období	7,47 %	7,38 %	8,72 %	10,15 %	9,20 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv Společnosti

Při pohledu na vertikální analýzu je jednoznačně pozitivním faktorem růst podílu obchodní marže a následně i přidané hodnoty. To značí, že tržby za produkty rostou rychleji než náklady, které jsou vynaložené na jejich dosažení. Ve výsledku má Dr. Oetker v analyzovaných letech kladný výsledek hospodaření, který už 3 roky stabilně drží nad 100 000 tis. CZK, přestože v posledním roce došlo k poklesu zejména díky nižším tržbám za prodej vlastních výrobků a služeb, společně s celkovým nižším prodaným objemem produktů. Pro lepší pohled na vývoj výsledku hospodaření, obchodní marže a přidané hodnoty je na následující straně vykreslen graf č. 3.

Graf 3: Trend výsledku hospodaření, přidané hodnoty a obchodní marže Společnosti v tis. CZK



Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv Společnosti

Z údajů, které poskytly přílohy k účetním závěrkám bylo zpracováno teritoriální rozložení tržeb analyzované společnosti v České republice a zahraničí.

Tabulka 10: Teritoriální rozložení tržeb v tis. CZK

tis. CZK	2013	2014	2015	2016	2017
ČR	811 521	901 359	904 801	926 452	904 141
Zahraničí	91 494	99 183	73 485	75 807	80 311
Celkem	903 015	1 000 542	978 286	1 002 259	984 452
% část v cizině	10,13 %	9,91 %	7,51 %	7,56 %	8,16 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv Společnosti

Z tabulky je vidět, že Společnost dosahuje, mimo roku 2013, více než 90 % celkových tržeb z českého trhu. Vzhledem k tomu, že česká entita Dr. Oetker neposkytuje žádné další informace o exportu a i proto, že tržby ze zahraničí nejsou významnějšího charakteru, bude strategická analýza vycházet pouze z českého trhu.

Protože se jedná o výrobní podnik, představují významnou nákladovou položku mzdové náklady. Ty se absolutně zvýšily v analyzovaných letech o téměř 15 000 tis. CZK, nicméně vertikální analýza ukázala, že tento faktor roste přiměřeně k celkovému růstu podniku.

2.3 Analýza výkazu cash-flow

Společnost rovněž informuje ve svých výkazech za poslední 3 roky o peněžních tocích v podniku, který popisuje způsob, jakým podnik získal peněžní prostředky a za jakým účelem je vynaložil v členění na peněžní toky z provozní, investiční a finanční činnosti.

Tabulka 11: Výkaz Cash flow Společnosti v tis. CZK

tis. CZK	2015	2016	2017
Stav peněžních prostředků na začátku účetního období	54 147	113 139	68 153
Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	105 836	126 462	112 552
Úpravy o nepeněžní operace	14 308	4 541	12 436
<i>Odpisy stálých aktiv</i>	7 908	8 682	9 490
<i>Změna stavu opravných položek</i>	3 423	-396	-106
<i>Změna stavu rezerv</i>	3 308	-3 176	2 637
<i>Zisk/Ztráta z prodeje stálých aktiv</i>	0	-3	0
<i>Nákladové úroky</i>	-331	-159	-50
<i>Úpravy o ostatní nepeněžní operace</i>	0	-407	465
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a změnami PK	120 144	131 003	124 988
Změna stavu nepeněžních složek PK	60 372	-50 251	-8 491
<i>Změna stavu pohledávek z provozní činnosti, ČRA a dohadných účtů aktivních</i>	67 183	-25 811	-1 816
<i>Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti, ČRP a dohadných účtů pasivních</i>	1 386	1 540	-15 432
<i>Změna stavu zásob</i>	-6 581	-25 980	8 757
<i>Případné úpravy o ostatní nepeněžní operace</i>	-1 616		
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním	180 516	80 752	116 497
<i>Přijaté úroky</i>	331	159	50
<i>Zaplacená DzP a doměrky daně za minulé období</i>	-15 345	-23 416	-27 940
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	165 502	57 495	88 607
<i>Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv</i>	-13 195	-17 176	-6 567
<i>Příjmy z prodeje stálých aktiv</i>	0	3	0
Čistý peněžní tok z investiční činnosti	-13 195	-17 173	-6 567
<i>Dopady změn VK na peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty</i>	-93 315	-85 308	-101 712
<i>Vyplacení podílu na VK společníkům</i>	-93 315	-85 308	-101 712
Čistý peněžní tok z finanční činnosti	-93 315	-85 308	-101 712
<i>Čisté zvýšení nebo snížení peněžních prostředků</i>	58 992	-44 986	-19 672
Stav peněžních prostředků na konci účetního období	113 139	68 153	48 481

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv Společnosti

V analyzovaných letech dosáhl vývoj peněžních toků z provozní činnosti kladných hodnot, ale má klesající charakter. V roce 2016 je to způsobeno stejným růstem krátkodobých pohledávek a zásob oproti předchozímu roku. V roce 2017 je důvodem zejména pokles krátkodobých závazků o přibližně 15 000 tis. CZK.

Peněžní tok z investiční činnosti je záporný proto, že společnost investovala do nové výroby a s tím souvisejícím pořízením stálých aktiv.

Již výše bylo napsáno, že společnost rozděluje 100 % svého zisku mateřské společnosti. To jednoznačně ovlivní hodnoty peněžního toku z finanční činnosti, který tak každoročně dosahuje záporných hodnot.

I přes klesající trend je stále kladný konečný zůstatek pozitivním faktorem pro hodnocení podniku jako celku.

2.4 Analýza poměrových ukazatelů

Následující část finanční analýzy se věnuje rozboru poměrových ukazatelů, které poskytnou bližší informace o hospodářské a finanční situaci oceňovaného podniku. Tyto ukazatele budou počítány nejen pro oceňovaný podnik, ale také pro konkurenty, aby bylo možné lépe zachytit jeho pozici na trhu a analýza byla provedena nejen v čase, ale také v prostoru.

Vzhledem k poměrně širokému působení společnosti Dr. Oetker bylo nutné vybrat více konkurentů, zaměřující se vždy na část portfolia výrobků, které Společnost vyrábí. Portfolio je možné rozdělit do čtyř větších oblastí, které jsou vymezeny níže, společně s jejich konkurenty. Konkurence v tomto případě není vždy 100% srovnatelná z hlediska velikosti a tržeb, nicméně se jedná o společnosti nejvíce podobné core businessu analyzované společnosti. Konkurenti byli následně vybráni jednak proto, že působí v podobné oblasti a zároveň prodávají víceméně identické produkty. Všechny níže zmíněné podniky mají zveřejněné účetní závěrky za rok 2017 a umožňují porovnatelnost mezi sebou. Jednotliví konkurenti budou podrobněji rozebráni více ve strategické analýze

- | | |
|------------------------------|------------------------|
| • Sypké směsi pro pečení | Vitana, Labeta, Carla |
| • Hotové směsi | Vitana, Labeta, Amylon |
| • Mražené a chlazené výrobky | Frostfood, Olma |
| • Ovesné a rýžové kaše | Emco, Bonavita |

Některé ukazatele, které bylo možné nalézt, případně vypočítat budou také srovnány s průměry za vybrané odvětví. V tomto případě se jedná o trh rozlišený podle tří klasifikací a sice CZ-NACE 10.5 – Výroba mléčných výrobků,

CZ-NACE 10.6 – Výroba mlýnských a škrobářenských výrobků a CZ-NACE 10.8 – Výroba ostatních potravinářských výrobků. Na všech těchto trzích společnost Dr. Oetker působí a pro představu je porovnání s trhem provedeno i přes to, že může docházet k odchylkám kvůli celkovému portfoliu produktů, které Společnost nabízí.

Tato kapitola je dále rozdělena na podkapitoly podle závislosti následujících ukazatelů:

- Analýza rentability
- Analýza likvidity
- Analýza aktivity
- Výkonové ukazatele

2.4.1 Ukazatele rentability

V této části bude analyzována rentabilita vlastního kapitálu (ROE), rentabilita celkového kapitálu (ROA), zisková marže a ukazatel EBITDA marže. Každému ukazateli je věnována zvláštní podkapitola, kde jsou uvedeny tabulky a grafy, které zobrazují hodnoty pro oceňovaný podnik i pro konkurenty. Pokud to bylo v rámci analýzy možné, bylo provedeno porovnání s hodnotami pro celý trh podle vybrané klasifikace.

2.4.1.1 Rentabilita vlastního kapitálu

Pro zjištění hodnoty rentability vlastního kapitálu byl použit následující vzorec:

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

Tabulka níže zobrazuje hodnoty rentabilit vlastního kapitálu za roky 2013–2017 společnosti Dr. Oetker, jeho blízkých konkurentů a zároveň průměrných hodnot tohoto ukazatele za celé odvětví.

Tabulka 12: Rentabilita vlastního kapitálu Společnosti a blízké konkurence v %

ROE (%)	2013	2014	2015	2016	2017
Dr. Oetker	20,64 %	22,15 %	26,22 %	29,76 %	27,39 %
Vitana	-2,24 %	1,04 %	3,67 %	12,50 %	15,77 %
Labeta	1,38 %	2,29 %	7,59 %	5,40 %	2,13 %
Carla	9,68 %	5,88 %	7,92 %	7,38 %	12,98 %
Amylon	9,94 %	16,74 %	15,31 %	18,87 %	23,21 %
Frostfood	-0,45 %	11,43 %	14,85 %	5,61 %	4,62 %
Emco	24,83 %	12,15 %	5,42 %	22,01 %	19,30 %

ROE (%)	2013	2014	2015	2016	2017
Bonavita	9,48 %	17,52 %	14,54 %	10,03 %	6,88 %
Olma	42,72 %	24,69 %	19,96 %	24,06 %	10,66 %
CZ NACE 10.5	16,46 %	11,11 %	11,69 %	16,26 %	16,77 %
CZ NACE 10.6	3,88 %	3,41 %	11,43 %	12,91 %	12,65 %
CZ NACE 10.8	12,13 %	11,50 %	10,04 %	13,83 %	13,77 %

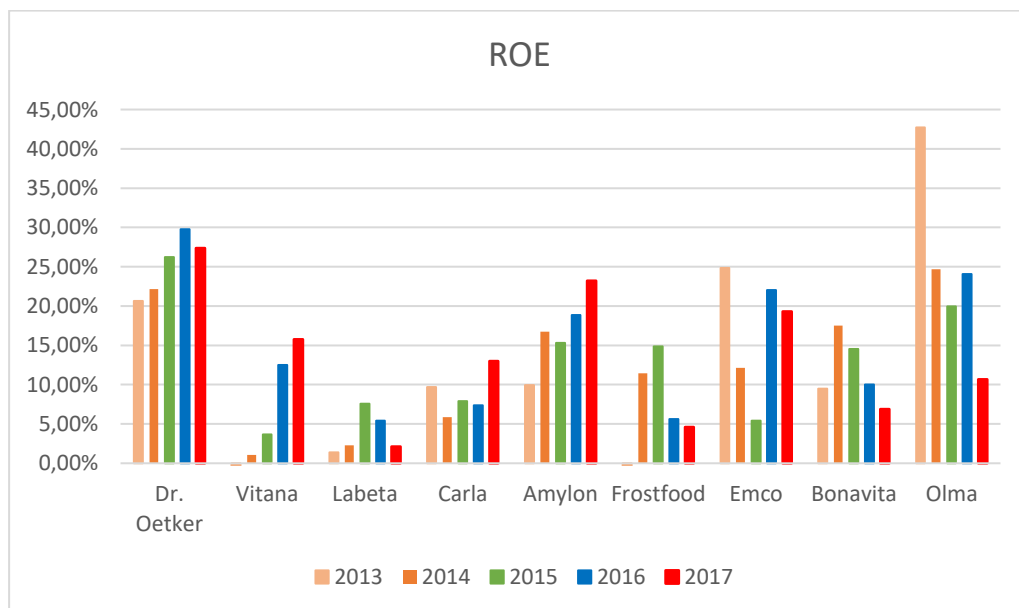
Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv společností

Z této tabulky je patrné, že Společnost má nadprůměrný ukazatel ROE jak při porovnání s konkurencí, tak při porovnání s průměrem všech výše vymezených trhů, a to téměř dvojnásobný oproti CZ-NACE 10.6 a 10.8. Společnost Dr. Oetker předčí v dřívějších letech pouze společnost Olma, která ale postupně začala kumulovat svůj nerozdělený zisk z minulých let, tudíž postupně došlo k poklesu tohoto ukazatele u této společnosti.

Společnost je v porovnání se svou konkurencí v lepší pozici zejména díky svému rozdělování podílu na zisku. Dr. Oetker v posledních 3 letech standardně rozděluje 100 % zisku své mateřské společnosti a má proto nulový zůstatek položky „Výsledek hospodaření minulých let“.

Na základě výše zmíněných faktorů je možné hodnotit tento ukazatel pozitivně. Pro větší názornost je níže vykreslen graf analyzovaných let, který graficky porovnává rentability vlastního kapitálu jednotlivých společností.

Graf 4: Rentabilita vlastního kapitálu Společnosti a blízké konkurence v %



Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv společností

2.4.1.2 Rentabilita aktiv

Poměrový ukazatel rentability aktiv byl spočten na základě následujícího vzorce:

$$\text{Rentabilita aktiv} = \frac{EBIT}{\text{Aktiva}}$$

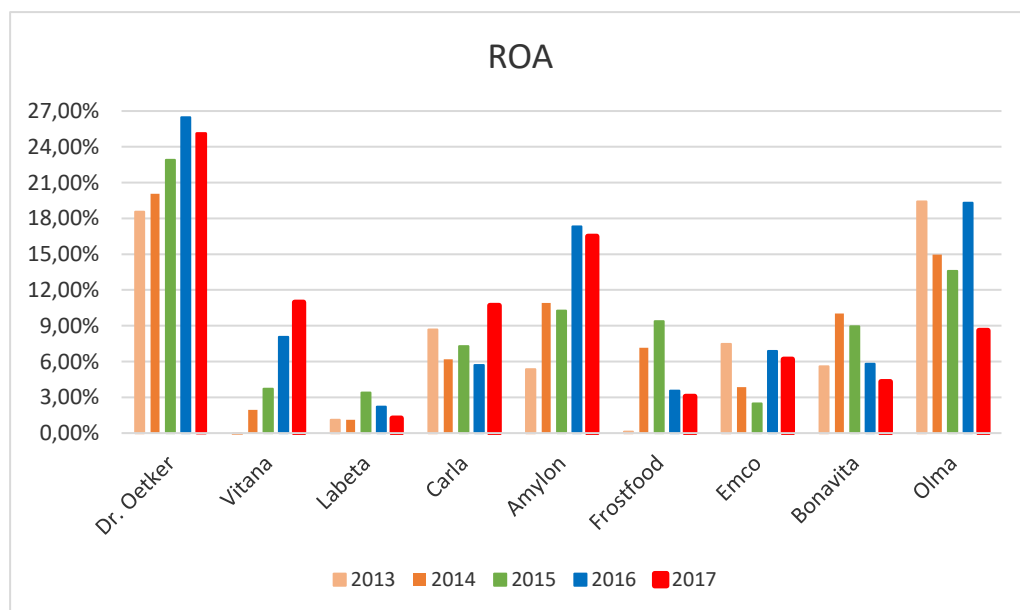
Tabulka 13: Rentabilita celkového kapitálu Společnosti a blízké konkurence v %

ROA (%)	2013	2014	2015	2016	2017
Dr. Oetker	18,56 %	20,06 %	22,92 %	26,48 %	25,12 %
Vitana	-0,66 %	1,95 %	3,71 %	8,06 %	10,96 %
Labeta	1,13 %	1,11 %	3,39 %	2,20 %	1,25 %
Carla	8,70 %	6,18 %	7,29 %	5,70 %	10,70 %
Amylon	5,37 %	10,92 %	10,25 %	17,32 %	16,48 %
Frostfood	0,12 %	7,14 %	9,37 %	3,55 %	3,08 %
Emco	7,48 %	3,87 %	2,47 %	6,89 %	6,20 %
Bonavita	5,59 %	10,02 %	8,94 %	5,81 %	4,32 %
Olma	19,41 %	14,96 %	13,58 %	19,31 %	8,62 %
CZ NACE 10.5	9,04 %	6,56 %	7,32 %	11,14 %	12,14 %
CZ NACE 10.6	3,07 %	2,94 %	6,65 %	7,48 %	7,74 %
CZ NACE 10.8	8,21 %	7,70 %	6,77 %	9,18 %	9,54 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv Společnosti

V případě ukazatele rentability aktiv lze konstatovat, že Dr. Oetker dosahuje opět nadprůměrných hodnot. Některé své nejbližší konkurenty dokonce v každém roce převyšuje o téměř dvojnásobnou hodnotu a má vzestupný trend, což lépe znázorňuje graf č.5.

Graf 5: Rentabilita celkového kapitálu Společnosti a blízké konkurence v %



Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv společností

Společnost dává velký význam kvalitě, která převažuje nad kvantitou. Proto si může dovolit, zejména v době konjunktury, zvýšit ceny. To se následně projeví v rostoucím výsledku hospodaření. Dobrou zprávou je, že Dr. Oetker má rovněž vyšší hodnoty ROA, než je průměr trhu CZ-NACE 10.5, 10.6 i 10.8. V posledním roce sice došlo k poklesu o 1 p.b., ale stále se nachází na vysoce nadprůměrné úrovni. Pokles byl způsoben zejména nižšími tržbami, které se dostali zpět na úroveň roku 2015.

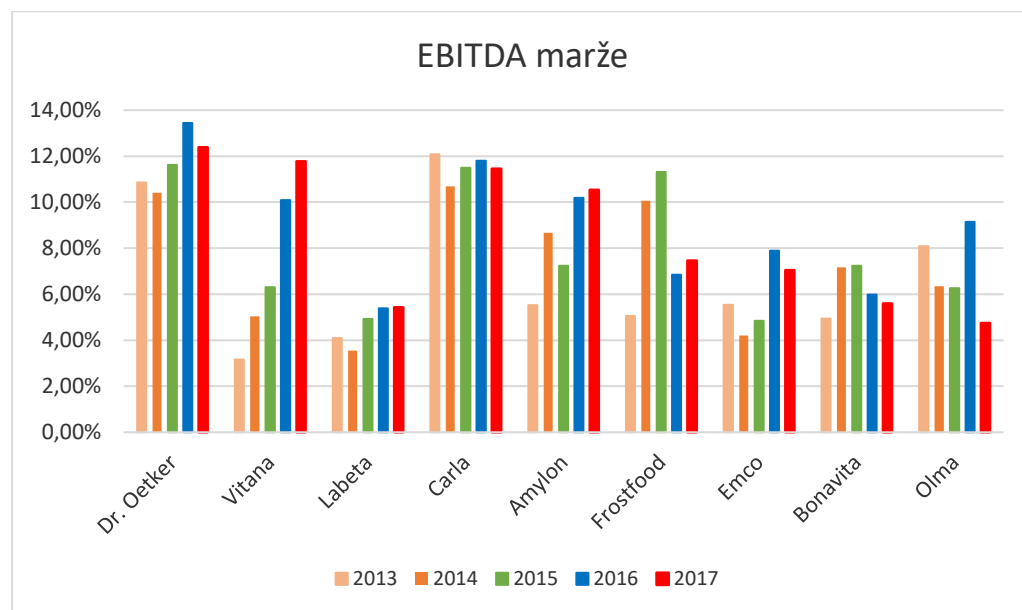
2.4.1.3 EBITDA marže

Pro výpočet této marže byl použit následující vzorec:

$$EBITDA \text{ marže} = \frac{EBITDA}{Tržby}$$

Ukazatel EBITDA marže byl zvolen proto, že je díky němu možné eliminovat odpisovou politiku společnosti. EBITDA byla v tomto případě vypočítána jako podíl EBITu zvýšeného o odpisy v daném roce a tržeb za stejné období.

Graf 6: EBITDA marže Společnosti a jeho blízké konkurence v %



Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv společností

Z grafu č.6 je možné konstatovat, že i po eliminaci odpisové politiky dosahuje oceňovaná společnost nadprůměrných výsledků v porovnání s konkurencí, ovšem rozdíl není tak markantní. To je dáno zejména velikostí odpisů u konkurenčních společností. Nejvyšších hodnot dosáhla, podobně jako u

předešlých faktorů, v roce 2016. Poslední analyzovaný rok 2017 byl opět ve znamení mírného poklesu.

2.4.1.4 Ukazatel ziskové marže

Další vypočtený ukazatel je zisková marže, která je součástí pyramidového rozkladu rentability vlastního kapitálu (ROE). Její propočet byl založen na použití následujícího vzorce:

$$\text{Zisková marže} = \frac{EBIT}{\text{Tržby}}$$

Tabulka 14: Zisková marže Společnosti a blízké konkurence v %

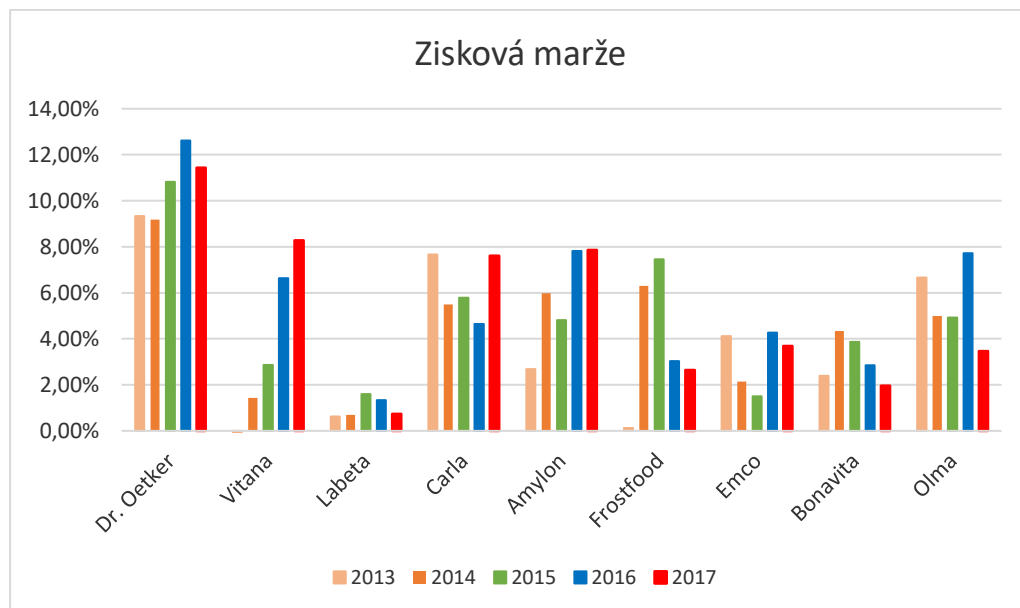
%	2013	2014	2015	2016	2017
Dr. Oetker	9,34 %	9,19 %	10,82 %	12,62 %	11,43 %
Vitana	-0,53 %	1,43 %	2,86 %	6,64 %	8,27 %
Labeta	0,62 %	0,69 %	1,59 %	1,33 %	0,74 %
Carla	7,67 %	5,50 %	5,79 %	4,64 %	7,61 %
Amylon	2,68 %	5,98 %	4,81 %	7,82 %	7,86 %
Frostfood	0,13 %	6,30 %	7,46 %	3,04 %	2,64 %
Emco	4,11 %	2,14 %	1,50 %	4,27 %	3,69 %
Bonavita	2,39 %	4,34 %	3,87 %	2,85 %	1,96 %
Olma	6,67 %	5,00 %	4,93 %	7,72 %	3,46 %
CZ NACE 10,5	3,87 %	2,81 %	3,37 %	5,67 %	5,72 %
CZ NACE 10,6	1,70 %	1,67 %	3,82 %	4,62 %	4,59 %
CZ NACE 10,8	6,51 %	6,13 %	5,37 %	7,35 %	7,36 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv společností

Na základě tohoto ukazatele je možné identifikovat ziskovost v poměru k tržbám. Pokud budou srovnávány firmy operující na podobném trhu, jako je například Vitana a Carla v kategorii sypkých směsí pro pečení, jejich hodnoty ziskové marže jsou zejména v posledních letech podobné. Při srovnání s oceňovaným podnikem ale i v tomto směru zaostávají, protože Dr. Oetker má ve všech analyzovaných letech nadprůměrnou marži. Některé společnosti, jako například Labeta nebo Bonavita mají marži nižší, než je průměr trhu a je otázkou, jestli jde o přechodný stav. Například společnost Bonavita v posledních letech značně investovala do své výroby, tudíž je do budoucna potenciál růstu i z hlediska tohoto ukazatele.

Dr. Oetker je zavedenou společností, a trh na kterém působí je sice stabilní v objemech, ale roste zejména v hodnotě, je zde vyšší důraz na kvalitu. I tento faktor nahrává vyšším hodnotám tohoto ukazatele. Podrobněji bude trh rozebrán dále ve strategické analýze.

Graf 7: Zisková marže Společnosti a blízké konkurence v %



Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv společností

2.4.1.5 Rozklad ROE – Du Pont analýza

Aby bylo možné lépe určit, který ukazatel má hlavní vliv na rentabilitu, byl proveden rozklad ukazatele rentability vlastního kapitálu. Vybraný ukazatel lze rozepsat následující rovnicí³:

$$ROE = \frac{VH \text{ po dani}}{EBIT} * \frac{EBIT}{T} * \frac{T}{A} * \frac{A}{VK}$$

kde:

$\frac{VH \text{ po dani}}{EBIT}$	Daňová a úroková redukce
$\frac{EBIT}{T}$	Zisková marže
$\frac{T}{A}$	Obrat aktiv
$\frac{A}{VK}$	Finanční páka

Výše jednotlivých ukazatelů pro vymezené společnosti v průběhu let ukazuje tabulka na následující straně.

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

Tabulka 15: Rozklad ROE Společnosti a jeho blízkých konkurentů

Rozklad ROE	Ukazatel	2013	2014	2015	2016	2017
Dr. Oetker	ROE	20,64 %	22,15 %	26,22 %	29,76 %	27,39 %
	Daň. a úrok. Redukce	0,800	0,804	0,806	0,804	0,805
	Zisková marže	0,093	0,092	0,108	0,126	0,114
	Obrat aktiv	1,988	2,184	2,118	2,099	2,197
	Finanční páka	1,389	1,374	1,419	1,397	1,355
Vitana	ROE	-2,24 %	1,04 %	3,67 %	12,50 %	15,77 %
	Daň. a úrok. Redukce	2,373	0,412	0,723	0,814	0,780
	Zisková marže	-0,005	0,014	0,029	0,066	0,083
	Obrat aktiv	1,254	1,366	1,296	1,214	1,324
	Finanční páka	1,433	1,298	1,368	1,904	1,846
Labeta	ROE	1,38 %	2,29 %	7,59 %	5,40 %	2,13 %
	Daň. a úrok. Redukce	0,339	0,518	0,666	0,665	0,474
	Zisková marže	0,006	0,007	0,016	0,013	0,007
	Obrat aktiv	1,804	1,613	2,127	1,652	1,693
	Finanční páka	3,620	3,991	3,364	3,685	3,602
Carla	ROE	9,68 %	5,88 %	7,92 %	7,38 %	12,98 %
	Daň. a úrok. Redukce	0,766	0,720	0,803	0,899	0,782
	Zisková marže	0,077	0,055	0,058	0,046	0,076
	Obrat aktiv	1,134	1,124	1,258	1,227	1,407
	Finanční páka	1,452	1,322	1,354	1,440	1,551
Amylon	ROE	9,94 %	16,74 %	15,31 %	18,87 %	23,21 %
	Daň. a úrok. Redukce	0,804	0,757	0,763	0,599	0,786
	Zisková marže	0,027	0,060	0,048	0,078	0,079
	Obrat aktiv	2,003	1,826	2,131	2,214	2,097
	Finanční páka	2,302	2,025	1,956	1,820	1,792
Frostfood	ROE	-0,45 %	11,43 %	14,85 %	5,61 %	4,62 %
	Daň. a úrok. Redukce	-2,257	0,913	0,944	0,853	0,858
	Zisková marže	0,001	0,063	0,075	0,030	0,026
	Obrat aktiv	0,920	1,134	1,256	1,168	1,170
	Finanční páka	1,695	1,751	1,679	1,852	1,746
Emco	ROE	24,83 %	12,15 %	5,42 %	22,01 %	19,30 %
	Daň. a úrok. Redukce	0,594	0,526	0,398	0,617	0,591
	Zisková marže	0,041	0,021	0,015	0,043	0,037
	Obrat aktiv	1,820	1,806	1,654	1,615	1,681
	Finanční páka	5,584	5,970	5,504	5,174	5,268
Bonavita	ROE	9,48 %	17,52 %	14,54 %	10,03 %	6,88 %
	Daň. a úrok. Redukce	0,746	0,769	0,767	0,731	0,734
	Zisková marže	0,024	0,043	0,039	0,029	0,020
	Obrat aktiv	2,342	2,310	2,310	2,034	2,203
	Finanční páka	2,273	2,274	2,121	2,363	2,169
Olma	ROE	42,72 %	24,69 %	19,96 %	24,06 %	10,66 %
	Daň. a úrok. Redukce	0,811	0,813	0,811	0,810	0,811
	Zisková marže	0,067	0,050	0,049	0,077	0,035
	Obrat aktiv	2,911	2,995	2,757	2,500	2,490
	Finanční páka	2,715	2,029	1,812	1,538	1,525

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv společností

Výnosnost vlastního kapitálu, která je vyjádřena ukazatelem ROE, je ovlivněná několika vlivy. Jednak je to daňová a úroková redukce. V porovnání

s konkurenčními společnostmi dosahuje analyzovaná společnost podobných hodnot okolo 0,800, zejména v posledních letech. Podstatnější v tomto rozkladu je produkční síla podniku (ROA) vyjádřená ziskovou marží a obratem aktiv. Při pohledu na data poskytnutá tabulkou č.15 je evidentní, že Dr. Oetker se společnostmi Labeta, Amylon, Emco, Bonavita a Olma realizují svou výši rentability zejména z obratu celkových aktiv. To značí efektivní využívání kapitálu, se kterým společnosti hospodaří a také to, že ziskovost u těchto společnosti tvoří větší množství prodaných produktů spíše než z marže. Ostatní konkurenční společnosti mají sice také vyšší podíl na rozkladu rentability v ukazateli obratovosti aktiv, nicméně daný podíl není tak markantní, jako tomu je u ostatních společností. Posledním důležitým ukazatelem, kterým je ROE ovlivněn je výše finanční páky. Ta vyjadřuje míru zadluženosti podniku a společnost Dr. Oetker dosahuje stabilně nízkých hodnot tohoto ukazatele v porovnání s konkurencí. Je vhodné poznamenat, že společnost nevede ve své rozvaze úročený cizí kapitál a jeho výše nemá pro účely zhodnocení finančního zdraví takový význam.

2.4.2 Ukazatele likvidity

V následující podkapitole bude provedena analýza likvidity oceňovaného podniku společně se srovnáním s konkurencí a v případě běžné likvidity i se srovnáním s trhem podle klasifikace CZ-NACE 10.5, 10.6 a 10.8. Samotná likvidita byla posuzována pomocí ukazatele běžné, pohotové a okamžité likvidity.

V rámci analýzy likvidity, jak bylo popsáno výše, byly pohledávky za ovládanými a spřízněnými osobami ponechány ve skupině běžných pohledávek. Společnost například v roce 2017 drží u své matky pohledávku ve výši 60 000 tis. CZK. Ta bude pravděpodobně splatná na vyžádání, ale není možné podle dostupných dat blíže tento faktor posoudit. Nehledě na fakt, že výše peněžních prostředků, které Společnost vykazuje, bude poskytovat uspokojivé výsledky i bez zahrnutí pohledávek za spojenými osobami do peněžních prostředků.

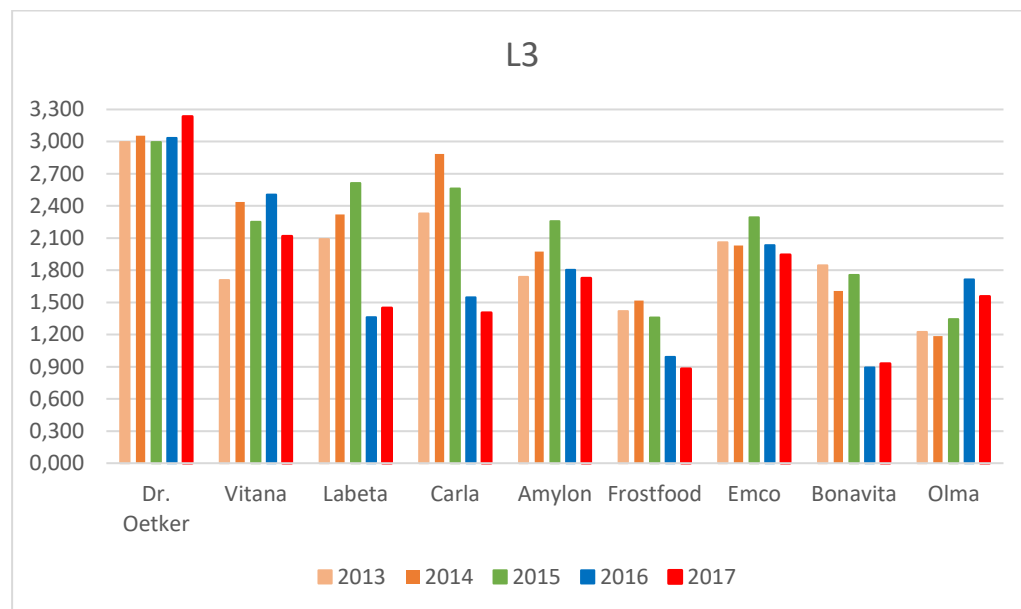
2.4.2.1 Běžná likvidita (L3)

Výpočet běžné likvidity byl proveden pomocí vzorce:

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

Podle učebnice profesora Marka⁴ by se hodnoty tohoto ukazatele měly pohybovat v rozmezí 1,5 – 2,5.

Graf 8: Běžná likvidita Společnosti a blízké konkurence



Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv společností

Potřebné likvidity nedosahuje v posledních letech společnost Bonavita a Frostfood. Obě mají vyšší hodnotu krátkodobých závazků, které tento ukazatel tím pádem snižují. Dr. Oetker má likviditu ve všech analyzovaných letech vyšší než hodnota 3. Udržuje tedy konzervativní politiku a dá se předpokládat velmi dobrá schopnost plnění splatných závazků. Již výše bylo zmíněno, že společnost drží rovněž vyšší částku na položce krátkodobý finanční majetek. I to nahrává pozitivnímu hodnocení tohoto ukazatele. Na druhou stranu, příliš vysoká hodnota likvidity značí, že Společnost nemusí mít efektivní cash management a aktiva, která by mohla být investována za vyšší úrok, leží na účtech.

Pohotová likvidita

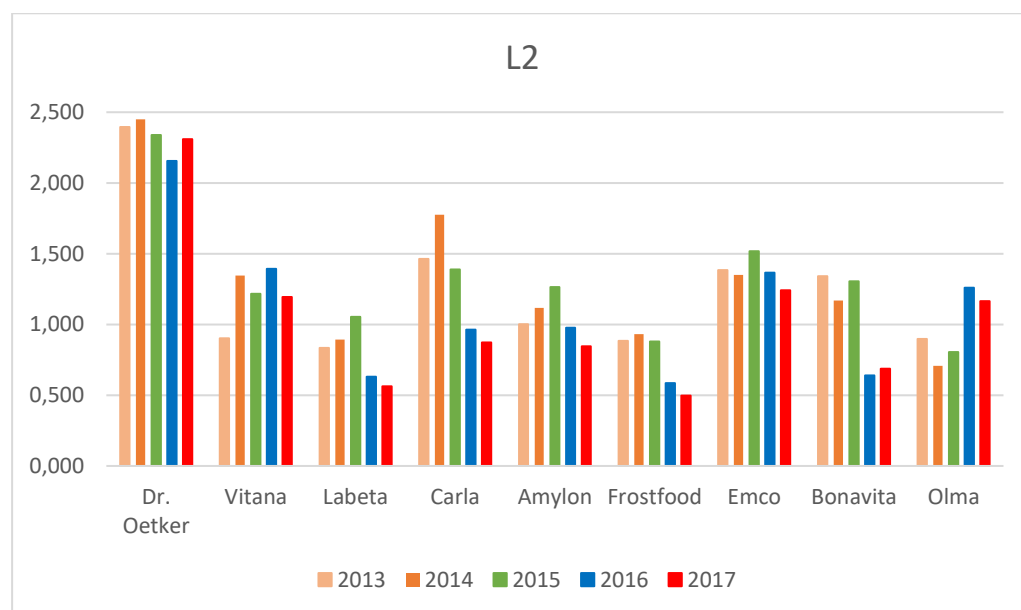
Pro výpočet pohotové likvidity bylo využito následujícího vzorce:

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva} - \text{Zásoby}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

⁴ MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Ekopress, 2009. ISBN 978-80-86929-49-1.

Podle učebnice profesora Marka⁵ by se hodnoty tohoto ukazatele měly pohybovat v rozmezí 1,0 – 1,5.

Graf 9: Pohotovostní likvidita Společnosti a blízké konkurence



Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv společností

Tabulkových hodnot nedosahuje u tohoto ukazatele společnost Labeta a v posledních letech rovněž Carla, Amylon a Frostfood. Kromě společnosti Frostfood, která nedosahovala požadovaných hodnot ani v předchozím stupni likvidity je patrné, že zbylé vyjmenované společnosti drží vyšší hodnotu svých zásob, což může potenciálně značit i jejich menší prodejnost. Oceňovaná společnost dosahuje opět vyšších hodnot tohoto ukazatele. Proto bude provedena analýza likvidity posledním stupněm – ukazatelem okamžité likvidity.

Okamžitá likvidita

Výpočet okamžité likvidity byl vypočítán na základě vzorce:

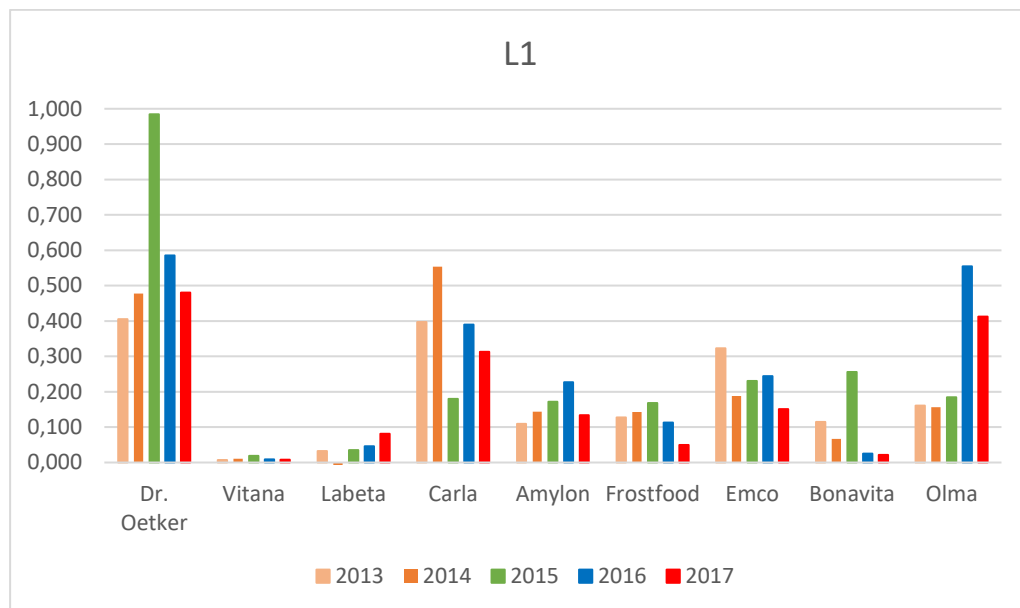
$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{Krátkodobý finanční majetek}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

Profesor Marek ve své učebnici⁶ uvádí, že by se hodnoty tohoto ukazatele měly pohybovat v rozmezí 0,2 – 0,5.

⁵ MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Ekopress, 2009. ISBN 978-80-86929-49-1.

⁶ MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Ekopress, 2009. ISBN 978-80-86929-49-1.

Graf 10: Okamžitá likvidita Společnosti a blízké konkurence



Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv společností

Stejně jako u předchozích ukazatelů likvidity, i v tomto posledním stupni dosahuje společnost Dr. Oetker nadprůměrných hodnot jak z hlediska porovnání s tabulkovými hodnotami, tak porovnáním s nejbližší konkurencí. Skokové zvýšení v roce 2015 je způsobeno snížením pohledávky, kterou měla oceňovaná Společnost u své matky. I přes zjevný trend snižování peněžních prostředků v posledních 3 letech je výše peněžních prostředků stále více než dostačující. Konkurenční společnosti provozují spíše agresivnější politiku, kdy své peněžní prostředky drží na dolní hranici tabulkových hodnot. Potenciální riziko by mohlo nastat u konkurenčních společností Vítana, Labeta a Bonavita, které nedosahují vymezených hodnot, zejména v posledních letech. Záleží pak na samotné společnosti, jestli jsou pro ni tyto finanční prostředky dostačující. Například společnost Vítana je součástí nadnárodního koncernu, tudíž by případné problémy mohla teoreticky řešit půjčkou ve skupině. Ostatní společnosti, například ty, které jsou 100 % vlastněny českými entitami, by se musely financovat u jiných subjektů.

2.4.2.2 Pracovní kapitál

Pro výpočet ukazatele pracovního kapitálu bylo využito následujícího vzorce:

$$PK = \text{Oběžná aktiva} - \text{Krátkodobé závazky}$$

Tabulka 16: Pracovní kapitál Společnosti a blízké konkurence v tis. CZK

PK	2013	2014	2015	2016	2017
Dr. Oetker	236 930	233 256	229 240	236 835	225 607
Vitana	317 448	405 483	446 268	541 627	420 188
Labeta	11 707	11 919	14 120	6 774	7 225
Carla	70 381	70 813	74 526	54 028	37 707
Amylon	39 812	47 773	51 379	47 399	48 658
Frostfood	21 180	30 677	28 905	-851	-13 663
Emco	180 217	184 041	197 259	168 879	158 439
Bonavita	83 729	75 978	94 354	-26 170	-16 893
Olma	110 729	92 884	151 813	300 169	254 004

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv společností

Z tabulky č.16 je možné získat určitý náhled na velikost pracovního kapitálu jak pro oceňovanou společnost, tak pro konkurenci. Dr. Oetker vykazuje opět oproti konkurenci nadprůměrné hodnoty, jediné společnosti Vitana a Olma dosahují hodnot vyšších. Zbylá konkurence, mimo společnosti Frostfood a Bonavita, vykazuje podobné výsledky, jako tomu bylo u běžné likvidity, kdy držela své likvidní prostředky v předepsaných mezích. Výše zmíněné společnosti mají za poslední dva roky zápornou hodnotu Pracovního kapitálu, což by do budoucna mohlo potenciálně značit problémy, protože část stálých aktiv podniku je v těchto letech kryta krátkodobými zdroji.

Z výše uvedených informací vyplývá, že na analyzovaný podnik je z pohledu likvidity možné se dívat pozitivně, tudíž by, na základě těchto ukazatelů, neměl mít do budoucna problém se splácením svých závazků.

2.4.3 Ukazatele aktivity

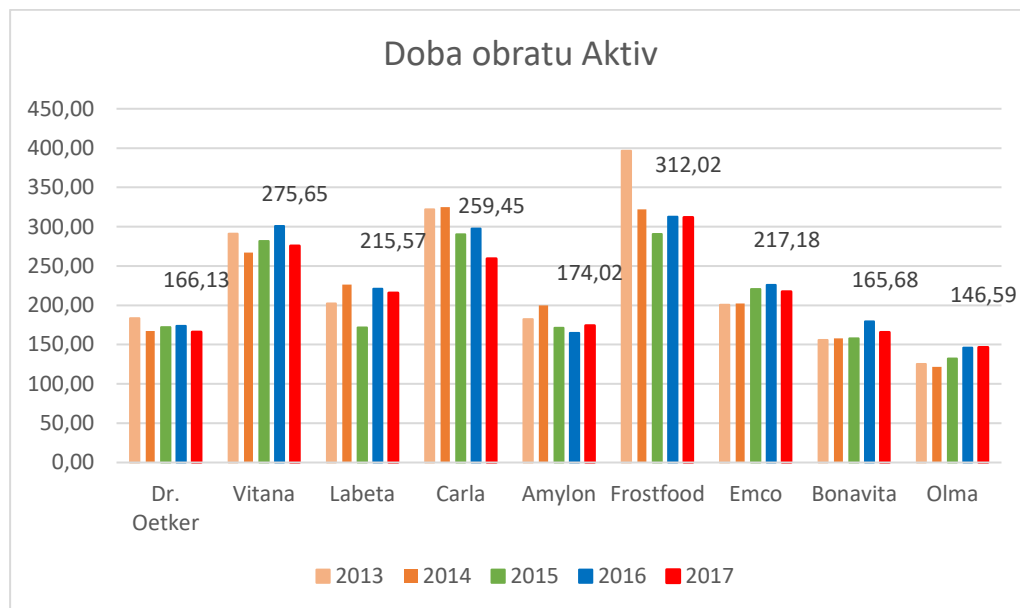
Pro analýzu ukazatelů aktivity byly vybrány ukazatele doby obratu aktiv, doba obratu zásob a obchodní deficit.

2.4.3.1 Doba obratu aktiv

Pro určení doby obratu aktiv byl zvolen následující vzorec:

$$Doba\ obratu\ aktiv = \frac{Aktiva}{Tržby/365}$$

Graf 11: Doba obratu aktiv Společnosti a blízké konkurence ve dnech



Zdroj: Vlastní zpracování na základě Výročních zpráv společností

Graf podává přehled o dobách obratu aktiv analyzovaných společností, kde v posledním analyzovaném roce 2017 je pro představu hodnota na grafu zobrazena. Oceňovaný podnik dosahuje průměrných hodnot, co se doby obratu týče v porovnání s konkurencí. Pozitivně je možné zhodnotit fakt, že v analyzovaných letech se drží hodnota tohoto poměrového ukazatele na stabilních hodnotách. Indikátor je vhodné pozorovat vzhledem k tomu, že obrat aktiv je součástí pyramidálního rozkladu rentability vlastního kapitálu.

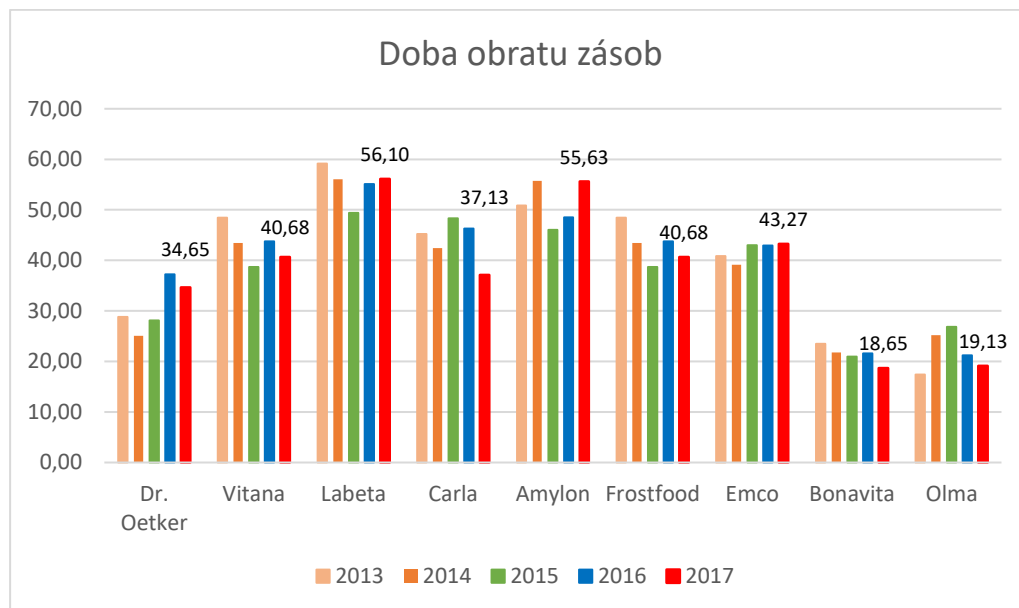
2.4.3.2 Doba obratu zásob

Při propočtu tohoto ukazatele bylo vycházeno z následujícího vzorce:

$$Doba\ obratu\ zásob = \frac{Zásoby}{Tržby/365}$$

Výsledné hodnoty uvedené pro jednotlivé podniky, opět se zobrazenou hodnotou posledního analyzovaného roku 2017, jsou patrné v grafu č. 12, který je vykreslen na následující straně.

Graf 12: Doba obratu zásob Společnosti a blízké konkurence ve dnech



Zdroj: Vlastní zpracování na základě Výročních zpráv společností

Doba obratu zásob je u oceňované společnosti spíše na průměrné úrovni v porovnání s nejbližší konkurencí, což je způsobeno vyšším objemem této položky rozvahy. Společnost rozšiřuje své portfolio zejména v posledních letech a na základě toho se rovněž zvyšují zásoby, čemuž odpovídá i trend patrný v grafu výše. Je zde ovšem rovněž možnost, že Dr. Oetker nenachází pro své výrobky tak rychlý odbyt oproti konkurenci.

2.4.3.3 Obchodní deficit

Výpočet tohoto ukazatele je definován jako rozdíl průměrné doby splatnosti pohledávek a závazků z obchodního styku. Vzorec má následující podobu:

$$\text{Obchodní deficit} = \text{Doba obratu pohledávek} - \text{Doba obratu závazků}$$

Tabulka 17: Obchodní deficit Společnosti a blízké konkurence

OD	2013	2014	2015	2016	2017
Dr. Oetker	18,03	15,77	13,05	20,74	22,92
Vitana	18,44	22,33	19,41	18,48	10,87
Carla	21,21	20,41	22,14	11,58	20,51
Labeta	-5,07	-5,43	1,85	9,45	-5,61
Bonavita	0,89	0,53	-2,03	-9,40	-5,62
Olma	-18,45	-18,79	-15,13	-11,40	-12,44

Zdroj: Vlastní zpracování na základě Výročních zpráv společností

Snahou každého podniku by měla být hodnota tohoto ukazatele co nejnižší. Obecně platí, že čím kratší je doba obratu pohledávek a čím delší je doba obratu závazků, tím rychleji je možné peníze inkasované z pohledávek použít na

zaplacení závazků. Analyzované společnosti byly na základě dosažených hodnot rozděleny do kvartilů podle výše obchodního deficitu. V tabulce č.17 jsou proto zobrazeny pouze společnosti, které se nacházejí v 1. nebo ve 4. kvartilu, který je pro porovnání vhodnější. V 1. kvartilu, zobrazený kurzívou, který obsahuje společnosti s nejnižšími hodnotami tohoto ukazatele, byly vybrány společnosti Labeta, Bonavita a Olma. Tyto společnosti udržují nižší dobu obratu pohledávek oproti závazkům i oproti blízké konkurenci. Oproti tomu ve 4. kvartilu, zobrazený tučně s modrým pozadím, ve kterém jsou společnosti s nejvyššími hodnotami obchodního deficitu, se nachází právě oceňovaná společnost Dr. Oetker a dále Vitana a Carla. Mohlo by se zdát, že oceňovaná společnost je v určité nevýhodě oproti konkurenčním společnostem, kteří inkasují za své pohledávky rychleji, než musí platit za své závazky, nicméně je nutné k tomuto ukazateli přistupovat s mírným odstupem, protože Dr. Oetker je součástí nadnárodního koncernu a velkou část svých produktů získává od sesterských společností, případně své matky. Proto může mít jinak nastavenou splatnost svých závazků s porovnáním s konkurencí. Stejně tak, jako ukázal na počátku této kapitoly graf č.2, vykreslující strukturu pohledávek z obchodních vztahů, nedosahují pohledávky po splatnosti vysokých hodnot, naopak se v analyzovaném čase jejich výše snižuje.

2.4.4 Výkonové ukazatele

Protože Dr. Oetker je rovněž výrobní společností, je vhodné pro finanční analýzu provést zhodnocení výkonových ukazatelů. Použité ukazatele budou tržby na zaměstnance, přidaná hodnota a průměrné mzdové náklady vždy na jednoho zaměstnance u každé společnosti.

Pro potřebné výpočty je nutné jako vztahovou veličinu použít výši průměrných přepočtených počtů zaměstnanců v jednotlivých letech. Jejich výše je patrná v následující tabulce.

Tabulka 18: Průměrný přepočtený počet zaměstnanců Společnosti a jeho blízké konkurence

Počet zaměstnanců	2013	2014	2015	2016	2017
<i>Dr. Oetker</i>	203	201	199	203	206
<i>Vitana</i>	657	618	579	553	575
<i>Labeta</i>	37	33	36	35	36
<i>Carla</i>	143	142	154	157	158
<i>Amylon</i>	104	105	114	111	114

Počet zaměstnanců	2013	2014	2015	2016	2017
Frostfood	130	145	121	183	135
Emco	159	165	196	189	207
Bonavita	164	176	190	199	203
Olma	412	421	437	463	464

Zdroj: Vlastní zpracování na základě Výročních zpráv společností

Tržby na zaměstnance

Jako první výkonový ukazatel byla spočtena produktivita práce k tržbám pomocí následujícího vzorce:

$$\text{Tržby na zaměstnance} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Průměrný přepočtený počet zaměstnanců}}$$

Výsledné hodnoty v porovnání s konkurencí zobrazuje tabulka č.19

Tabulka 19: Produktivita práce Společnosti a blízké konkurence v tis. CZK

tis. CZK	2013	2014	2015	2016	2017
Dr. Oetker	4 448	4 978	4 916	4 937	4 779
Vitana	3 177	3 378	3 690	3 837	3 735
Labeta	2 248	2 542	2 802	2 593	2 581
Carla	2 590	2 525	2 746	2 894	3 093
Amylon	2 745	2 619	2 823	3 310	3 398
Frostfood	1 564	2 015	3 010	2 164	2 904
Emco	6 466	6 873	5 126	4 918	4 810
Bonavita	4 732	5 219	5 148	5 326	5 633
Olma	8 220	8 212	7 415	7 098	7 377

Zdroj: Vlastní zpracování na základě Výročních zpráv společností

V čase je patrný rostoucí trend, případně stabilní hodnoty, téměř u všech společností, mimo společností Emco a Olma u kterých došlo ke zvýšení zaměstnanců o 50, jak dokazuje tabulka č. 18. V prostorovém srovnání se společnost Dr. Oetker pohybuje na mírně nadprůměrné úrovni oproti svým konkurentům, kde pouze společnosti Olma, Bonavita a Emco jsou v tomto ohledu lepší.

Přidaná hodnota na zaměstnance

Druhým výkonovým ukazatelem je přidaná hodnota (PH) na zaměstnance, která byla zjištěna ze vzorce:

$$\text{PH na zaměstnance} = \frac{\text{Přidaná hodnota}}{\text{Průměrný přepočtený počet zaměstnanců}}$$

Výsledné hodnoty byly kromě tabulky níže doplněny o graf pro lepší představu situace.

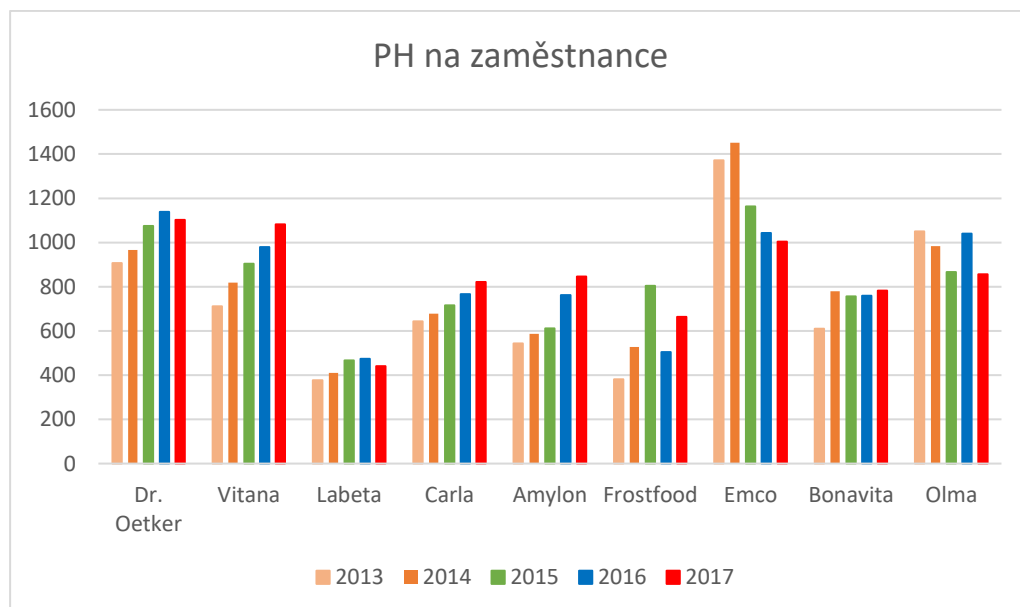
Tabulka 20: Přidaná hodnota na zaměstnance v tis. CZK

tis. CZK	2013	2014	2015	2016	2017
Dr. Oetker	906	966	1075	1138	1102
Vitana	711	818	904	980	1082
Labeta	376	410	466	473	441
Carla	644	678	716	766	821
Amylon	543	587	611	762	846
Frostfood	381	527	804	504	663
Emco	1371	1451	1163	1042	1003
Bonavita	610	779	756	760	783
Olma	1050	984	866	1040	857

Zdroj: Vlastní zpracování na základě Výročních zpráv společností

Spočtené hodnoty přidané hodnoty na zaměstnance jsou pro analyzovanou společnost pozitivní jak s porovnáním v čase, tak s konkurencí. Daný ukazatel v čase pro společnost Dr. Oetker roste, a také se oproti konkurenčním společnostem nachází na špici. Pouze společnost Emco byla v minulých letech výkonnější. Ta má ale poslední 3 roky spíše klesající tendenci. Při pohledu na vertikální analýzu výkazu zisku a ztráty, viz příloha č.5 je patrné, že rostoucí vývoj je způsoben zejména rychlejším růstem tržeb za prodané zboží, které mají stále vyšší podíl na celkových tržbách, oproti růstu podílu nákladů na tyto tržby, což je pro Společnost pozitivní.

Graf 13: Přidané hodnota na zaměstnance v tis. CZK



Zdroj: Vlastní zpracování na základě Výročních zpráv společností

Průměrné měsíční mzdové náklady na pracovníka

Pro výpočet ukazatele průměrných měsíčních mzdových nákladů na jednoho pracovníka bylo využito následujícího vzorce:

$$\text{Prům. měsíční mzdové náklady} = \frac{\text{Mzdové náklady}}{\frac{\text{Prům. přepočtený počet zaměstnanců}}{12}}$$

Je nutné zmínit, že pro výpočet tohoto ukazatele nebylo možné vymezit se pouze na výkonný personál, protože ne všechny společnosti rozdělenu výši mzdových nákladů pro management a výkonný personál poskytují.

Tabulka 21: Průměrné měsíční mzdové náklady na pracovníka v CZK

CZK	2013	2014	2015	2016	2017
Dr. Oetker	31 026	33 640	34 943	35 952	36 843
Vitana	30 879	34 987	36 930	37 933	41 332
Labeta	17 245	18 646	18 081	19 995	19 313
Carla	19 769	22 465	23 359	25 106	27 226
Amylon	20 802	23 557	23 800	27 848	29 065
Frostfood	19 497	20 279	27 432	20 443	26 306
Emco	30 450	32 030	28 585	32 507	34 019
Bonavita	25 505	26 108	25 409	27 567	29 387
Olma	24 928	22 084	22 916	26 599	27 332

Zdroj: Vlastní zpracování na základě Výročních zpráv společností

Analyzované náklady od roku 2013 téměř u všech společností v čase rostly. Pro oceňovanou společnost je pozitivní, že dosahuje vyšších hodnot i oproti svým konkurentům, mimo společnost Vitana. To značí, že se o své zaměstnance z tohoto hlediska dobře stará a snižuje tím potenciální riziko odchodu vybraných zaměstnanců ke konkurenci. Do budoucna se dá předpokládat další zvýšení těchto nákladů, vzhledem k prognóze průměrné nominální měsíční mzdy v dalších letech.

2.5 Altmanovo Z-skóre

V rámci finanční analýzy bude sestaven bankrotní model, který se skládá ze soustavy poměrových ukazatelů s přiřazenými váhami. Výsledný součet následně komplexně zhodnotí, v jaké se finanční situaci se podnik nachází. Použitý model se nazývá Altmanovo Z-skóre. Ten se obecně využívá nejčasněji a je nejvíce známý. Altmanovo Z-skóre má několik modifikací a pro účely zhodnocení společnosti Dr. Oetker je nejvhodnější modifikace pro podniky

neobchodovatelné na veřejných trzích. Výsledný vzorec, podle kterého je Z-skóre spočteno je:

$$\begin{aligned} Zeta = & (0,717 \times X_1) + (0,847 \times X_2) + (3,107 \times X_3) \\ & + (0,420 \times X_4) + (0,998 \times X_5) \end{aligned}$$

Tabulka 22: Altmanovo Z-skóre

Váha	Označení	Ukazatel
0,717	X ₁	$\frac{\text{pracovní kapitál}}{\text{aktiva}}$
0,847	X ₂	$\frac{\text{kumulovaný výsledek hospodaření} + \text{fondy ze zisku}}{\text{aktiva}}$
3,107	X ₃	$\frac{\text{zisk před úroky a daní}}{\text{aktiva}}$
0,420	X ₄	$\frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{dluhy}}$
0,998	X ₅	$\frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}}$

Zdroj: RŮČKOVÁ, P. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 5. aktualizované vydání. Praha: GRADA Publishing, 2015. ISBN 978-80-247-5534-2 str. 78., vlastní zpracování

Pokud je výsledná hodnota ukazatele vyšší než 2,9, znamená to, že je podnik v uspokojivé finanční situaci. Pokud je hodnota nižší než 1,2, je podnik, podle modelu, ohrožen bankrotem. Interval 1,2 – 2,9 je tzv. šedá zóna, kdy není možné rozhodnout o finanční situaci podniku.

Tabulka 23: Výsledné hodnoty Altmanova Z-skóre Společnosti

Váha	Faktor	2013	2014	2015	2016	2017
0,717	x1	0,37	0,37	0,36	0,36	0,36
0,874	x2	0,13	0,14	0,16	0,19	0,18
3,107	x3	0,58	0,62	0,71	0,82	0,78
0,420	x4	1,08	1,13	1,00	1,06	1,18
0,998	x5	1,98	2,18	2,11	2,09	2,19
Z-Skóre		4,15	4,43	4,35	4,52	4,69

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv Společnosti

Společnost Dr. Oetker v celém analyzovaném období přesáhla hraniční hodnotu 2,9 a tudíž je možné konstatovat, že se nachází v uspokojivé finanční situaci s malým rizikem bankrotu.

Analýza tvorby hodnoty

Tato analýza bude provedena pro zjištění, jestli je společnost Dr. Oetker schopna tvořit hodnotu a jestli je možné pokračovat v ocenění s předpokladem going concern. Tento přístup bude proveden porovnáním rentability investovaného kapitálu a nákladů kapitálu. Vzhledem k tomu, že Společnost nemá na svých aktivech žádný úročený cizí kapitál, budou náklady kapitálu vyjádřené pouze jako náklady vlastního kapitálu. Pokud bude rentabilita investovaného kapitálu vyšší než zmíněné náklady kapitálu, bude možné pokračovat v ocenění s tím, že Společnost hodnotu tvoří.

Pro výpočet rentability investovaného kapitálu je nutné vymezit upravený výsledek hospodaření a investovaný kapitál, který bude pouze provozně nutný. Výsledek hospodaření bude upraven o položky, které nesouvisí s core businessem Společnosti, což jsou v tomto případě zejména tržby z dlouhodobého majetku a materiálu a neprovozní náklady a výnosy. Investovaný kapitál provozně nutný se skládá s provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu. V případě společnosti Dr. Oetker je dlouhodobý majetek v celé své výši provozně nutný a pracovní kapitál je upraven o pohledávky za společníky, které nesouvisí s core businessem Společnosti, stejně jako neprovozní výše finančních prostředků. Bližší vymezení těchto položek a jejich výpočet bude více rozebrán v kapitole generátorů hodnoty. Tabulka níže podává informaci o výši upraveného výsledku hospodaření (KPVH) a provozně nutného investovaného kapitálu (PNIK), vypočítaného podle vzorce:

$$Rentabilita\ IK = \frac{KPVH_T}{PNIK_{T-1}}$$

Tabulka 24: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu v tis. CZK, v %

tis. CZK	2013	2014	2015	2016	2017
KPVH po dani a odpisech	76 417	78 739	82 792	97 850	85 461
PNIK	210 112	226 600	215 005	260 712	252 832
Rentabilita PNIK	X	37,47 %	36,54 %	45,51 %	32,78 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Výsledná rentabilita investovaného kapitálu dosahuje poměrně vysokých hodnot, z čehož vyplývá, že hodnoty nákladů vlastního kapitálu Společnosti by museli rovněž vyšších hodnot nabývat, aby Dr. Oetker nebyl schopen tvořit hodnotu. Výše těchto nákladů, spočtených pomocí metody CAPM pro americký

trh s úpravou pro domácí trh je podrobně vymezen dále v kapitole „Ocenění společnosti – Diskontní míra“. Vymezené náklady vlastního kapitálu jsou ke konci roku 2017 vymezené ve výši 9,37 %. Dá se předpokládat, že jejich výše se v předchozích letech podstatně nelišila, a proto je možné konstatovat, že odhadnuté náklady vlastního kapitálu jsou nižší než výše rentability provozně nutného investovaného kapitálu. Na základě těchto informací je možné tvrdit, že společnost svou hodnotu tvoří.

2.6 Závěr finanční analýzy

Jednoznačně pozitivním faktorem společnosti Dr. Oetker je růst bilanční sumy v průběhu analyzovaných let. Společnost investovala do nové výstavby, společně s neustálým rozšiřováním svého portfolia nabízených produktů. Analýza rentability prokázala, že Společnost je na nadprůměrné úrovni jak v porovnání s konkurencí, tak v porovnání s trhem vymezeným podle jednotlivých klasifikací CZ-NACE. Rovněž ukazatel ziskové marže vykazoval ve sledovaných letech nadprůměrnou výši, která se poslední 3 roky drží nad úrovní 10 %. Společnost ve své rozvaze nemá žádný úročený cizí kapitál a dá se předpokládat, že v případě potřeby se bude primárně financovat ve skupině.

Z hlediska rozvahy jsou pohledávky dominantní položkou oběžných aktiv. V analyzovaných letech se u této položky snižuje podíl nesplacených pohledávek, což je rovněž pozitivní. V provedené analýze bylo zjištěno, že v rámci pohledávek jsou evidovány i pohledávky za spojenými osobami. Tyto pohledávky by mohly být splatné na požádání, ale Společnost se k tomu v informacích, které veřejně poskytuje, více nevyjadřuje. Vzhledem k tomuto nedostatku dat je tato položka (v roce 2017 činí 65 000 tis. CZK) ponechána v sekci pohledávek a není na ni nahlíženo jako na hotovost. Peněžní prostředky se mimo rok 2015, kdy se podíl skokově na jeden rok zvýšil, pohybují okolo 10 % bilanční sumy.

Vlastní kapitál Společnosti dosahuje nad 70 % z celkové bilanční sumy. V současné době nevede žádné zisky z minulých let a veškerý zisk aktuálního účetního období, rozděluje své mateřské společnosti. V roce 2017 přesahoval výsledek hospodaření 20 % bilanční sumy.

Analýza poměrových ukazatelů dále vypovídá, že Dr. Oetker má více než dostatečnou výši likvidity. Z hlediska výkonových ukazatelů se pohybuje nad průměrem u všech hodnocených ukazatelů (tržby, přidaná hodnota a mzdové náklady vztažené na jednoho zaměstnance).

Finanční zdraví a bonita podniku byla hodnocena na základě Altmanova Z-skóre, kde výsledky jasně prokázaly dobrou finanční kondici Společnosti.

Na základě provedené finanční analýzy lze konstatovat, že společnost má potenciál vyvíjet se do budoucna a není předpoklad významnějších rizik, která by mohla ohrozit její chod. Proto je možné pokračovat s předpokladem going-concern.

3 Strategická analýza

3.1 Účel strategické analýzy

Po provedení strategické analýzy by měly být zodpovězeny dvě základní otázky:

1. Jaké jsou perspektivy daného trhu?
2. Jaká je pozice oceňované firmy na trhu, její konkurence a zdali je možné si tuto pozici do budoucna udržet?

Odpověď na první otázku poskytne první část strategické analýzy, která se týká analýzy vnějšího potenciálu. Následně bude vypracována analýza vnitřního potenciálu, díky které je možné odpovědět na otázku druhou. Kombinace vnější a vnitřní analýzy, s ohledem na případná rizika, by měla přinést ucelený a dostatečně podložený pohled na prognózu tržeb společnosti Dr. Oetker.⁷

3.2 Analýza vnějšího potenciálu

3.2.1 Vymezení relevantního trhu

Celkový trh, na kterém působí společnost Dr. Oetker je poměrně široký, jak již naznačila finanční analýza. Počátky Společnosti sahají do 19. století, kdy byla vytvořena nová receptura pro prášek do pečiva, což způsobilo revoluci v pečení a je možné takto označit základ pro trh, na kterém Společnost účinkuje. Postupně se portfolio produktů rozšiřovalo, například o výrobky ze škrobu, sloužící jako zahušťovadlo pro zavařování. Z těchto zmíněných výrobků vyplývá podle standardní klasifikace ekonomických činností, že core business je na trhu mlýnských a škrobářenských výrobků CZ-NACE 10.6. Další rozšíření činnosti probíhalo v polovině 20. století, kdy byla rozšířena nabídka o mražené produkty, jimiž jsou v dnešní podobě na českém trhu zejména mražené pizzy do trouby. S postupným vývojem nových technologií byla výroba rozšiřována o výrobu dezertů v prášku, směsí na přípravu jídel jako jsou například palačinky, dorty a případná další hotová jídla. Tyto produkty se podle výše zmíněné klasifikace

⁷ Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018, 74–75. ISBN 978-80-87865-38-5.

řadí do CZ-NACE 10.8, a to do podkategorií 10.81 – výroba cukru, 10.85 – výroba hotových pokrmů a 10.89 – výroba ostatních potravinářských výrobků. Jako poslední větší rozšíření byl na trh uveden pudinkový dezert Paula, čímž se trh, na kterém Dr. Oetker operuje, rozšířil na trh mléčných výrobků, která spadá do kategorie CZ-NACE 10.51 – zpracování mléka, výroba mléčných výrobků a sýrů.

Pro bližší vymezení relevantního trhu je dále nahlíženo na daný trh podle následujících hledisek:

- Produkt
- Území
- Zákazníci
- Konkurenti

3.2.1.1 Vymezení trhu z hlediska produktu

Výše zmíněné trhy, rozdělené podle jednotlivých klasifikací, na kterých oceňovaná společnost působí, jsou pro potřeby další analýzy příliš široké a je potřeba, pro vymezení relevantního trhu, jít více do hloubky.

Při bližším pohledu na společnosti, které mají svůj core business na trhu CZ-NACE 10.6, zde operují podniky, které například vyrábí obilnou mouku, celozrnné výrobky jako jsou například Knäckebröty nebo další výrobky, které jsou vyráběny pufováním, případně různé müsli výrobky. Dále jsou to společnosti zpracovávající škrob jednak pro další použití, ale i pro koncového spotřebitele. Společnost Dr. Oetker se z hlediska tohoto odvětví specializuje zejména na výrobu produktů používaných při pečení, jako jsou prášky do pečení, směsi, dochucovadla, škroby a obilné kaše. Proto odvozená část trhu podle výše zmíněné klasifikace bude zúžena pouze na vybrané společnosti, které mají ve svém portfoliu podobné nebo stejné produkty.

Trh vymezený podle CZ-NACE 10.8, neboli „Výroba ostatních potravinářských výrobků“ je už z názvu příliš široce vymezen. Z hlediska tohoto trhu je nutné se zaměřit na společnosti, které mají ve svém portfoliu výrobky z cukru, jako jsou například želírovací cukry nebo různé cukry na sirupy. Dále se jedná o hotové pokrmy, zejména výše zmíněnou mraženou pizzu a instantní jídla, jako jsou například langoše, halušky, dukátové buchtičky nebo například palačinky. Další

důležitou součástí trhu jsou produkty používané jako jedlé dekorace pro zdobení a různé polevy. Leaderem této části trhu na českém území je společnost Vitana. Ta produkuje z velké části podobný sortiment jako Dr. Oetker. Ovšem na tomto trhu jsou i další společnosti, které se s oceňovaným podnikem neshodují. Proto bude třeba vymezit se opět pouze na vybrané společnosti, jako v předchozím odstavci.

Posledním analyzovaným trhem z hlediska produktu jsou mléčné, zejména pudinkové dezerty, které Dr. Oetker zařadil do svého portfolia poměrně nedávno a dá se předpokládat její menší podíl na tržbách. Bohužel Dr. Oetker se k rozdělení tržeb v tomto směru externě nevyjadřuje. Bude proto, v tomto případě, relevantní trh rozšířen o jedinou Společnost, která se svými produkty nejvíce blíží právě mléčným produktům od oceňované Společnosti.

3.2.1.2 Vymezení trhu z hlediska území

Společnost Dr. Oetker má své sídlo na Kladně ve Středočeském kraji, přibližně 30 km od Prahy. Vzhledem k tomu, že se jedná o dceřinou společnost nadnárodního koncernu, působí pouze na českém trhu. Při pohledu na výroční zprávy společnosti je patrné, že mateřská společnost Dr. Oetker Nahrungsmittel Beteiligungs GmbH operuje na širokém Evropském území, například v Německu, Rakousku, Polsku, Slovensku nebo například Maďarsku.

Tabulka č. 10, nacházející se v části finanční analýzy, podává informaci o tom, že existuje určitá část tržeb Společnosti, která pochází z ciziny. Společnost se ale ve svých externě poskytovaných informacích více k těmto údajům nevyjadřuje a není jasné, jaká část tržeb z území jakého státu plyne. Protože ve většině analyzovaných let nedosahovaly tyto tržby z ciziny ani 10 %, bude pro další účely strategické analýzy brán v potaz relevantní trh pouze jako území České republiky.

3.2.1.3 Vymezení trhu z hlediska zákazníků

Ve své výroční zprávě z roku 2017⁸ se společnost zmiňuje o svých zákaznících, kterými jsou zejména nadnárodní řetězce, operující na území České republiky. Jedná se zejména o maloobchodní prodejny. V poslední době se rovněž rozvíjí

⁸ Výroční zpráva Dr. Oetker. s.r.o.: Dr. Oetker, 2017. [cit. 2019-03-25].

nový trend specializovaných e-shopů. Zákazníky jsou tudíž všechny nejznámější hypermarkety a supermarkety jako je například Albert, Billa nebo Tesco, stejně jako internetové obchody s potravinami, například rohlík.cz nebo košík.cz.

3.2.1.4 Vymezení z hlediska konkurentů

Podkapitole, která se bude zabývat orientací na konkurenční prostředí je věnována širší pozornost dále v analýze vnitřního potenciálu. V rámci finanční analýzy bylo vybráno 8 společností, které se z hlediska produktu nejvíce shodují se společností Dr. Oetker. Jedná se o společnosti Vitana, a.s., Labeta, a.s., Carla spol. s.r.o. zabývajícími se produkty z kategorie sypké směsi pro pečení. Dále společnost Amylon, a.s. jako zástupce pro skupinu hotových směsí. Pro kategorii mražených a chlazených výrobků byla zvolena společnost FrostFood a.s. vyrábějící mražené pizzy a Olma, a.s. jako výrobce pudinkových dezertů. Poslední kategorii produktů, které společnost vyrábí jsou rýžové a ovesné kaše, za které byli zvoleni jako zástupci společnosti Emco, s.r.o. a Bonavita, s.r.o.

3.2.2 Kvantitativní vymezení relevantního trhu

V předchozí kapitole bylo zmíněno, že portfolio Společnosti je poměrně široké a pokud by se tři výše zmíněné trhy, vymezené podle klasifikace CZ-NACE (10.5, 10.6 a 10.8) sečetly, byl by jednak vymezený trh příliš rozsáhlý, takže by oceňovaná společnost měla podíl na trhu podstatně menší než 1 %, a zároveň některé produkty, které jsou na těchto trzích nabízené, nemají se společností Dr. Oetker nic společného. Proto bylo nutné pro kvantitativní vymezení relevantního trhu vybrat pouze ty společnosti, které mají, ve svém portfoliu shodné produkty právě s oceňovanou společností. Již ve finanční analýze byl proveden výběr 8 společností, prodávajících podobné produkty podle jednotlivých kategorií vyjmenovaných výše v podkapitole vymezení trhu z hlediska konkurentů. Společnosti, ze kterých vyplývá relevantní trh, proto jsou:

- Dr. Oetker
- Emco
- Bonavita
- Olma
- FrostFood
- Vitana
- Labeta

- Carla
- Amylon

Na takto vymezeném trhu vybraných společností byly sečteny jednotlivé tržby od roku 2002. Tyto tržby poskytla jednak databáze Albertina a dále portál or.justice.cz, kde jsou zveřejněny účetní závěrky jednotlivých společností. Zjištěné hodnoty jsou obsaženy v následující tabulce.

Tabulka 25: Vývoj tržeb relevantního trhu v tis. CZK

Rok	Tržby v mil. CZK	Tempo růstu
2002	8 324	X
2003	8 761	5,25 %
2004	9 605	9,63 %
2005	9 226	-3,94 %
2006	9 181	-0,49 %
2007	9 813	6,87 %
2008	9 581	-2,36 %
2009	8 499	-11,30 %
2010	8 182	-3,73 %
2011	8 410	2,78 %
2012	8 726	3,76 %
2013	9 102	4,31 %
2014	9 608	5,56 %
2015	9 548	-0,62 %
2016	9 695	1,54 %
2017	10 055	3,71 %
Průměrné tempo růstu 2002–2017		1,40 %
Průměrné tempo růstu 2002–2017 (bez 2009)		2,31 %
Průměrné tempo růstu 2009–2017		2,16 %
Průměrné tempo růstu 2010–2017		3,01 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě databáze Albertina a portálu [justice.cz](http://or.justice.cz)⁹

Tržby se na vymezeném trhu pohybovali v rozmezí od 8 100 mil. Do 10 000 mil. CZK. Nejdůležitější je vývoj zejména v posledních letech, kdy v roce 2011 je patrný vyšší růst oproti předchozímu roku, který byl stále spojený s dopadem hospodářské krize. Následující roky je na obou trzích rostoucí trend tržeb, který narušuje pouze rok 2015, tento pokles je nejvíce znatelný na trhu mlékárenských produktů, a tedy i společnosti Olma (CZ-NACE 10.5). V tomto roce došlo k poklesu ceny mléka a konkurenční boj stáhl ceny za výrobky a zboží z mléka dolů.

⁹ eJustice. *Veřejný rejstřík a sbírka listin* [online]. Praha: Ministerstvo spravedlnosti České republiky, 2015 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik>

3.2.3 Analýza atraktivity trhu

K provedení analýzy atraktivity trhu byl zvolen diagram z učebnice profesora Maříka, pro zhodnocení vybraných kritérií.¹⁰ Ty jsou následně ohodnoceny určitými váhami pro lepší specifikaci vymezeného trhu. Jednotlivé váhy jsou určeny na základě důležitosti daného parametru. Každá níže analyzovaná položka má přidělen subjektivně určený počet bodů. Součet dosažených bodů je porovnáván se součtem maximálního počtu bodů. Diagram se nachází níže pod zhodnocením jednotlivých kritérií. Na základě této analýzy je výstupem právě atraktivnost vymezeného relevantního trhu.

Růst trhu

Na základě tabulky č.25 výše je možné usoudit, že tempo růstu tržeb má zejména po krizi, od roku 2010, rostoucí trend. Mírný pokles je patrný pouze v roce 2015, nicméně od tohoto roku je opět relevantní trh rostoucí. Výše zmíněná tabulka na tento trend poukazuje, společně s hodnotami průměrného růstu s alternativami za různě dlouhá období. Průměrné tempo růstu za roky 2002 až 2017 je na úrovni 1,40 %. Těchto nízkých hodnot dosahuje zejména díky začlenění krizových roků 2008 a 2009. Při odebrání hodnoty nejvíce krizového roku 2009, je průměrné tempo růstu na úrovni 2,31 %. Pokud se budou brát v potaz pokrizové hodnoty, počítané od roku 2010, ve kterém by se následky krize měly projevit podstatně méně než v předchozím roce, se průměrné tempo růstu zvýší na hodnotu 3 %. Dá se předpokládat, že trh bude nadále růst podobným tempem, což může to značit výhodu pro větší podniky, jako je právě Dr. Oetker, protože pro ně bude jednodušší udržet si svou pozici.

Podle Panorama potravinářského průmyslu 2017¹¹ je v dalších letech očekávána na trhu mléčných výrobků podobná situace jako doposud. Trh je dlouhodobě stabilní a dochází k růstu ukazatele přidané hodnoty. Trh mlýnských a škrobářenských výrobků je charakteristický silnější závislostí na cenách vstupních surovin a pro další růst je třeba více se zaměřit na inovace a spotřebitelské trendy. To ostatně platí i pro trh podle klasifikace CZ-NACE 10.8,

¹⁰ Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018, 84. ISBN 978-80-87865-38-5.

¹¹ *Panorama potravinářského průmyslu 2017*. Praha: Ministerstvo zemědělství České republiky, 2018, 37-44, 49-52. ISBN 978-80-7434478-7.

kde dochází jak k růstu tržeb, tak přidané hodnoty i rentability. Pro další rozvoj trhu bude nutné neustále zvyšovat efektivitu výroby. Na základě výše uvedených informací je možné faktor růstu trhu hodnotit jako průměrný.

(3 body ze 6)

Velikost trhu

Relevantním územím je celá Česká republika. V rámci daného odvětví je spíše nepravděpodobné rozšíření na okolní trhy v zahraničí. Důvodem je fakt, že oceňovaná společnost operuje v okolních státech prostřednictvím poboček mateřské společnosti Dr. Oetker Nahrungsmittel Beteiligungs GmbH. Při potenciální expanzi pomocí fúze s jinou společností zabývající se vybranými produkty, jako je oceňovaná společnost, je pravděpodobné, že by se akvírovaná společnost stala součástí sesterské společnosti, která bude podobný produkt vyrábět v daném státě. Některé společnosti vymezené relevantním trhem jsou rovněž dceřinou společností nadnárodního koncernu, případně se jedná o podniky, které se na český trh téměř 100 % zaměřují.

(2 body ze 6)

Intenzita konkurence

Pokud se bere v potaz vymezení konkurence pro celkové portfolio produktů Společnosti, jedná se o jednu z mála společností na trhu, která na trhu operuje. Ostatní společnosti na trhu zabírají pouze část podobného portfolia. Na druhou stranu, například společnost Vitana nebo například Emco, mají určitý přesah i na další trhy, které se s oceňovanou společností neshodují. Jsou zde ale i společnosti, které se vymezují pouze na vybranou část, jako je například Frostfood, jehož tržby plynou zejména z mražené pizzy. Proto může mít potenciálně větší možnost specializace na daný produkt a může zde dojít k riziku vytěsnění konkurenčních produktů, které nebudou dosahovat takové kvality. Určitá možnost zvýšení intenzity konkurence je v případě, že by do vybraných podniků ve větší míře investovaly nadnárodní společnosti, které by se snažily svou konkurenci vytěsnit. I přes tuto okolnost převažují spíše faktory snižující hodnocení, zejména pro malou pravděpodobnost vzniku nové společnosti s podobně širokým portfoliem.

(1 bod ze 6)

Průměrná rentabilita

Podle údajů z tabulky č.26, které poskytlo Panorama zpracovatelského průmyslu ČR došlo v průběhu poslední 5 let k nárůstu jak rentability vlastního kapitálu (ROE), tak rentability aktiv (ROA) relevantních trhů. Průměrná rentabilita vlastního kapitálu celkového zpracovatelského průmyslu se již standartně drží nad úrovní 10 % a vymezené oddíly relevantního trhu podle klasifikace CZ-NACE tyto hodnoty v posledních letech převyšovaly. Podobný trend je patrný i u rentability aktiv, ovšem již ne tak markantní. Vybrané společnosti, jak ukázala již finanční analýza, se pohybují na průměrných hodnotách ROE zpracovatelského průmyslu, kdy nejvyšších hodnot dosahuje zejména společnost Dr. Oetker. Relevantní trh tudíž dosahuje spíše průměrných hodnot, které se promítají v hodnocení tohoto faktoru.

(3 body ze 6)

Tabulka 26: Průměrné rentability odvětví v %

%	2013	2014	2015	2016	2017
ROE zpracovatelského průmyslu	9,42 %	10,53 %	10,57 %	12,76 %	11,66 %
ROE CZ-NACE 10.5	16,46 %	11,11 %	11,69 %	16,26 %	16,77 %
ROE CZ-NACE 10.6	3,88 %	3,41 %	11,43 %	12,91 %	12,65 %
ROE CZ-NACE 10.8	12,13 %	11,50 %	10,04 %	13,83 %	13,77 %
ROA zpracovatelského průmyslu	6,30 %	6,96 %	6,92 %	8,14 %	7,61 %
ROA CZ-NACE 10.5	9,04 %	6,56 %	7,32 %	11,14 %	12,14 %
ROA CZ-NACE 10.6	3,07 %	2,94 %	6,65 %	7,48 %	7,74 %
ROA CZ-NACE 10.8	8,21 %	7,70 %	6,77 %	9,18 %	9,54 %

Zdroj: Panorama zpracovatelského průmyslu 2017¹²

Bariéry vstupu do odvětví

Vznik nové společnosti, která by se zabývala výrobou a prodejem zboží na vymezeném trhu je spojen s vyššími vstupními náklady, například s pořízením potřebných dlouhodobých aktiv. Při pohledu do účetních výkazů společností se jedná zejména o dlouhodobý hmotný majetek. Například oceňovaná společnost má ve svých aktivech v roce 2017 stavby a hmotné movité věci a jejich soubory položky za více než 100 milionů CZK a podíl na celkových aktivech přesahuje 20 %.¹³ Jiné konkurenční, ale již zavedené, společnosti na tom jsou podobně a rovněž jejich dlouhodobá hmotná aktiva dosahují hodnot v desítkách procent.

¹² Panorama potravinářského průmyslu 2017. Praha: Ministerstvo zemědělství České republiky, 2018, 38-39, 42-43, 50-51. ISBN 978-80-7434478-7.

¹³ Výroční zpráva Dr. Oetker. s.r.o.: Dr. Oetker, 2016. [cit. 2019-03-25].

Pro udržení určité konkurenční pozice je důležité vzít v potaz také vývoj jedinečné receptury, která by naplnila očekávání zákazníků a pozitivně odlišila výrobek od konkurence. Nemalými položkami jsou i další investice do rozšíření výroby, které souvisí s předchozím tvrzením. Výše zmíněné poznatky pozitivně působí na hodnocení faktoru bariér vstupu do odvětví.

(5 bodů ze 6)

Možnosti substituce

Při pohledu na portfolio, které vymezený trh nabízí, je společnou vlastností u většiny produktů určité zjednodušení pro potenciálního zákazníka. Zejména kategorie „Hotové výrobky“ a „Ovesné a rýžové kaše“ jsou nakupovány zejména za účelem ušetření času s přípravou jídla, ale obdobné situace jsou patrné i u hotových směsí. Kategorie sypkých směsí pro pečení je více specifická, protože výrobky jako prášky do pečiva nebo určité druhy polev jsou více náročné na výrobu v „běžné domácnosti“ a bude se pravděpodobně více upřednostňovat právě výrobek, který je prodáván na trhu.

Odlišná situace je u mléčných výrobků, pokud je trh omezen pouze na mléčné dezerty. Zde je možná substituce za jiný ochucený mléčný produkt, kdy se nemusí přímo jednat o dezert, ale obyčejný jogurt, který je ve velkém množství nabízen.

Na základě výše zmíněných informací je tento faktor hodnocen průměrně zejména proto, že zákazníci mohou jednak upřednostňovat úsporu času nad vlastní iniciativou, ale, zejména v poslední době, se tento způsob obživy odlišuje od zdravějšího životního stylu. Společnosti operující na tomto trhu musí s tímto trendem do budoucna počítat.

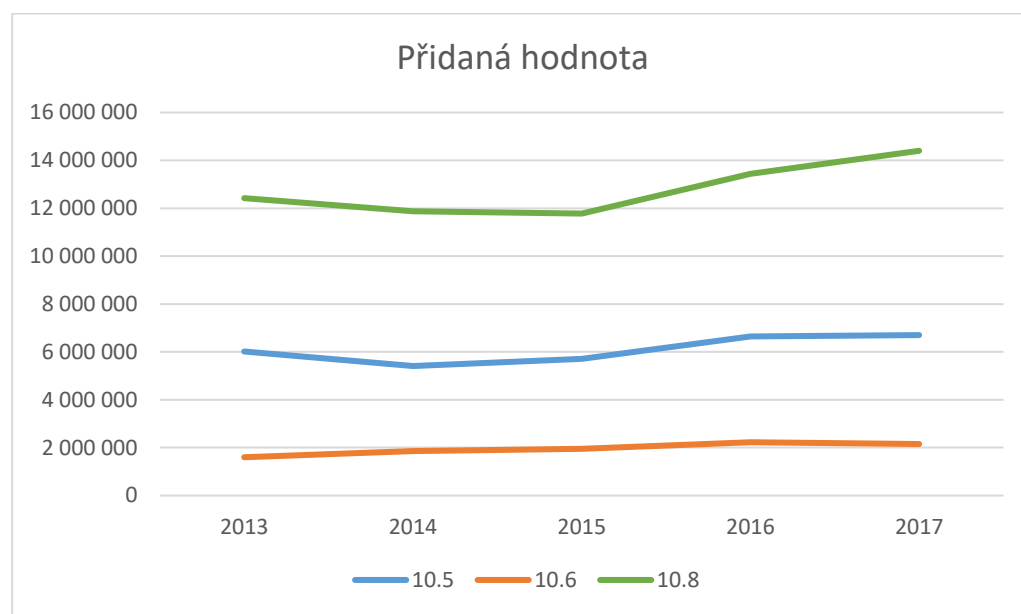
(3 body ze 6)

Citlivost na konjunkturu

Spotřeba výrobků v souvislosti s konjunkturou by se mohla projevat ve změně preferencí zákazníků. Jednoznačně by převládla kvalita, kterou by společnosti na trhu disponovaly, před cenou. To znamená, že by nedošlo k nárůstu objemu, ale došlo by ke zvýšení cen. Určitou podporu tohoto tvrzení může poskytnout i pohled na celkový agregovaný trh z hlediska CZ-NACE, ve kterých společnosti vymezené v relevantním trhu operují. Na sledovaných datech, které poskytla

interaktivní tabulka zpracovatelského průmyslu¹⁴ je růst tržeb v posledních analyzovaných letech 2013–2017 spojen i s růstem přidané hodnoty, jak zobrazuje graf č.12, kdy došlo k růstu zejména v posledních 3 letech, a to hlavně na trhu ostatních potravinářských výrobků a mírnějším růstem na trhu mléčných produktů.

Graf 14: Přidaná hodnota v tis. CZK



Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z Panorama zpracovatelského průmyslu

Pokud by došlo k hospodářské recesi, je dokonce možné, že by se prodej hotových výrobků dokonce zvýšil oproti současné podobě, ovšem v levnějších variantách. Všechny tyto faktory působí pozitivně na celkové hodnocení.

(5 bodů ze 6)

Struktura zákazníků

Z hlediska skladby zákazníků zde není patrné žádné věkové nebo genderové vymezení. Naopak, snahou nabízených produktů je poskytnout produkty pro všechny věkové skupiny. V posledních letech se čím dál více klade důraz na kvalitu surovin, ze kterých se vyrábí, současně s trendem snižovat „nezdravé“ suroviny jako je přidaný cukr nebo chemická barviva. Zákazníci mají v obchodech širokou možnost výběru vzhledem k nabízeným produktům. Zde bude na jedné straně důležitá značka, ale rovněž cena bude faktor, který bude rozhodování ovlivňovat. Zejména proto, že trh nabízí některé produkty, které

¹⁴ Interaktivní tabulka zpracovatelského průmyslu. *Panorama zpracovatelského průmyslu ČR* [online]. Praha: Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky, 2018 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/panorama-interaktivni-tabulka.html>

jsou ve velké spoustě případů podobné nebo dokonce totožné. Určitou limitací tohoto faktoru je, že z výroční zprávy společností, a i z jiných zdrojů je složité získat bližší kvantitativní informace o zákaznících a ceně. Jde většinou o interní informace, které si společnosti budou hlídat. To snižuje váhu tohoto faktoru v níže vymezeném diagramu.

(3 body ze 6)

Vlivy prostředí

Veškerá výroba v potravinářském průmyslu je nutně zaštitit potravinářským průkazem, jehož přesné znění vymezuje zákon č.258/2000 Sb., o ochraně veřejného zdraví. Jiné speciální legislativě pro provoz podnikání dané prostředí nepodléhá. Dalším faktorem je již výše zmíněný zdravý životní styl, ten může vést k potenciálnímu omezení používání nabízených produktů a spotřebitelé budou klást větší důraz na čerstvé suroviny, které sami zpracují.

(4 body ze 6)

3.2.3.1 Diagram pro zhodnocení jednotlivých kritérií

Tabulka 27: Bodové hodnocení kritéria atraktivity

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váha
		Negativní		Průměr			Pozitivní		×	
		0	1	2	3	4	5	6		
Růst trhu	2				X				3	6
Velikost trhu	2			X					2	4
Intenzita konkurence	2		X						1	2
Průměrná rentabilita	3				X				3	9
Bariéry vstupu	3						X		5	15
Možnosti substituce	2				X				3	6
Citlivost na konjunkturu	2						X		5	10
Struktura zákazníků	2				X				3	6
Vlivy prostředí	1					X			4	4
Celkem	19								39	62

Zdroj: Mařík 2018¹⁵, vlastní úprava

¹⁵ Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018, 84. ISBN 978-80-87865-38-5.

Maximální počet bodu: $19 \cdot 6 = 114$

Dosažené hodnocení: $62/114 = 0,5439 = 54,39 \%$

Atraktivita analyzovaného trhu se pohybuje v daném případě mírně nad průměrem. Snižující faktory jsou zejména velikost trhu a intenzita konkurence, kdy jsou na trhu nabízené téměř totožné produkty a je jen na preferenci spotřebitele, co upřednostní. Naopak zvyšujícími faktory jsou zejména bariéry vstupu do odvětví, kdy je potřeba poměrně vysoká počáteční investice do nových strojů a citlivost na konjunkturu.

3.2.4 Vymezení základních faktorů ovlivňující relevantní trh

Mezi obecné faktory ovlivňující relevantní trh byly vybrány základní národohospodářské veličiny. Jedná se o hrubý domácí produkt v běžných cenách, hrubý domácí produkt ve stálých cenách (vztahované k roku 2010), inflaci a průměrnou nominální hrubou mzdu v České republice. Výše popsané veličiny jsou uvedeny v následujících tabulkách včetně jejich prognóz do následujících let.

Tabulka 28: Vymezení národohospodářských faktorů ČR

Rok	Tržby (mil. CZK)	HDP b.c. (mil CZK)	HDP s.c. (mil. CZK)	Inflace (%)	Průměrná nominální hrubá mzda (v CZK)
2002	8 324	2 681 644	3 033 592	1,8	15 524
2003	8 761	2 810 382	3 142 892	0,1	16 430
2004	9 605	3 062 444	3 297 100	2,8	17 466
2005	9 226	3 264 931	3 512 515	1,9	18 344
2006	9 181	3 512 798	3 753 246	2,5	19 546
2007	9 813	3 840 117	3 963 527	2,8	20 957
2008	9 581	4 044 117	4 069 840	6,3	22 592
2009	8 499	3 930 409	3 874 383	1,0	23 344
2010	8 182	3 962 464	3 962 464	1,5	23 864
2011	8 410	4 033 755	4 032 910	1,9	24 455
2012	8 726	4 059 912	4 000 653	3,3	25 067
2013	9 102	4 098 128	3 981 303	1,4	25 035
2014	9 608	4 313 789	4 089 400	0,4	25 768
2015	9 548	4 595 783	4 306 516	0,3	26 591
2016	9 695	4 767 990	4 412 049	0,7	27 764
2017	10 055	5 047 267	4 604 088	2,5	29 496

Rok	Tržby (mil. CZK)	HDP b.c. (mil. CZK)	HDP s.c. (mil. CZK)	Inflace (%)	Průměrná nominální hrubá mzda (v CZK)
2018		5 304 000	4 763 000	2,6	31 600
2019		5 530 000	4 885 000	2,1	33 100
2020		5 756 000	5 002 000	1,8	34 500
2021		5 985 000	5 113 000	2,0	36 000

Zdroj: Česká národní banka ¹⁶, Databáze národních účtů ČSÚ¹⁷, Makroekonomická predikce MFČR¹⁸

Hrubý domácí produkt se jak ve stálých, tak běžných cenách vyvíjel rostoucím tempem až do roku 2009, kde došlo k poklesu. V dalších letech je opět patrný růst, ale již ze snížených hodnot způsobených finanční krizí. Inflace se v posledním roce zvýšila na 2,5 % a do budoucna je předpoklad k oscilaci okolo hodnoty 2 %, což je dlouhodobým cílem České Národní Banky. Průměrná mzda podstatně narostla, zejména v posledních analyzovaných letech. Predikce vychází zejména z „Makroekonomické predikce listopad 2017“, kdy pro poslední prognózovaný rok je použito stejné tempo růstu jako v přechozím roce a výsledná hodnota zaokrouhlená.

Aby bylo možné statisticky přesněji provést prognózu tržeb do budoucna, je vhodné vymezené národohospodářské časové řady převést na hodnoty první difference jednotlivých let, pro přesnější odhady. Tyto meziroční změny jednotlivých faktorů zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 29: Meziroční změny jednotlivých faktorů

Rok	Tržby 1. difference	HDP b.c. 1. difference	HDP s.c. 1. difference	Inflace (%)	Průměrná nominální hrubá mzda 1. difference
2002	X	X	X	X	X
2003	437	128 738	109 300	0,1	906
2004	844	252 062	154 208	2,8	1 036
2005	-378	202 487	215 415	1,9	878
2006	-45	247 867	240 731	2,5	1 202
2007	631	327 319	210 281	2,8	1 411
2008	-232	204 000	106 313	6,3	1 635
2009	-1 082	-113 708	-195 457	1,0	752
2010	-317	32 055	88 081	1,5	520
2011	228	71 291	70 446	1,9	591
2012	316	26 157	-32 257	3,3	612

¹⁶ Prognóza inflace ČNB. Česká národní banka [online]. Praha, 2017 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/predchozi_prognozy/prognoza_17_zoi_iv.html

¹⁷ Výše HDP – výdajová metoda. Databáze národních účtů [online]. Praha: Český statistický úřad, 2017 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: http://apl.czso.cz/pll/rocnka/rocnkavyber.makroek_vydaj

¹⁸ Makroekonomická predikce. Ministerstvo financí České republiky [online]. Praha: MFČR, 2017 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2017/makroekonomicka-predikce-listopad-2017-30152>

Rok	Tržby 1. difference	HDP b.c. 1. difference	HDP s.c. 1. difference	Inflace (%)	Průměrná nominální hrubá mzda 1. difference
2013	376	38 216	-19 350	1,4	-32
2014	506	215 661	108 097	0,4	733
2015	-60	281 994	217 116	0,3	823
2016	147	172 207	105 533	0,7	1 173
2017	360	279 277	192 039	2,5	1 732
2018		256 733	158 912	2,6	2 104
2019		226 000	122 000	2,1	1 500
2020		226 000	117 000	1,8	1 400
2021		229 000	111 000	1,8	1 500

Zdroj: Vlastní zpracování

3.3 Kvantitativní prognóza relevantního trhu

V rámci predikce tržeb relevantního trhu, do kterého spadá společnost Dr. Oetker, byl testován vývoj tržeb za zboží i za výrobky a služby v závislosti jednak na čase a dále na národohospodářských faktorech vymezených v tabulce č.20 a 21, jejichž predikce by mohly být relevantní k prognóze tržeb na vymezeném trhu.

Jako první byla využita analýza časového trendu, využívající čas jako vysvětlující proměnnou, a to ve variantách lineární, exponenciální, mocninné a polynomické funkce 2. stupně v letech 2009–2017. Předchozí roky nejsou uvažovány vzhledem k hospodářské krizi roku 2008, která vývoj posledních let zkresluje. Následně byly použity jednoduché regresní analýzy, které braly v potaz již celé výše vymezené časové řady od roku 2002–2017. Tyto regrese byly použity ke každému z výše definovaných veličin. Skládají se z vysvětlované proměnné a jedné vysvětlující. Za vysvětlované proměnné byly použity celkové tržby relevantního trhu. Mezi vysvětlující proměnné byly zařazeny postupně faktory HDP v běžných a stálých cenách, obě varianty měřené výdajovou metodou, inflace a průměrná nominální hrubá mzda. Nakonec byla použita vícenásobná regrese.

Analýza časového trendu poskytla poměrně uspokojivé výsledky u jednotlivých funkcí. Jednoduché regresní modely dosahovaly statisticky horších výsledků, což je způsobeno tím, že nejde rostoucí hodnoty, ale stacionární časové řady, které ve výsledku poskytují přesnější výsledné hodnoty. Následně byla provedena vícenásobná regrese mezi regresorem inflace, HDP ve stálých cenách

a výše nominální hrubé mzdy. Nebylo možné použít tyto regresory v jednom modelu vzhledem k jejich vysoké vzájemné korelaci, jak poukazuje tabulka níže.

Tabulka 30: Korelace mezi jednotlivými regresory

Regresor	HDP b.c.	HDP s.c.	Inflace
HDP b.c.	X		
HDP s.c.	0,99	X	
Inflace	-0,02	0,06	X
Průměrná nominální hrubá mzda	0,98	0,96	-0,09

Zdroj: Vlastní zpracování

3.3.1 Výsledná prognóza tržeb

Na vymezeném trhu byly vybrány modely, které poskytují nejlepší prognózu tržeb do budoucnosti. Nejlepší modely s jejich hodnotami koeficientů korelace a determinace jsou vymezeny v tabulce č. 24 níže.

Tabulka 31: Jednotlivé modely s koeficienty korelace a determinace tržeb za prodané zboží

Model	Korelační koeficient	Koeficient determinace
Čas – lineární	0,9547	0,9114
Čas – exponenciální	0,9526	0,9075
HDP b.c. (%)	0,5236	0,2741
HDP s.c. (%)	0,4065	0,1652
Vícenásobná regrese HDP s.c. + Inflace	0,4074	0,1659

Zdroj: Vlastní zpracování

Model a jeho vhodné použití pro prognózu tržeb byl následně vybírán podle několika kritérií. Jednak je to výše zmíněný koeficient korelace, který podává informace o síle závislosti mezi proměnnou a trhem. Dále to je koeficient determinace, vypovídající o tom, jak velký podíl variability model vysvětluje. Použití výsledného modelu spočívalo rovněž na zhodnocení jeho statistické významnosti pomocí F-testu, který by měl být menší než 5 %. Nejdůležitějším faktorem byla ale samotná výše prognózovaných tržeb, a tedy, jestli se vůbec jedná o reálné předpoklady, přestože vybrané výše zmíněné koeficienty dosahovaly nižších hodnot. Na základě těchto hodnot byly určeny tempa růstu, které by dlouhodobě neměly překračovat nominální růst HDP a měly by dosahovat alespoň úrovně inflace.

Z výše uvedených modelů byly proto vybrány dva, které předpovídají budoucí růst tržeb v realistických scénářích. Tyto modely vytváří dohromady dva možné scénáře, stagnující a pravděpodobný vývoj. Jako stagnující model byla vybrána

prognóza na základě časového trendu – lineární funkce. Jednak má vyšší hodnoty vybraných koeficientů, ale zároveň je budoucí odhad růstu mírně nad úrovní inflace (2,15 %) a směřuje spíše ke stagnaci, případně mírnému růstu. Zbylé modely na základě časového trendu nebylo vhodné použít. Další růst tržeb, vymezený podle těchto modelů, byl nerealistický jednak z hlediska růstu trvale snižujícího se pod 1 % nebo naopak trvale zvyšujícího se stále více a rychleji na 3 %, což je dlouhodobě neudržitelný předpoklad pro růst trhu. Pro variantu pravděpodobného vývoje byl použit model jednoduché regresní analýzy s regresorem HDP v běžných cenách. Ten sice dosahoval nižších hodnot výše zmíněných koeficientů oproti například časovému trendu, nicméně je jeho použití vhodné zejména proto, že jako jeden z mála regresních modelů byl statisticky významný a dále z hlediska výsledných prognózovaných hodnot v 1. fázi dosahoval poměrně reálných hodnot s přihlédnutím k minulému vývoji. Prognózovaný růst do budoucna se blíží k hodnotě 2,70 %. To odpovídá i předpokladu růstu trhu vymezeného výše ve strategické analýze. Jednotlivé scénáře a jejich výše tržeb současně s tempem růstu zobrazuje tabulka níže.

Tabulka 32: Variantní predikce tržeb za prodané zboží v tis. CZK, v %

Trh celkem	Stagnující scénář		Pravděpodobný vývoj	
	Tržby v tis. CZK	Tempo růstu	Tržby v tis. CZK	Tempo růstu
2002	8 323 918	X	8 323 918	X
2003	8 760 769	5,25 %	8 760 769	5,25 %
2004	9 604 691	9,63 %	9 604 691	9,63 %
2005	9 226 284	-3,94 %	9 226 284	-3,94 %
2006	9 181 432	-0,49 %	9 181 432	-0,49 %
2007	9 812 628	6,87 %	9 812 628	6,87 %
2008	9 580 966	-2,36 %	9 580 966	-2,36 %
2009	8 498 672	-11,30 %	8 498 672	-11,30 %
2010	8 181 896	-3,73 %	8 181 896	-3,73 %
2011	8 409 717	2,78 %	8 409 717	2,78 %
2012	8 725 740	3,76 %	8 725 740	3,76 %
2013	9 101 812	4,31 %	9 101 812	4,31 %
2014	9 607 551	5,56 %	9 607 551	5,56 %
2015	9 548 026	-0,62 %	9 548 026	-0,62 %
2016	9 694 872	1,54 %	9 694 872	1,54 %
2017	10 054 839	3,71 %	10 054 839	3,71 %

Rok	Tržby v tis. CZK	Tempo růstu	Tržby v tis. CZK	Tempo růstu
2018	10 251 627	1,96 %	10 424 880	3,68 %
2019	10 483 661	2,26 %	10 725 679	2,89 %
2020	10 715 695	2,21 %	11 026 478	2,80 %
2021	10 947 728	2,17 %	11 334 037	2,79 %
	2. Fáze	2,15 %		2,70 %

Zdroj: Vlastní zpracování

V obou výše zmíněných variantách prognózy je patrný absolutní růst do budoucna, jehož přírůstek se v čase snižuje. Při odhadu pro druhou fázi bylo pohlíženo zejména na národohospodářské faktory kde by se tempo růstu trhu mělo pohybovat mezi intervalem tempa růstu inflace a nominálního HDP. Stagnující scénář je proto odhadnutý na úrovni 2,15 %, který je mírně vyšší než právě dlouhodobá prognóza inflace, kterou Česká národní banka dlouhodobě cíluje na 2 %.¹⁹ Scénář pravděpodobného vývoje je odhadován přibližně ve středu vymezeného intervalu mezi hodnotou růstu inflace a HDP v běžných cenách, a sice na úrovni 2,70 %.

3.4 Analýza konkurenční síly

3.4.1 Stanovení tržního podílu oceňovaného podniku

Tržní podíl oceňovaného podniku za vybraná období je určen jako poměr jeho tržeb k celkovým tržbám vymezeného relevantního trhu. Vybraná data jsou získána z databáze Albertina a z účetních výkazů společností, které zveřejňují na portálu justice.

Tabulka 33: Vývoj tržního podílu společnosti Dr. Oetker v tis. CZK, v %

Rok	Relevantní trh	Tržby Dr. Oetker za výrobky a služby	Tržní podíl	Tempo růstu tržeb Dr. Oetker
2002	8 323 918	529 479	6,36 %	5,82 %
2003	8 760 769	560 284	6,40 %	6,90 %
2004	9 604 691	598 934	6,24 %	-8,60 %
2005	9 226 284	547 425	5,93 %	-3,11 %
2006	9 181 432	530 403	5,78 %	0,51 %
2007	9 812 628	533 088	5,43 %	24,68 %
2008	9 580 966	664 634	6,94 %	17,48 %
2009	8 498 672	780 844	9,19 %	5,82 %
2010	8 181 896	805 730	9,85 %	3,19 %

¹⁹ Cílování inflace v ČR. In: Česká národní banka [online]. Praha: ČNB, 2017 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html

Rok	Relevantní trh	Tržby Dr. Oetker za výrobky a služby	Tržní podíl	Tempo růstu tržeb Dr. Oetker
2011	8 409 717	821 779	9,77 %	1,99 %
2012	8 725 740	827 296	9,48 %	0,67 %
2013	9 101 812	903 015	9,92 %	9,15 %
2014	9 607 551	1 000 542	10,41 %	10,80 %
2015	9 548 026	978 286	10,25 %	-2,22 %
2016	9 694 872	1 002 259	10,34 %	2,45 %
2017	10 054 839	984 452	9,79 %	-1,78 %

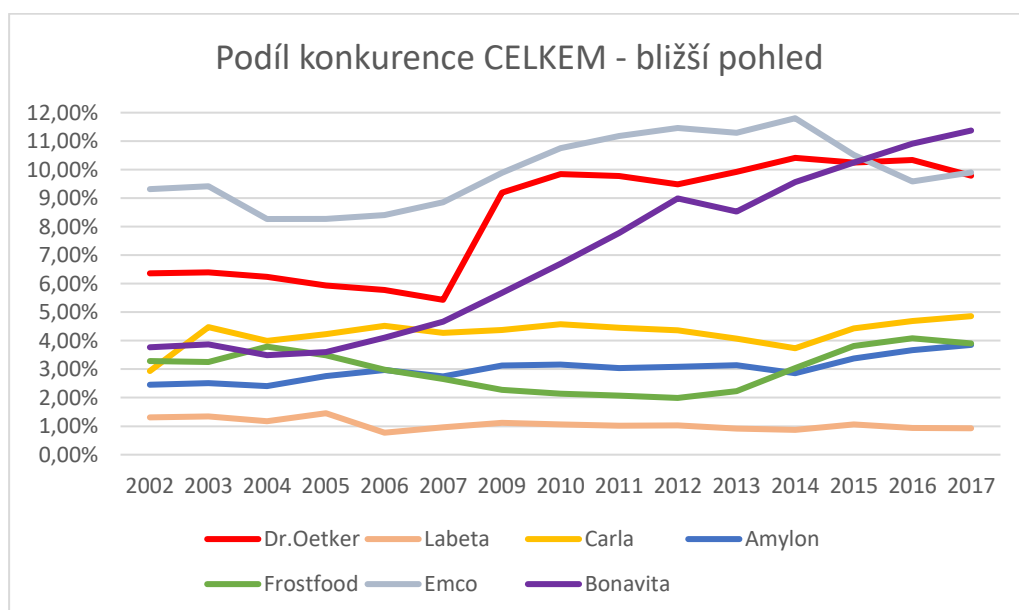
Zdroj: Amadeus²⁰, portál justice²¹, vlastní zpracování

Porovnání tržního podílu s ostatními konkurenčními společnostmi a jeho vývoj bude proveden v následující podkapitole.

3.4.2 Hlavní konkurenti a tržní podíly

Jak již bylo uvedeno v předchozí části strategické analýzy, hlavními konkurenty oceňované společnosti byli zvoleni konkurenti, odpovídající zejména portfoliu výrobků a zboží, které Dr. Oetker nabízí a následně až z hlediska tržeb, kterých dosahují. Podíl nejbližší konkurence na trhu zboží vykresluje níže uvedený graf.

Graf 15: Tržní podíly Dr. Oetker a jeho blízké konkurence v %



Zdroj: Amadeus²², portál justice²³, vlastní zpracování

²⁰ Amadeus. Amadeus databáze [online]., 2019 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://amadeus.bvdinfo.com>

²¹ eJustice. Veřejný rejstřík a sbírka listin [online]. Praha: Ministerstvo spravedlnosti České republiky, 2015 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik>

²² Amadeus. Amadeus databáze [online]., 2019 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://amadeus.bvdinfo.com>

²³ eJustice. Veřejný rejstřík a sbírka listin [online]. Praha: Ministerstvo spravedlnosti České republiky, 2015 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik>

V uvedeném grafu č.15 nejsou uvedeny podíly společností Olma a Vitana, které mají nejvyšší podíl na vymezeném relevantním trhu. Společnost Olma udržuje svůj podíl v posledních letech okolo 34 % a společnost Vitana na úrovni 22 %. Pro lepší vykreslení a porovnání společností zejména s oceňovanou společností Dr. Oetker by nemělo smysl v tomto grafu vykreslovat tyto dvě společnosti, hlavně z hlediska nepřehlednosti tohoto grafu.

Oceňovaná společnost zvýšila v roce 2007 svůj podíl na vymezeném trhu o více než 2 p.b. a od té doby se na vymezeném trhu stabilně drží na podílu okolo 10 %. Podobně jsou na tom další dvě společnosti. První je Emco, která sice svůj podíl od roku 2014 snížila, ale momentálně pokles stabilizovala. Druhou společností je Bonavita, který má v analyzovaných letech stálý růst tržního podílu a je zde předpoklad dalšího růstu i do budoucna, protože v posledních letech více investovala do dlouhodobého majetku a je zde potenciál dalšího vývoje. Společnosti Carla, Frostfood a Amylon mají na relevantním trhu podíl pohybující se pod úrovní 5 %, nicméně od roku 2014 dochází k mírnému růstu.

Z veřejně dostupných informací, zejména z výročních zpráv jednotlivých společností, byla následně provedena podrobnější analýza společností, které byly analyzovány ve finanční analýze a syntéza jejich tržeb rovněž kvantitativně vyjadřuje relevantní trh.

První analyzovanou konkurenční společností je **Vitana, a.s.** která je konkurentem Dr. Oetkera zejména v sekci sypkých směsí pro pečení a hotových směsí. Tato původně česká společnost se v roce 1992 stala součástí nadnárodního koncernu Rieber & Son sídlící v Bergenu. Poté rozšířila své působení na Slovensko založením dceřiné společnosti. V roce 2013 je následně převedena pod nového vlastníka Orkla se sídlem v Oslu a podle nejnovějších informací byla tato společnost integrována se společností Hamé pod společnost Orkla Food Česko a Slovensko a dá se předpokládat její další rozšíření, kdy nově vzniklá společnost může získat ze synergií, které tato integrace nabízí. Je ale potřeba zdůraznit, že se předpokládá zachování jednotlivých značek.²⁴ Díky tomu, že více než 20 let je tato společnost součástí nadnárodních koncernů může, stejně jako oceňovaná společnost, čerpat z know-how, které její mateřská

²⁴ Historie společnosti Vitana. *Vitana, a.s.* [online]. Praha, 2017 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://vitana.cz/o-nas/historie>

společnost nabízí, nehledě na vnitropodnikové financování, ke kterému má přístup. Z hlediska portfolia nabízených výrobků nabízí širokou škálu zejména v oblasti hotových jídel, polévek, omáček a koření. Další skupina je tvořena zejména rýží, luštěninami a výrobků z brambor. Poslední a nejdůležitější skupinu tvoří zejména sladké výrobky sypkých směsí na pečení a hotových moučníků. Vitana, a.s. operuje s podobnou strategií jako Dr. Oetker, kdy se snaží dbát zejména na kvalitu svých výrobků současně s neustálou inovací a tvorbou nových výrobků pro uspokojení poptávky zákazníků. Například v roce 2017 uvedla na trh více než 40 nových výrobků a v nejbližší budoucnosti plánuje rozšířit své portfolio o více než 100 dalších.

Společnost **Labeta a.s.** je sice menší společností, která nedosahuje tržeb velikosti Dr. Oetkera, ale svým portfoliem výrobků se mu nejvíce blíží zejména v oblasti hotových směsí na pečení, jako jsou ochucené cukry a prášky do pečení. Další oblastí jsou zejména slaná a sladká jídla, společně s produkty podporující zavařování, jako jsou ovocné pektiny a želírovací cukry. Určitou konkurenční výhodou, kterou si tato společnost drží, je zaměření na bezlepkové výrobky, což je v současnosti trend nejen z hlediska zdravého životního stylu, ale mnohdy rovněž jediná alternativa pro celiaky a lidi s intolerancí na lepek. Jedná se o akciovou společnost, operující na trhu od roku 1993 a jejím 100% vlastníkem je Ing. Antonín Smrček, tudíž se jedná o čistě českou společnost.²⁵

Carla spol. s.r.o. byla zařazena mezi konkurenty zejména proto, že jako jedna z mála společností na českém trhu konkuruje oceňované společnosti v oblasti cukrářských polívek na pečení, které nabízí v několika příchutích jak pro koncové spotřebitele, tak pro cukráře a pekaře. Rovněž své výrobky neustále inovuje. Opět se jedná o českou společnost 100% vlastněnou tuzemskými osobami a stejně jako Dr. Oetker nabízí své výrobky po celé České republice. Další oblastí, kde společnost Carla operuje jsou zejména sladké dezerty z čokolády jak běžné, tak prémiové kvality pro běžné spotřebitele.²⁶

Společnost **Amylon, a.s.** je poslední ze skupiny vybraných konkurenčních společností, která se zabývá oblastí hotových směsí. Jedná se opět o zavedenou

²⁵ Historie společnosti Labeta. *Labeta, a.s.* [online]. Dřevnice, 2018 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://www.labeta.cz/o-spolecnosti>

²⁶ Historie společnosti Carla. *Carla spol. s.r.o.* [online]. Dvůr Králové, 2018 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://carlachocolate.com/o-nas>

společnost, jejíž výrobky se prodávají na území České republiky od počátku 20. století. Výrobní sortiment zahrnuje 2 oblasti, a sice průmyslovou výrobou na zpracování škrobu a výrobou balených konvenientních jídel. Mimo koncových spotřebitelů, kterým nabízí různé druhy pudinků, dezertů, hotových směsí slaných jídel a škrobů na vaření, prodává své výrobky rovněž do velkoobchodů a například oproti společnosti Labeta, se na bezlepkové výrobky nezaměřuje vůbec. Naopak vyrábí přímo pšeničný škrob a lepek. Na druhou stranu se více zaměřuje na BIO kvalitu těchto výrobků.²⁷ Ovládající osobou této společnosti je HB-AMYL, spol. s.r.o. opět 100% vlastněná tuzemskými osobami.

Hlavním konkurentem v oblasti mražených hotových výrobků, je společnost **FrostFood, a.s.** původně založena pod názvem Guseppe a.s. a v roce 1997 koupena společností Orkla Foods. Díky tomuto zahraničnímu know-how mohla být rozšířena původní výroba mražené pizzy o další mražené výrobky jako jsou slané a sladké knedlíky, taštičky a šišky. V letech 2008–2010 byla tato společnost dokonce součástí oceňované společnosti Dr. Oetker, ale následně firmu odkoupil management firmy ve spolupráci se zahraničními investory, z nichž nikdo nedrží majoritní podíl. Nyní nabízí své výrobky pod značkou Don Peppe s důrazem na kvalitu a inovativní postupy.²⁸ Mražené pizzy mají na tržbách majoritní podíl oproti ostatním kategoriím a rovněž je v poslední době snahou rozšířit svou konkurenční výhodu o bezlepkové výrobky.

V oblasti ovesných a rýžových kaší konkurují oceňované společnosti zejména dvě společnosti, z nichž první je společnost **Emco spol. s.r.o.** která je 100% vlastněná mateřskou společností Emco Holding s.r.o. Zaměřuje se zejména na obilné cereálie, které na konci 20. století byly na našem území téměř neznámé a následně se výroba rozšířila právě o výše zmíněné rýžové a zejména ovesné kaše.

Podobné výrobky rovněž nabízí druhá společnost v této kategorii **Bonavita, spol. s.r.o.** Ta mimo výše zmíněných produktů nabízí produkty ze sóji, popcorn, celozrnné pufované výrobky a různé druhy ořechových a müsli tyčinek, které by

²⁷ Historie společnosti Amylon. *Amylon, a.s.* [online]. Havlíčkův Brod, 2018 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://www.amyilon.cz/cz/retail/o-spolecnosti/>

²⁸ Historie společnosti Frostfood. *Frostfood, a.s.* [online]. Rokytnice v Orlických horách, 2018 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <http://www.frostfood.cz/o-nas/>

podle samotných slov společnosti měli „pomáhat lidem dodržovat zásady správné výživy“.²⁹ Společnost je rovněž 100% vlastněna tuzemskými osobami.

Posledním zástupcem nejbližší konkurence pro oceňovanou společnost, a to v kategorii chlazených výrobků je společnost **Olma, a.s.** 100% vlastněná společností Agrofert, a.s. V portfoliu společnosti je přímo výrobek, který má podnázev „pudinkový dezert“, podobně jako výrobek Paula od Dr. Oetkera. Je sice možné namítat, že Paula je zaměřena více na mladší spotřebitele, nicméně společnost Olma rovněž tyto výrobky zaměřené přímo na děti nabízí také. Jedná se o jogurt „Olmíci“. Společnost Olma je přední výrobce mléčných výrobků na českém trhu. Mezi portfolio výrobků patří jogurty, zrající sýry, zakysané výrobky, smetanové a pudinkové dezerty. Nově rozšířila v poslední době své portfolio o ochucené jogurtové nápoje například i s alternativou müsli bez lepku.³⁰

3.4.3 Konkurenční pozice

V další části bude posuzována konkurenční síla podniku, díky které bude možné posoudit schopnost Společnosti udržet, případně zvýšit svůj podíl na vymezeném trhu. Toho bude docíleno níže na základě analýzy jednotlivých parametrů, které jsou pro rozdělení tržních podílů rozhodující.³¹

3.4.3.1 Přímé faktory konkurenční síly

Šíře nabízeného sortimentu

Dr. Oetker nabízí ve svém portfoliu přibližně 150 výrobků z oblasti konvenience, kde si běžný spotřebitel může vybrat výrobky z oblasti pečení a cukrářství, zavařování, instantních jídel, mražených výrobků, zejména pizzy, ovesných a rýžových kaší a v neposlední řadě i pudinkových dezertů. Nabízené výrobky jsou v mnohém podobné nebo přímo totožné s nabídkou od konkurence i přes snahu odlišit se. Proto se Společnost snaží každým rokem své výrobky inovovat a více přiblížit svou nabídku poptávce. Vzhledem k tomu, že v dnešní

²⁹ O společnosti Bonavita. *Bonavita, spol. s r.o.* [online]. Kunice – Vidovice, 2018 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://www.bonavita.cz/cs/-sekce-o-nas>

³⁰ Katalog produktů Olma. *Olma, a.s.* [online]. Olomouc, 2018 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://www.olma.cz/cs/katalog#>

³¹ Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018, 99. ISBN 978-80-87865-38-5.

době se stále více zvyšuje zájem o specifické potraviny, jako jsou například bezlepkové, proniká Dr. Oetker i na tento trh svou bezlepkovou salámovou pizzou, kterou nabízel jako jeden z prvních na českém trhu. V této oblasti je ale konkurence obratnější a například společnost Labeta má své bezlepkové portfolio poměrně širší, například v oblasti hotových jídel. Šíře nabízeného sortimentu je ale, minimálně oproti blízké konkurenci, nadprůměrně velká a je možné ji i takto hodnotit.³²

(5 bodů ze 6)

Kvalita výrobků

Společnost se na kvalitu svých výrobků úzce zaměřuje, za což hovoří už jen samostatná sekce na jejích internetových stránkách, nehledě na motto „Kvalita je nejlepší recept“ kterým se společnost řídí už od jejího vzniku. Společnost zavedla rovněž přísné hygienické předpisy, které je nutné dodržovat. Proto jsou pravidelně prováděné audity podle normy ISO 9001 a ISO 22000. Dodavatelé surovin pro další zpracování musí splňovat celou řadu pravidel, jako například prokazatelnost původu vajec, žádné používání antibiotik a pokud je ve výrobcích použit palmový olej, jde pouze o takové výrobce, kteří palmy pěstují s trvale udržitelným rozvojem. Kontrola probíhá průběžným hodnocením dodavatelů a jejich auditem.³³ Na druhou stranu, blízká konkurence se v mnohém společnosti Dr. Oetker podobá. Certifikáty kvality a bezpečnosti, nejen výše zmíněné, přímo na svých stránkách zmiňuje společnost Amylon³⁴ nebo například Frostfood³⁵ která rovněž své dodavatele audituje. Proto je tento faktor hodnocen pouze mírně nadprůměrně vzhledem k tomu, že určité dodržování úrovně kvality je v dnešní době v podnikání téměř nutností k přežití.

(4 body ze 6)

Cenová úroveň

Produkty oceňované společností jsou prodávány zejména ve velkých obchodních řetězcích. Cenová úroveň se v průměru pohybuje v mírně vyšším

³² Přehled všech výrobků Dr. Oetker. *Dr. Oetker s.r.o.* [online]. Kladno, 2018 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://www.oetker.cz/cz-cs/nase-vyroby/prehled-vsech-vyrobyku-droetker.html>

³³ Kvalita výrobků Dr. Oetker. *Dr. Oetker s.r.o.* [online]. Kladno, 2018 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://www.oetker.cz/cz-cs/kvalita-je-nejlepsi-recept/kvalita-je-nejlepsi-recept.html>

³⁴ O společnosti Amylon. *Amylon, a.s.* [online]. Havlíčkův Brod, 2018 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://www.amylon.cz/cz/retail/o-spolecnosti/>

³⁵ O společnosti Frostfood. *Frostfood, a.s.* [online]. Rokytnice v Orlických horách, 2018 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://www.donpeppe.cz/kvalita-a-inovace>

pásmu, oproti nejbližší konkurenci. Již výše bylo zmíněno široké nabízené portfolio Společnosti, a tak je cenová úroveň rozličná. Co se týče hotových jídel a kaší, ty jsou v průměru nabízené za vyšší cenu než společnostmi konkurenčními, zejména společností Vitana. Dále jsou to zejména pudinky v prášku, které jsou často nabízeny až za dvojnásobnou cenu oproti konkurenci. Na druhou stranu, některé výrobky, zejména z kategorie cukrářské výrobky jsou nabízeny za cenu totožnou se svou nejbližší konkurencí, společností Carla i Vitana. Na základě těchto poznatků je cenová úroveň hodnocena mírně podprůměrně.

(2 body ze 6)

Intenzita reklamy a image společnosti

Tento faktor je jeden z důležitějších pro výrobní společnosti zejména proto, že jej podle toho bude koncový spotřebitel vnímat a může to ovlivnit i další faktory jako je například výše zmíněná cenová úroveň. Povědomí o společnosti pomáhají rozšířit zejména reklamy v TV a na internetu. Stranou nezůstávají ani tištěné inzerce, které ale převážně využívají a vydávají přímo obchodní řetězce a zmínka o výrobcích od Dr. Oetkera zde bude hlavně v případě, pokud se bude jednat o akční ceny. Na základě subjektivního dojmu není patrná silnější reklamní kampaň oceňované společnosti oproti jeho konkurenci.

Image společnosti je hůře hodnotitelná zejména proto, že bude značně subjektivní a může se v porovnání s jinou analýzou lišit. Jednou z možností je využití reklamací, nicméně tyto údaje nejsou zpravidla externě poskytovány a Dr. Oetker není výjimkou. Další možností je využití recenzí na internetu, které na jednu stranu mohou poskytnout určitý obraz o daném podniku, ale vzhledem k tomu, že recenzi může napsat kdokoliv a nemusí se 100 % zakládat na pravdě, je nutné hodnocení brát spíše jako podpůrná. To se projeví na snížení váhy tohoto faktoru ve výsledném diagramu. Z tohoto hlediska je Společnost hodnocena nadprůměrně, ale je jí vytýkáno zejména rozdílná kvalita výrobků v České republice a cizině, což může být pouhý subjektivní dojem. Pozitivně je hodnocena zejména jednoduchost přípravy jednotlivých pokrmů z kategorie hotových směsí a inspirativní recepty, které Společnost na svých výrobcích uvádí.

Výše zmíněné informace hovoří více ve prospěch oceňované společnosti. Není ale možné objektivně posoudit jeho postavení oproti nejbližší konkurenci bez dalších informací, které nejsou externě sdílené. Proto je tento faktor hodnocen pouze mírně nadprůměrně.

(4 body ze 6)

3.4.3.2 Nepřímé faktory

Kvalita managementu

Kvalita managementu je hodnocena zejména z informací získaných z internetu a kariérního portálu LinkedIn³⁶. Použity jsou informace, které se týkají vedoucích pracovníků společnosti. Společnost má v současné době 2 jednatele, prvním je pan Kálmán István Csaba. Ten je ve Společnosti od roku 2000 vedený jako „Managing director“ dceřiné společnosti Dr. Oetker Kft. Se sídlem v Maďarsku. Od roku 2008 je zapsán v obchodním rejstříku jako jednatel české entity a jeho pozice se od této doby nemění. I dříve působil v nadnárodních společnostech na pozici manažera, například ve společnosti Wella. Druhým jednatelem je pan Josef Debrecký, který působí ve společnosti Dr. Oetker už od jejího znovuzaložení na českém území v roce 1993 a je v postavení „Managing Director“ pro oblast České republiky a Slovenska. Vzhledem k faktu, že vrcholový management společnosti neprochází zásadními změnami více než 10 let, dá se předpokládat, že Společnost neprocházela velkými problémy uvnitř vedení. Skutečnost, že oceňovaný podnik je schopen udržet svou konkurenční pozici i po následcích finanční krize a fakt, že se jedná dlouhodobě o přední společnost na trhu konvenience, prokazuje schopnost managementu. Menší limitací pro hodnocení tohoto faktoru je konkurence, která neposkytuje veřejně informace o svém managementu. Určitou informaci poskytují jejich výkazy. Z těch vyplývá častější změna v užším vedení jednotlivých společností.

(4 body ze 6)

Výkonný personál

Dr. Oetker je výrobním podnikem, je pro něj tudíž významnou složkou dostatečně kvalifikovaný výkonný personál, který bude obsluhovat stávající stroje a zařízení, nehledě na výrobu nových produktů. Pro tyto účely má

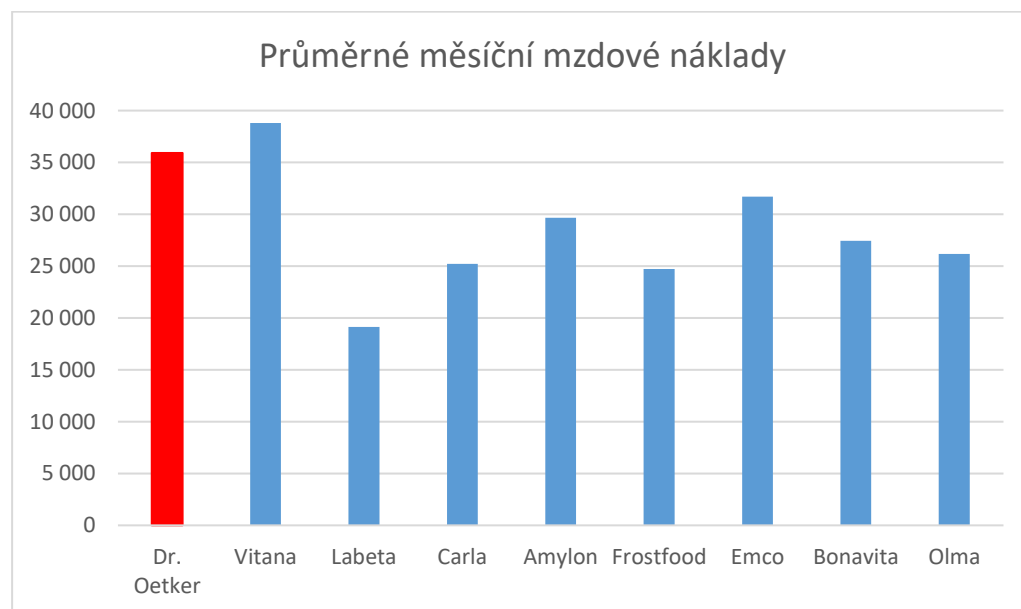
³⁶ Profesní sociální síť. *LinkedIn* [online]., [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://www.linkedin.com>

Společnost ve své nabídce „Operační program Zaměstnanost“, který se snaží zvýšit odbornost jednotlivých pracovníků na základě jejich vykonávané pozice pomocí interních seminářů. V nabídce jsou rovněž externí kurzy z oblasti obchodních a marketingových dovedností a dále zvýšení gramotnosti v oblasti informačních technologií.³⁷ Konkurenční společnosti přímo informace k těmto benefitům externě neposkytují, což ovšem neznamená, že je neprovádějí a tento je nutné tuto informaci vzít v potaz při hodnocení tohoto faktoru.

Určitou pomocí pro hodnocení tohoto faktoru jsou informace poskytnuté karierními portály VímVíc³⁸ a Atmoskop³⁹, které na svých stránkách poskytují hodnocení společností od jejich zaměstnanců. Na těchto stránkách dosahuje hodnocení oceňované společnosti mírně nadprůměrné úrovně, kde zaměstnanci oceňují zejména kolektiv a férové jednání Společnosti. Procentuálně je společnost hodnocena pod 70 %.

Pro další obraz toho, jak se společnost stará o své zaměstnance je níže vykreslen graf č.16 porovnávající průměrné měsíční mzdové náklady na jednoho zaměstnance za roky 2015–2017.

Graf 16: Průměrné měsíční mzdové náklady za roky 2015–2017 v CZK



Zdroj: Vlastní zpracování na základě Výročních zpráv společností

³⁷ Zaměstnanci společnosti. Dr. Oetker s.r.o. [online]. Kladno, 2018 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://www.oetker.cz/cz-cs/kariera/operacni-program-zamestnanost.html>

³⁸ VímVíc. Vím Víc – karierní portál [online], 2018 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://www.vimvic.cz/firma/dr-oetker>

³⁹ Atmoskop. Atmoskop – karierní portál [online], 2018 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://www.atmoskop.cz/nazory-na-zamestnavatele/2976177-dr-oetker-spol-s-r-o>

Společnost Dr. Oetker oceňuje své zaměstnance nadprůměrně oproti své konkurenci. Z tohoto důvodu nejsou vnímány hrozby, že by nejbližší konkurence „přetáhla“ personál oceňovaného podniku jak z monetárního faktoru, tak z hlediska toho, že jednotlivé postupy nemusí být podobné, nehledě na to, že by zaměstnanci museli projít zaškolením společně se změnou místa práce, vzhledem k tomu, že konkurenční společnosti mají svá sídla po celé České republice.

(4 body ze 6)

Majetek a investice

Investice do dlouhodobého majetku lze u oceňované společnosti hodnotit spíše pod průměrem, jak vykresluje tabulka níže, porovnávající změnu účetní hodnoty dlouhodobého majetku. Majetek za analyzované roky 2013–2017 sice vzrostl o více než 20 p.b., ale konkurence byla v tomto ohledu více aktivní. Snaha Dr. Oetkera bylo zejména rozšíření portfolia, kdy za tyto roky uvedl na trh více než 60 nových výrobků, které ale více pocházely od sesterských společností, protože došlo více k růstu tržeb za prodané zboží, oproti vlastním výrobkům. Nejvyšší růst je patrný u společnosti Bonavita, která v roce 2016 dokončila výstavbu nové haly a spustila výrobu na nové lince.⁴⁰

Tabulka 34: Změna položky dlouhodobého majetku za roky 2013–2017 v %

Investice společností	2013–2017
Dr.Oetker	23,31 %
Vitana	-8,46 %
Labeta	32,93 %
Carla	6,24 %
Amylon	41,21 %
Frostfood	56,70 %
Emco	28,47 %
Bonavita	95,61 %
Olma	1,16 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě Výročních zpráv společností

Při pohledu na investiční náročnost společnosti Dr. Oetker v tabulce č.35,⁴¹ která je vymezena pomocí koeficientu náročnosti tržeb na investice brutto, a

⁴⁰ Výroční zpráva Bonavita, spol. s.r.o.: Bonavita, 2,2016. [cit. 2019-03-25].

⁴¹ Tyto informace jsou rovněž využity při prognóze investic do dlouhodobého majetku v kapitole „Generátory hodnoty“

porovnávána se společnostmi, které poskytují potřebné informace, se potvrzuje předchozí tvrzení, které hodnotí faktor investic do dlouhodobého majetku spíše podprůměrně. Společnost sice provádí určité investice, ale oproti své blízké konkurenci dosahuje téměř vždy nižších hodnot vybraného koeficientu z hlediska softwaru, staveb i samostatných věcí movitých. Na základě těchto informací je faktor hodnocen na podprůměrné úrovni.

(2 body ze 6)

Tabulka 35: Porovnání koeficientu investiční náročnosti tržeb společnosti Dr. Oetker a blízké konkurence v %

v %	2014	2015	2016	2017	Průměr
Software					
Dr. Oetker	0,038 %	0,015 %	0,003 %	0,000 %	0,014 %
Vitana	0,017 %	0,029 %	0,000 %	0,053 %	0,025 %
Frostfood	0,013 %	0,000 %	0,005 %	0,000 %	0,005 %
Emco	0,262 %	0,089 %	0,381 %	0,182 %	0,229 %
Olma	0,018 %	0,136 %	0,038 %	0,037 %	0,057 %
Stavby					
Dr. Oetker	0,017 %	1,398 %	1,280 %	0,112 %	0,702 %
Vitana	0,376 %	0,670 %	0,314 %	0,725 %	0,521 %
Frostfood	9,715 %	0,775 %	4,606 %	1,113 %	4,052 %
Emco	0,761 %	9,906 %	1,522 %	0,030 %	3,055 %
Olma	1,054 %	1,799 %	0,759 %	0,819 %	1,108 %
Samostatné movité věci					
Dr. Oetker	1,738 %	1,123 %	0,370 %	0,179 %	0,853 %
Vitana	1,235 %	0,971 %	2,382 %	1,953 %	1,635 %
Frostfood	6,435 %	4,413 %	11,097 %	6,061 %	7,001 %
Emco	6,936 %	0,159 %	0,567 %	2,472 %	2,533 %
Olma	1,054 %	1,799 %	0,759 %	0,819 %	1,108 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Finanční situace

V tomto faktoru se berou v potaz informace poskytnuté finanční analýzou. Z té je patrné, že společnost má po dobrý potenciál budoucího pozitivního vývoje, není zde předpoklad významnějších rizik a vede si nadprůměrně oproti svým nejbližším konkurentům. Společnost dosahuje nadprůměrných hodnot rentability, ale drží větší množství likvidních prostředků, než potřebuje, což může vyústit k menší efektivitě cash managementu Společnosti. Na druhou stranu je tímto interně zajištěna na nenadálé výdaje, které by potenciálně mohly

nastat. Společnost nedrží žádný úročený cizí kapitál a neplynou jí proto rizika vůči věřitelům.

(5 bodů ze 6)

3.4.4 Hodnocení konkurenční pozice podniku

Tabulka 36: Diagram hodnocení konkurenční pozice podniku

	Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váha	
			Konkurence má převahu			Průměr		Podnik má převahu		×		
			0	1	2	3	4	5	6			
Přímé faktory	1. Šíře sortimentu	2							X		5	10
	2. Kvalita výrobků	3						X			4	12
	3. Cenová úroveň	3			X						2	6
	4. Reklama a image	2						X			4	8
Nepřímé faktory	5. Kvalita managementu	1						X			4	4
	6. Výkonný personál	2						X			4	8
	7. Majetek a investice	2			X						2	4
	8. Finanční situace	1							X		5	5
	Celkem	16									30	57

Zdroj: Mařík 2018⁴², vlastní zpracování

Maximální počet bodů: $16 \cdot 6 = 96$

Dosažené hodnocení: $57/96 = 0,5938 = 59,38 \%$

Závěr: Na základě provedené analýzy se atraktivita pohybuje mírně nad průměrem. Oceňovaná společnost má oproti nejbližší konkurenci v některých oblastech výhodu. Jedná se zejména o širší nabízeného sortimentu na českém trhu a finanční situace. Ta vypovídá o tom, že podnik má potenciál vyvíjet se do budoucna a tvořit hodnotu. Nevýhody jsou zejména cenová úroveň, kdy v mnohých případech jsou produkty od společnosti Dr. Oetker dražší než jeho konkurence a nižší investice do dlouhodobého majetku.

⁴² Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018, 109. ISBN 978-80-87865-38-5

3.5 Prognóza vývoje tržního podílu a tržeb společnosti

Dr. Oetker

Provedená analýza konkurenční síly Dr. Oetker ukázala, že společnost se nachází mírně nad průměrem v porovnání s ostatními konkurenty. Proto lze očekávat mírný nárůst tržního podílu a následná stabilizace. Tento předpoklad je potvrzen jednak finanční situací podniku, která byla zhodnocena i na základě finanční analýzy, nadstandardní nabídce produktů, snažící se reagovat na poptávku spotřebitelů a také kvalitou, na kterou se Společnost důrazně zaměřuje.

3.5.1 Prognóza vývoje tržeb za prodané zboží

Na základě všech výše zmíněných předpokladů byl následně určen vývoj podílu na trhu společnosti Dr. Oetker. Faktory, ze kterých bylo vycházeno jsou zejména výsledky z analýzy trhu, který je na mírně nadprůměrné úrovni (54 %) a výsledky z analýzy konkurenční síly, který vyšel na obdobné úrovni (59 %). Provedené analýzy potvrdily, že Společnost má na trhu perspektivu a splňuje předpoklad going concern. Vzhledem k silné a stabilní konkurenci bude tempo růstu tržního podílu na trhu postupně klesat a po roce 2021 nebude k dalšímu růstu docházet. Podnik se více zaměří na udržení své pozice na trhu. Bude proto možné tento podíl použít i do 2. fáze ocenění.

Tabulka 37: Podíl tržeb za prodané zboží společnosti Dr. Oetker na relevantním trhu v %

Rok	Tržní podíl
2002	6,36 %
2003	6,40 %
2004	6,24 %
2005	5,93 %
2006	5,78 %
2007	5,43 %
2008	6,94 %
2009	9,19 %
2010	9,85 %
2011	9,77 %
2012	9,48 %
2013	9,92 %
2014	10,41 %
2015	10,25 %
2016	10,34 %
2017	9,79 %

Rok	Tržní podíl
2018	9,85 %
2019	9,89 %
2020	9,91 %
2021	9,92 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Následující tabulka č. 38 bere v úvahu výše prognózované tržní podíly v dalších 4 letech a predikuje výši tržeb v jednotlivých letech oceňované společnosti ve dvou scénářích, které uvádí jejich předpokládanou výši.

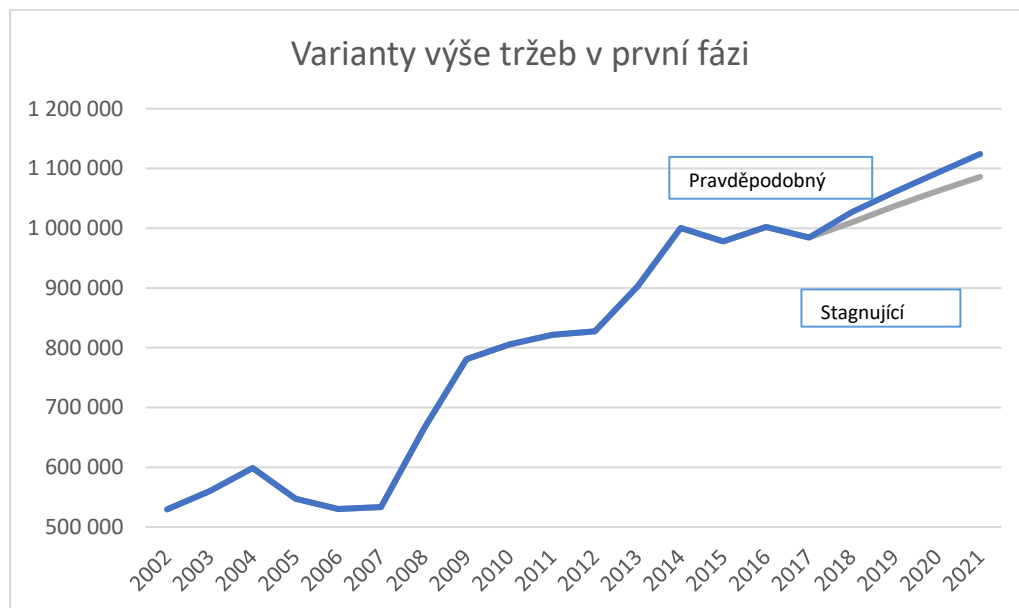
Tabulka 38: Variantní prognóza tržeb za prodané zboží společnosti Dr. Oetker v tis. CZK, v %

Trh celkem	Stagnující scénář		Pravděpodobný vývoj	
Rok	Tržby Dr. Oetker	Tempo růstu	Tržby Dr. Oetker	Tempo růstu
2002	529 479	X	529 479	X
2003	560 284	5,82 %	560 284	5,82 %
2004	598 934	6,90 %	598 934	6,90 %
2005	547 425	-8,60 %	547 425	-8,60 %
2006	530 403	-3,11 %	530 403	-3,11 %
2007	533 088	0,51 %	533 088	0,51 %
2008	664 634	24,68 %	664 634	24,68 %
2009	780 844	17,48 %	780 844	17,48 %
2010	805 730	3,19 %	805 730	3,19 %
2011	821 779	1,99 %	821 779	1,99 %
2012	827 296	0,67 %	827 296	0,67 %
2013	903 015	9,15 %	903 015	9,15 %
2014	1 000 542	10,80 %	1 000 542	10,80 %
2015	978 286	-2,22 %	978 286	-2,22 %
2016	1 002 259	2,45 %	1 002 259	2,45 %
2017	984 452	-1,78 %	984 452	-1,78 %
2018	1 008 760	2,47 %	1 026 851	4,31 %
2019	1 034 737	2,58 %	1 060 770	3,30 %
2020	1 060 854	2,52 %	1 092 724	3,01 %
2021	1 086 015	2,37 %	1 124 336	2,89 %
2. Fáze		2,15 %		2,70 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Pro lepší prostorovou představu je na další straně uveden graf, který zobrazuje výsledné hodnoty tržeb jednotlivých scénářů.

Graf 17: Variantní prognóza celkových tržeb společnosti Dr. Oetker v tis. CZK



Zdroj: Vlastní zpracování

Délka první fáze, na kterou bude sestaven finanční plán, je na základě analýzy vymezeného trhu a na základě vývoje tržeb společnosti sestavena na 4 roky. Po čtyřech letech dojde ke stabilizaci vývoje relevantního trhu. Plánované roky by měly být dostačující vzhledem ke skutečnosti, že oceňovaný podnik je zavedenou společností na trhu s dlouholetou tradicí. V druhé fázi je předpokládán stabilizovaný tržní podíl na obou trzích. Celkové tržby společnosti porostou ve druhé fázi stejným tempem, jako tržby relevantního trhu. Prognóza tržeb, patrná v tabulce č.38 a grafu č.17, je sestavena ve dvou variantních scénářích, vymezených v rámci kvantitativní prognózy relevantního trhu. Vzhledem k faktu, že stagnující varianta předpokládá jen mírně vyšší růst, než je prognózovaná inflace, bude finanční plán primárně sestaven z tržeb, které byly prognózovány ve variantě pravděpodobného vývoje. Tato varianta nejvíce odpovídá skutečností, zjištěných pomocí strategické a finanční analýzy. Finanční plán pro stagnující scénář je následně vymezen v sekci příloh.

3.6 Vyhodnocení strategické analýzy

Společnost Dr. Oetker je již zavedenou společností s roky zkušeností v daném oboru. Je součástí nadnárodního koncernu, tudíž může s touto skupinou podniků sdílet své know-how a pokud by došlo k problémům s likviditou, dá se očekávat podpora uvnitř koncernu. Od svých konkurentů je snaha podniku o odlišení s důrazem na kvalitu a další inovace. Příkladem mohou být další příchutě

pudivého dezertu Paula nebo například nový „Krémeček na dukátové buchtičky“ v prášku, který Společnost uvedla na trh nedávno.

Na vymezeném trhu dosahuje podílu okolo hodnoty 10 %. V posledním analyzovaném roce 2017 byl její podíl ve výši 9,79 %. V dalších letech 1. fáze je očekávaný růst až na úroveň 9,92 %, přičemž se následně bude zaměřovat více na posílení své pozice, spíše než na další růst tržního podílu. Z hlediska inovace zde podnik zaostává ve speciálních potravinách, které získávají na důležitosti, jako jsou například potraviny neobsahující lepek. Na tomto trhu nabízí větší portfolio například společnost Labeta. Na druhou stranu, v sousedních státech, zejména Německu, nabízí další společnost i další bezlepkové produkty, které se na území České republiky zatím neprodávají. Dá se proto předpokládat, že by na českém trhu mohlo dojít k uvedení těchto výrobků na trh v blízké době.

Po provedení strategické analýzy je možné usuzovat, že Dr. Oetker je společností s relativně dobrou prognózou do budoucna. Společnost je schopna tvořit hodnotu a na základě získaných informací se dá předpokládat pokračování ve své činnosti. Analýza atraktivity trhu, doplněná vnitřní analýzou, analyzující konkurenční výhodu, prokázala potenciál společnosti na mírně nadprůměrné úrovni. Budoucí vývoj byl testován na dvou scénářích, jejichž tempo růstu se pohybovalo od 2,15 % do 2,70 % v druhé fázi je tedy na nadinflační úrovni. Pro další prognózu podnikohospodářských faktorů bude pracováno zejména s variantou pravděpodobného vývoje, jejíž tempo růstu je ve výši 2,70 %. Ta nejvíce odpovídá budoucímu vývoji na základě provedených analýz. Nebyly shledány žádné závažné důvody, které by vyvracely předpoklad going concern oceňované společnosti. Na vymezeném trhu se jedná o společnost, která nabízí produkty se snahou saturovat poptávku spotřebitelů a zvyšovat kvalitu. Značka Dr. Oetker je regionálně dobře známá. Z provedené finanční a strategické analýzy dále vyplývá, že z hlediska ocenění společnosti bude možné použít výnosových metod.

4 Generátory hodnoty

V následující části budou rozpracovány generátory hodnoty oceňovaného podniku Dr. Oetker. Nejprve bude provedeno rozčlenění majetku na aktiva provozně nutná, která jsou potřebná k zajištění hlavního provozu podniku, a aktiva provozně nepotřebná. Po tomto rozdělení bude vymezen korigovaný provozní výsledek hospodaření, po očištění provozního zisku o výnosy a náklady, které plynou z neprovozních aktiv. Následně bude provedena samotná analýza a prognóza generátorů hodnoty.

V rámci analýzy bude vycházeno ze závěrů a poznatků, které byly zjištěny pomocí finanční a strategické analýzy. Mezi generátory hodnoty jsou zařazeny tyto veličiny:

- Tempo růstu tržeb
- Zisková marže
- Investice do pracovního kapitálu
- Investice do dlouhodobého majetku provozně nutného
- Diskontní míra – zpracovaná v další části ocenění

Po provedení analýzy generátorů hodnoty bude sestaven finanční plán na základě získaných informací. Díky tomu bude již možné konkrétně informovat o tom, jaké vyhlídky podnik má z hlediska dosahování tržeb a při jaké marži. Rovněž bude možné zjistit, jak budou vypadat investice do pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku provozně nutného a jak se tato zjištění promítnou do podnikového plánu.

4.1 Rozčlenění majetku na provozně nutný a nenutný

Provozně nutným majetkem jsou taková aktiva, která jsou nezbytná pro základní (core) business oceňované společnosti. Zbylá aktiva budou označována jako provozně nenutná nebo také nepotřebná, případně neprovozní. Rozdělení aktiv je provedeno proto, že některá aktiva nemusí přinášet příjmy, nemusí přímo souviset s hlavní činností podniku a mohou s nimi být spojeny odlišná rizika než ta, která by souvisela s aktivy provozně nutnými. Navíc mohou být nenutná aktiva oceněna jinými metodami.

Oceňovaná společnost neeviduje ve svých aktivech žádné majetkové nebo dluhové cenné papíry, které by byly určeny k obchodování nebo by byly splatné do jednoho roku. Nejsou zde evidovány ani žádné podíly v ovládaných osobách, realizovatelné cenné papíry a podíly, ani jiné dlouhodobé investiční instrumenty, které by byly určeny k držení do splatnosti.

Co se týče **dlouhodobého majetku**, ten se skládá pouze z dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku a jako takový je považován celkově za provozně nutný. Dlouhodobý nehmotný majetek tvoří především software, který Společnost pravidelně obnovuje. V roce 2017 je vykazována položka „Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje“. Protože Společnost neposkytuje další informace ohledně tohoto aktiva, bude pro plánované roky prognózováno v konstantní výši. Dlouhodobý hmotný majetek se skládá z pozemků, které mají v analyzovaných letech rovněž konstantní hodnotu – 2 453 tis CZK, staveb, samostatných hmotných movitých věcí a jejich souborů a nedokončeného dlouhodobého hmotného majetku. Vzhledem k tomu, že nejsou poskytovány bližší externí informace o využití, případně nevyužití strojů a dalších movitých věcí, nebude zde žádná položka vymezena jako provozně nenutná.

Oběžná aktiva se skládají ze zásob, dlouhodobých pohledávek, které Společnost vykazuje pouze v roce 2013, krátkodobých pohledávek, peněz v hotovosti a peněz na účtu v bance. Zásoby budou započítány v celkové výši do provozně nutných aktiv, protože se dá předpokládat, že společnost hospodařila se svými zásobami efektivně, navíc se pohybují na podobné úrovni, jako stejně velké konkurenční společnosti. U pohledávek ale určitá potřeba vyčlenění bude. Jedná se o pohledávky za ovládanými a řízenými osobami, které budou dále považované za provozně nutné. Tyto pohledávky vznikají půjčkou peněžních prostředků, případně úlozkami ostatním entitám rozvětvené skupiny, kam česká entita Dr. Oetkera patří. Přehled o jejím vývoji je vymezen v následující tabulce.

Tabulka 39: Výše provozně nepotřebných pohledávek v tis. CZK

tis. CZK	2013	2014	2015	2016	2017
Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení (krátkodobé)	99 000	85 162	40 259	54 378	65 000

Zdroj: Výroční zpráva Společnosti

Zbýlé pohledávky, které v drtivé většině tvoří pohledávky z obchodních vztahů, budou ponechány celkově jako provozně nutné. Co se týče ostatních

poskytnutých pohledávek, dohadných účtu aktivních, případně jiných pohledávek, ty jsou rovněž v celé výši zařazeny do provozně nutných aktiv.

Finanční prostředky, které se skládají z peněz v hotovosti a na účtu, bude nutné opět upravit. Z finanční analýzy vyplynulo, že podnik drží svá likvidní aktiva na vyšších hodnotách, než je efektivní. Vhodným ukazatelem pro toto aktivum je ukazatel okamžité likvidity (= finanční majetek / krátkodobý cizí kapitál). Pro zvolení jeho výše bylo postupováno zejména porovnáním výsledných hodnot s konkurenčními společnostmi, se kterými je oceňovaná společnost poměřovaná. Tyto informace poskytuje následující tabulka.

Tabulka 40: Okamžitá likvidita pro provozně nutnou výši finančních prostředků

Okamžitá likvidita	2013	2014	2015	2016	2017
Dr. Oetker	0,405	0,477	0,985	0,586	0,480
Vitana	0,007	0,011	0,018	0,009	0,008
Labeta	0,033	-0,036	0,035	0,046	0,082
Carla	0,397	0,554	0,180	0,390	0,313
Amylon	0,110	0,143	0,172	0,227	0,134
Frostfood	0,127	0,143	0,168	0,113	0,050
Emco	0,323	0,188	0,230	0,244	0,151
Bonavita	0,114	0,067	0,256	0,026	0,021
Olma	0,161	0,156	0,185	0,554	0,412
Průměrné hodnoty	0,186	0,189	0,248	0,244	0,183

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv společnosti

Zde se průměrné hodnoty pohybovaly mezi 18–25 %. Při pohledu na hodnoty tohoto ukazatele u jednotlivých společností se dá předpokládat efektivnost na nižších hodnotách vymezeného intervalu. Na základě těchto informací byla výše peněžních prostředků provozně nutných určena ve výši 19 % ukazatele okamžité likvidity. Okolo této úrovně se pohybovala průměrná hodnota po 3 roky sledovaných let. Veškerý krátkodobý finanční majetek nad tuto hodnotu považován jako provozně nepotřebný. Jeho výši zobrazuje tabulka č.41.

Tabulka 41: Výše provozně nepotřebného finančního majetku v tis. CZK

tis. CZK	2013	2014	2015	2016	2017
Krátkodobý finanční majetek	48 092	54 147	113 139	68 153	48 481
Krátkodobé závazky	118 690	113 459	114 912	116 377	100 945
Dosažená okamžitá likvidita	0,41	0,48	0,98	0,59	0,48
Požadovaná likvidita	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19
Krátkodobý finanční majetek – provozně nutný	22 551	21 557	21 833	22 112	19 180
Krátkodobý finanční majetek – nepotřebný	25 541	32 590	91 306	46 041	29 301

Zdroj: Vlastní zpracování na základě finančních výkazů Společnosti

V rámci neprovozního majetku oceňovaného podniku jsou tedy zařazeny položky vymezené s jejich výší v následující tabulce.

Tabulka 42: Výše provozně nepotřebného majetku v tis. CZK

tis. CZK	2013	2014	2015	2016	2017
Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení (krátkodobé)	99 000	85 162	40 259	54 378	65 000
Neprovozní část krátkodobého finančního majetku	25 541	32 590	91 306	46 041	29 301
Neprovozní majetek	124 541	117 752	131 565	100 419	94 301

Zdroj: Vlastní zpracování

4.2 Provozně nutný investovaný kapitál

Po rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná je nyní možné určit položku provozně nutný investovaný kapitál. Jeho výše je rovna hodnotě aktiv, ze které jsou vyřazeny výše uvedená neprovozní aktiva a dále oběžná aktiva, snižená o závazky, u kterých není jednoznačně možné určit jejich náklady, tj. především úroky.⁴³ Výslednou hodnotou je upravený pracovní kapitál. Vzhledem k tomu, že oceňovaný podnik nečerpá žádný úročený cizí kapitál, je možné od oběžných aktiv odečíst veškeré vykazované krátkodobé závazky a provést úpravu o časové rozlišení aktiv a pasiv. Výpočet pracovního kapitálu a provozně nutného investovaného kapitálu je uveden v následující tabulce.

Tabulka 43: Výpočet provozně nutného investovaného kapitálu 2013–2017 v tis. CZK

tis. CZK	2013	2014	2015	2016	2017
(+) Dlouhodobý nehmotný majetek	7 122	1 367	386	202	124
(+) Dlouhodobý hmotný majetek	90 670	108 955	115 223	123 309	120 464
Dlouhodobý majetek provozně nutný	97 792	110 322	115 609	123 511	120 588
(+) Zásoby	71 200	68 754	75 335	102 303	93 465
(+) Krátkodobé pohledávky	235 846	223 814	155 678	182 756	184 606
(-) Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení (krátkodobé)	99 000	85 162	40 259	54 378	65 000
(+) Krátkodobý finanční majetek – provozně nutný	22 551	21 557	21 833	22 112	19 180
(+) Časové rozlišení aktivní	813	1 105	2 058	791	944
(-) Krátkodobé závazky neúročené	118 690	113 459	114 912	116 377	100 945
(-) Časové rozlišení pasiv	400	331	337	6	6
Pracovní kapitál provozně nutný	112 320	116 278	99 396	137 201	132 244
Provozně nutný investovaný kapitál	210 112	226 600	215 005	260 712	252 832

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv Společnosti

⁴³ Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018, 146. ISBN 978-80-87865-38-5.

Provozně nutný investovaný kapitál dosahoval ve sledovaném období hodnot v intervalu 210–260 mil. CZK, přičemž je tvořen přibližně stejným podílem provozně nutným dlouhodobým majetkem i pracovním kapitálem. Celkově se od roku 2013 jeho hodnota zvýšila, i když v posledním roce je patrný mírný pokles na hodnotu 252 832 tis. CZK.

4.3 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Další potřebnou položkou, kterou je nutné k další analýze vymezit, je korigovaný provozní výsledek hospodaření (dále také KPVH). Pro zjištění jeho výše je třeba vyčlenit výnosy a náklady, které souvisí s neprovozními aktivy z provozního výsledku hospodaření. V případě společnosti Dr. Oetker je třeba vyčlenit tržby z prodaného dlouhodobého majetku a materiálu, dále odečíst ostatní „Jiné provozní výnosy“, u kterých není jasné, jestli se jedná o mimořádné položky či nikoliv a přičíst zpět položky výsledovky z části „Jiné provozní náklady“, protože se jedná o mimořádné náklady jako jsou manka a škody, dary nebo smluvní pokuty a penále.

Tabulka 44: Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření v tis. CZK

tis. CZK	2013	2014	2015	2016	2017
Provozní výsledek hospodaření	86 062	94 158	107 016	129 413	111 969
(-) Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	1 981	3 227	2 093	6 986	6 443
(+) ZC prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	2 825	2 986	1 807	8 804	7 652
(-) Vyloučení mimořádných výnosů	3 736	3 886	5 744	8 461	8 982
(+) Vyloučení mimořádných nákladů	5 519	2 571	2 406	1 379	833
(+) Výnosové úroky	209	214	331	159	50
(+) Ostatní finanční výnosy	3 942	1 283	3 518	2 796	4 142
(-) Ostatní finanční náklady	5 903	3 745	5 029	5 906	3 609
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	86 937	90 354	102 212	121 198	105 612
(+) Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	13 771	12 208	7 908	8 286	9 384
KPVH před odpisy a zdaněním	100 708	102 562	110 120	129 484	114 996

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv Společnosti

Provozní výsledek hospodaření má ve sledovaných letech rostoucí trend opět až na poslední analyzovaný rok, kdy došlo k poklesu na 114 996 tis. CZK. I přes tento pokles je dlouhodobější růst možné považovat za pozitivní faktor. Snížení zisku bylo způsobeno zejména nižšími tržbami za prodané výrobky a služby, které byly analyzovány již ve strategické analýze, stejně jako jejich prognóza do budoucna.

Vzhledem k tomu, že již došlo k rozčlenění aktiv na provozní a neprovozní složku a byla vymezena výše provozně nutného investovaného kapitálu i KPVH, je nyní možné přistoupit k samotným generátorům hodnoty, které budou rozebrány v následujících částech.

4.4 Tempo růstu tržeb

Prvním podnikohospodářským faktorem, který ovlivňuje budoucí existenci podniku, je tempo růstu tržeb. Analýze a prognóze jeho budoucího vývoje byla věnována část strategické analýzy, ve které byly tyto tempa růstu určeny. Následně bylo provedeno rozčlenění do dvou modelů. Ve druhé fázi byla tempa růstu zvolena na úrovni 2,15 % pro stagnující scénář a 2,70 % pro scénář pravděpodobného vývoje. Výsledné tempo růstu bylo zvoleno takové, aby bylo nejvíce pravděpodobné, že Společnost bude moci navyšovat tržby donekonečna, proto jsou hodnoty nižší než v posledním roce 1. fáze.

Tabulka 45: Vývoj tržeb společně s tempy růstu za minulost a jeho prognóza v jednotlivých scénářích v tis CZK, v %

Trh celkem		Stagnující scénář		Pravděpodobný vývoj	
Rok	Tržby Dr. Oetker	Tempo růstu	Tržby Dr. Oetker	Tempo růstu	
2002	529 479	X	529 479	X	
2003	560 284	5,82 %	560 284	5,82 %	
2004	598 934	6,90 %	598 934	6,90 %	
2005	547 425	-8,60 %	547 425	-8,60 %	
2006	530 403	-3,11 %	530 403	-3,11 %	
2007	533 088	0,51 %	533 088	0,51 %	
2008	664 634	24,68 %	664 634	24,68 %	
2009	780 844	17,48 %	780 844	17,48 %	
2010	805 730	3,19 %	805 730	3,19 %	
2011	821 779	1,99 %	821 779	1,99 %	
2012	827 296	0,67 %	827 296	0,67 %	
2013	903 015	9,15 %	903 015	9,15 %	
2014	1 000 542	10,80 %	1 000 542	10,80 %	
2015	978 286	-2,22 %	978 286	-2,22 %	
2016	1 002 259	2,45 %	1 002 259	2,45 %	
2017	984 452	-1,78 %	984 452	-1,78 %	
2018	1 008 760	2,47 %	1 026 851	4,31 %	
2019	1 034 737	2,58 %	1 060 770	3,30 %	
2020	1 060 854	2,52 %	1 092 724	3,01 %	
2021	1 086 015	2,37 %	1 124 336	2,89 %	
2. Fáze		2,15 %		2,70 %	

Zdroj: Vlastní zpracování

Z tabulky je vidět, že od roku 2002 došlo k růstu absolutní hodnoty tržeb, nicméně tempo růstu poměrně osciluje, zejména v posledních sledovaných letech mezi kladnými a zápornými hodnotami. Nejvyšší nárůst v posledních letech, nad 10 %, je v roce 2014, přičemž hned následující rok dochází k nejvyššímu poklesu o více než 2 %. Oba scénáře, vymezené ve strategické analýze, odhadují tempa růstu pro první i druhou fázi tak, že v následujících 4 letech dojde postupně ke stabilizaci tempa růstu až do výše popsaných hodnot ve druhé fázi.

V rámci prognózy jednotlivých generátorů hodnoty bude dále vycházeno z tržeb pro scénář pravděpodobného vývoje. Výsledné hodnoty pro stagnující scénář jsou uvedeny v příloze na konci této práce.

4.5 Zisková marže

Zisková marže je podnikohospodářský faktor, který poměřuje KPVH a tržby za stejné období. Protože ještě není prognózována výše odpisů do budoucna, bude nutné použít ukazatel KPVH před odpisy a daněmi. Odpisy budou rozebrány dále v rámci investic do dlouhodobého majetku.

Výši KPVH před odpisy a zdaněním zobrazuje tabulka č. 39. Dopočtenou ziskovou marži za použití výše zmíněného vztahu zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 46: Zisková marže v %

tis. CZK	2013	2014	2015	2016	2017
KPVH před odpisy a zdaněním	100 708	102 562	110 120	129 484	114 996
Tržby za prodej zboží, vlastních výrobků a služeb	903 015	1 000 542	978 286	1 002 259	984 452
Zisková marže v %	11,15 %	10,25 %	11,26 %	12,92 %	11,68 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Výše ziskové marže se pohybovala ve většině období nad 11 %, v roce 2016 dokonce těsně pod 13 %. Tato výše ale nebyla do dalšího roku udržitelná a hodnota ziskové marže se navrátila pod hodnotu 12 %. V rámci další prognózy ziskové marže budou použity dvě metody, a sice prognóza shora a zdola. V prvním případě je cílem získat hodnoty marže pro 1. fázi a následně dopočítat KPVH před odpisy a daní z již naplánovaných tržeb.

4.5.1 Prognóza ziskové marže shora

Pro určení ziskové marže shora bude provedena analýza, zhodnocující hlavní faktory, které mají na tento ukazatel vliv. Při analýze bude využit model podle Portera.⁴⁴ Jednotlivé faktory budou, podobně jako u strategické analýzy, hodnoceny na bodové škále 1 až 6 a následně zhodnoceny, jaký mají vliv na ziskovou marži. Pro přehlednost budou výsledky zobrazeny níže v upraveném diagramu.

Počet přímých konkurentů, odběratelů a dodavatelů a síla jejich vazeb

V rámci tohoto faktoru bude hodnocena pozice Společnosti z hlediska postavení na trhu a její konkurence. Pokud by se jako počet subjektů na trhu braly v potaz veškeré společnosti, operující na trhu podle všech tří skupin klasifikace CZ-NACE, jednalo by se o velmi vysoký počet konkurentů pro oceňovaný podnik. Nicméně, podobně jako bylo nastaveno ve strategické analýze, ne všechny společnosti prodávají produkty, které by nějakým způsobem konkurovali společnosti Dr. Oetker. Užší vymezení na vybrané společnosti množství konkurentů snižuje. Proto je tento faktor hodnocen na nadprůměrné úrovni.

(4 bodů ze 6)

Mezi odběratele Společnosti se řadí maloobchodní řetězce, jako je například Albert, Billa, Tesco nebo například Kaufland. Rovněž se v poslední době rozšířil počet subjektů, kteří své produkty nabízí online, jako například košík.cz nebo rohlík.cz. Tento trend je rozhodně pozitivní pro oceňovanou společnost, neboť se tyto možnosti nákupu koncových spotřebitelů pomocí internetu stále rozšiřují, což by v dlouhém období mohlo potenciálně znamenat i vyšší zájem o konvenientní jídla, která ještě více urychlují přípravu pokrmů. Ty oproti běžně připravovaným jídlům z čerstvých surovin, zabírají podstatně méně času. Na druhou stranu to znamená, že se rozšiřuje možnost koncových spotřebitelů porovnat jednotlivé produkty, které jsou v mnohém podobné nebo dokonce stejné jako ty, které nabízí Dr. Oetker. To by do budoucna mohlo znamenat

⁴⁴ Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018, 154. ISBN 978-80-87865-38-5.

potenciální snížení ziskové marže. Proto je tento faktor hodnocen opatrněji na průměrné úrovni.

(3 body ze 6)

Při pohledu na druhou stranu, dodavatelů, je možné hodnotit, že Dr. Oetker s nimi udržuje silnější vztahy v porovnání s konkurencí, alespoň na základě externě poskytnutých informací. Své dodavatele interně hodnotí, aby byla udržena kvalita, případně je podporuje pro jejich další rozvoj. To ovšem souvisí s přísnou kontrolou, kterou oceňovaná společnost u dodávajících subjektů provádí. Mimo faktorů ovlivňující core business se zaměřuje rovněž na složky ekologickou i sociální. Při nedodržení stanovených podmínek je přistoupeno k sankcím. Z těchto poznatků vyplývá, že si společnost, která již má určitou pozici na trhu, může své dodavatele spíše vybírat a má nad nimi převahu, což pozitivně působí na hodnocení z hlediska ziskové marže a jeho výslednou nadprůměrnou hodnotu.

(5 bodů ze 6)

Stupeň standardizace produktu

Společnost Dr. Oetker nabízí svým zákazníkům poměrně široký výběr produktů. I proto byl v rámci finanční a strategické analýzy porovnáván s osmi dalšími podniky, kteří dohromady toto portfolio pokrývají. Na druhou stranu tyto společnosti se mohou specializovat pouze na vybranou část trhu oproti oceňované Společnosti a potenciálně si vybudovat lepší pozici (například nabídkou specializovaných produktů nebo nových příchutí). Proto je tento faktor hodnocen na průměrné úrovni.

(3 body ze 6)

Stabilita poptávky

Ze strategické analýzy vyplývá, že Dr. Oetker je již zavedenou společností, která patří k předním na trhu. To by mohlo značit stabilní poptávku po produktech oceňovaného podniku, nicméně sama Společnost ve své výroční zprávě uvádí, že trh konvenientních potravin a hotových jídel má spíše klesající tendenci a je potřeba na tento faktor reagovat. Například v roce 2016 bylo ve výrobním závodě na Kladně zabaleno přes 174 mil. kusů výrobků a v roce 2017 už to bylo

pouze 152 mil. kusů.⁴⁵ Trh je sice stabilní, ale hlavně díky tomu, že roste v hodnotě, nikoliv v objemech. Proto je tento faktor hodnocen mírně podprůměrně.

(2 body ze 6)

Růst trhu

Trend trhu, na kterém se oceňovaná společnost pohybuje a který byl vymezen ve strategické analýze, je od roku 2009 jednoznačně rostoucí, kdy v tomto roce došlo k nejnižším hodnotám jako následek finanční krize. V posledních letech ale dochází spíše ke snížení tempa růstu a některé roky, jako například rok 2015, jsou dokonce horší než přechodí. Vymezený trh se tak pohybuje, právě v posledních 4 letech, na podobné úrovni. Průměrné tempo růstu se pohybuje na nadinflační úrovni a do budoucna je prognózovaný růst těsně pod 3 %. To může znamenat, že se intenzita konkurence bude držet na podobné úrovni jako doposud, případně dojde k mírnému zvýšení. Proto je v rámci tohoto kritéria hodnocen faktor růstu trhu jako průměrný.

(3 body ze 6)

Bariéry vstupu do daného odvětví

Hodnocení bariér vstupu do odvětví byla věnována část již ve strategické analýze. Z tohoto hlediska se posuzovaný trh řadí mezi náročnější, je potřeba podstatných počátečních investic do dlouhodobého majetku, který přesahuje 20 % podílu na celkových aktivech, nehledě na získávání vhodných odběratelů a dodavatelů. Proto je tento faktor hodnocen podobně jako v dříve provedené analýze.

(5 bodů ze 6)

Možnosti substituce

Rovněž jako předchozí faktor byla i možnost substituce hodnocena již ve strategické analýze. V této analýze byla hodnocena na průměrné úrovni zejména proto, že koncoví zákazníci mohou jednak ve svých preferencích volit uspořené čas, který získají jednoduchou přípravou nabízených produktů, ale v poslední době převažuje spíše trend zdravého životního stylu, kde se někteří zastánci

⁴⁵ Výroční zpráva Dr. Oetker, spol. s.r.o.: Dr. Oetker, 5,2017. [cit. 2019-03-25].

tohoto způsobu života mohou vůči nabízeným polotovarům a předpřipraveným jídlům vymezovat.

(3 body ze 6)

Tabulka 47: Diagram zhodnocení dopadů jednotlivých faktorů na ziskovou marži

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váha
		Negativní		Průměr			Pozitivní		X	
		0	1	2	3	4	5	6		
Přími konkurenti	2						X		4	8
Odběratelé	2				X				3	6
Dodavatelé	2						X		5	10
Standardizace produktu	1				X				3	3
Stabilita poptávky	3			X					2	6
Růst trhu	2				X				3	6
Bariéry vstupu	2						X		5	10
Možnosti substituce	2				X				3	6
Celkem	16								28	55

Zdroj: Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018, 154. ISBN 978-80-87865-38-5.; vlastní úprava

Maximální počet bodu: $16 \cdot 6 = 96$

Dosažené hodnocení: $55/96 = 0,5729 = 57,29 \%$

Výsledné hodnocení 57,29 % znamená, že zisková marže by se do následujících let měla jednak udržet na úrovni, kterých dosahovala v posledních letech a v dalších letech první fáze ještě mírně růst, než dojde k její stabilizaci.

Výše zmíněné faktory působící na výši ziskové marže je vhodné doplnit o informace o vztazích mezi Společností a jejími zaměstnanci. To je možné nastínit pomocí výše osobních nákladů. Jejich vývoj poskytuje tabulka č.48.

Tabulka 48: Analýza osobních nákladů 2009–2017 v tis. CZK

tis. CZK %	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby	780 844	805 730	821 779	827 296	903 015	1 000 542	978 286	1 002 259	984 452
Osobní náklady	110 337	109 454	99 840	100 434	103 422	110 194	113 500	119 047	123 690
Tempo růstu	X	-0,80 %	-8,78 %	0,59 %	2,98 %	6,55 %	3,00 %	4,89 %	3,90 %
Podíl na tržbách	14,13 %	13,58 %	12,15 %	12,14 %	11,45 %	11,01 %	11,60 %	11,88 %	12,56 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Osobní náklady od roku 2012 neustále rostly, přestože počet zaměstnanců se pohyboval na podobné úrovni, okolo 200 zaměstnanců. Jejich podíl na tržbách se pohybuje na stabilní úrovni mezi 11 a 12 %, kdy nízké hodnoty jsou patrné zejména v letech 2013–2016. Nákladovost tržeb je na stabilní až mírně rostoucí úrovni a podobný trend se dá očekávat i od ziskové marže.

Podle veškerých výše zmíněných analýz se dá předpokládat, že zisková marže se bude od prvního roku první fáze mírně zvyšovat, až se stabilizuje na výsledných 11,80 %. Po této prognóze je možné dopočítat korigovaný provozní výsledek před odpisy a zdaněním pro první fázi. KPVH bude spočteno jako součin prognózované marže a prognózovaných tržeb pro jednotlivá období. Výsledné hodnoty zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 49: Korigovaný provozní výsledek hospodaření a zisková marže pro 1. fázi v tis. CZK

tis. CZK, %	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby za prodej zboží, vlastních výrobků a služeb	984 452	1 026 851	1 060 770	1 092 724	1 124 336
Zisková marže v %	11,68 %	11,73 %	11,77 %	11,80 %	11,80 %
KPVH před odpisy a zdaněním	114 996	120 450	124 853	128 941	132 672

Zdroj: Vlastní zpracování

4.5.2 Prognóza ziskové marže zdola

Další stanovení ziskové marže bude provedeno tzv. „zdola“, aby bylo možné promítnout náklady, které vstupují do provozní činnosti a byly zohledněny vnitřní faktory. Po prognóze pomocí variant „shora“ a „zdola“ je následně potřeba jejich sladění a vyvození závěru o konečné výši ziskové marže a jejím vývoji do budoucna. Tabulka uvedená níže zobrazuje, jakým způsobem se vyvíjely výnosové a nákladové položky ve sledovaném období 2013–2017.

Tabulka 50: Analýza ziskové marže pro období 2013 – 2017 v %

tis. CZK	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby za prodej zboží, vlastních výrobků a služeb	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Tržby za prodej zboží	60,47 %	61,82 %	62,88 %	65,90 %	67,77 %
Náklady vynaložené na prodané zboží	39,56 %	42,43 %	39,47 %	40,04 %	43,43 %
Obchodní marže	20,91 %	19,39 %	23,41 %	25,86 %	24,34 %
Výkony	39,44 %	38,23 %	37,54 %	34,88 %	32,26 %
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	39,53 %	38,18 %	37,12 %	34,10 %	32,23 %
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-0,10 %	0,04 %	0,42 %	0,79 %	0,03 %
Výkonová spotřeba	39,97 %	38,20 %	39,09 %	37,69 %	33,55 %

tis. CZK	2013	2014	2015	2016	2017
Přidaná hodnota	20,37 %	19,42 %	21,87 %	23,05 %	23,05 %
Osobní náklady	11,45 %	11,01 %	11,60 %	11,88 %	12,56 %
- Mzdové náklady	8,37 %	8,11 %	8,53 %	8,74 %	9,25 %
- Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	2,88 %	2,77 %	2,90 %	2,97 %	3,12 %
- Sociální náklady	0,20 %	0,14 %	0,17 %	0,17 %	0,19 %
Daně a poplatky	0,01 %	0,02 %	0,02 %	0,01 %	0,02 %
Změna stavu rezerv a OP	-0,11 %	-0,14 %	0,86 %	-0,32 %	0,27 %
Ostatní provozní výnosy	2,33 %	1,95 %	1,99 %	1,74 %	1,42 %
Ostatní provozní náklady	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Výnosové úroky	0,02 %	0,02 %	0,03 %	0,02 %	0,01 %
Ostatní finanční výnosy	0,44 %	0,13 %	0,36 %	0,28 %	0,42 %
Ostatní finanční náklady	0,65 %	0,37 %	0,51 %	0,59 %	0,37 %
KPVH před odpisy a zdaněním	11,15 %	10,25 %	11,26 %	12,92 %	11,68 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv Společnosti

Z tabulky je patrné, že v analyzovaných letech rostl podíl na celkových tržbách jak u tržeb za prodej zboží, tak na ně vyložených nákladů. Na druhou stranu je tato situace kompenzována snížením podílu tržeb za prodané výrobky a služby společně s výkonovou spotřebou.

Pro prognózu, a tedy odhad první fáze, bylo využito již predikovaných tržeb. Odhad výnosových a nákladových položek, respektive jejich podíl na tržbách byl stanoven jednak na základě analýzy minulého vývoje, ale rovněž z informací získaných ve strategické analýze. Objemově málo významné položky byly prognózovány podle minulého vývoje, případně byly prognózovány na úrovni z posledních dostupných let 2017 nebo 2016. Položky, které jsou zobrazeny v tabulce, jsou poměřovány s tržbami daného roku a jejich vyjádření je v procentech.

Tabulka 51: Prognóza ziskové marže zdola v %

%	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby za prodej zboží, vlastních výrobků a služeb	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Tržby za prodej zboží	67,77 %	68,03 %	69,89 %	70,82 %	70,95 %
Náklady vynaložené na prodané zboží	43,43 %	43,76 %	43,87 %	43,98 %	44,04 %
Obchodní marže	24,34 %	24,27 %	26,02 %	26,84 %	26,91 %
Výkony	32,26 %	32,10 %	30,22 %	29,28 %	29,12 %
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	32,23 %	31,97 %	30,11 %	29,18 %	29,05 %
Změna stavu zásob vlastní činnosti	0,03 %	0,13 %	0,11 %	0,10 %	0,07 %
Výkonová spotřeba	33,55 %	33,52 %	33,45 %	33,33 %	33,25 %
Přidaná hodnota	23,05 %	22,85 %	22,79 %	22,79 %	22,78 %

tis. CZK	2013	2014	2015	2016	2017
Osobní náklady	12,56 %	12,60 %	12,62 %	12,65 %	12,66 %
- Mzdové náklady	9,25 %	9,29 %	9,30 %	9,32 %	9,33 %
- Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	3,12 %	3,13 %	3,14 %	3,15 %	3,15 %
- Sociální náklady	0,19 %	0,18 %	0,18 %	0,18 %	0,18 %
Daně a poplatky	0,02 %	0,02 %	0,02 %	0,02 %	0,02 %
Změna stavu rezerv a OP	0,27 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Ostatní provozní výnosy	1,42 %	1,42 %	1,55 %	1,61 %	1,63 %
Ostatní provozní náklady	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Výnosové úroky	0,01 %	0,02 %	0,02 %	0,02 %	0,02 %
Ostatní finanční výnosy	0,42 %	0,42 %	0,42 %	0,42 %	0,42 %
Ostatní finanční náklady	0,37 %	0,37 %	0,37 %	0,37 %	0,37 %
KPVH před odpisy a zdaněním	11,68 %	11,73 %	11,77 %	11,80 %	11,80 %

Zdroj: Vlastní zpracování

V rámci odhadu jednotlivých položek nákladů a výnosů bylo postupováno následně:

Náklady na prodané zboží mají v analyzovaném období převážně rostoucí charakter, zejména v posledních sledovaných letech došlo k nárůstu o 3 p.b. Proto je do prognózovaných let předpokládán rovněž další růst. Výkonová spotřeba pokračuje v nastaveném klesajícím trendu, kdy další pokles už není tak rapidní oproti letům 2016/2017. Makroekonomické údaje, které byly využity ve strategické analýze prognózují další růst průměrné mzdy a společnost Dr. Oetker není v předpokladu zvýšení mezd výjimkou, proto i v této prognóze dochází k růstu mzdových nákladů. Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění se rovněž mírně zvýší. Sociální náklady jsou prognózovány na průměrné úrovni posledních let. Provozní výnosy byly stanoveny přibližně na stejných hodnotách pomocí podílu na tržbách, přičemž byl brán v potaz jejich trend v minulých letech. Změna stavu rezerv a opravných položek je prognózována na nulové úrovni. Výnosové úroky, ostatní finanční výnosy a ostatní finanční náklady jsou prognózovány na úrovni posledního, případně předposledního, analyzovaného roku.

Obě prognózy, jak shora, tak zdola, byly následně sladěny na úroveň, kdy se vzájemně rovnají. Na základě těchto získaných dat je možné výsledné hodnoty použít při sestavení finančního plánu společnosti Dr. Oetker.

4.6 Pracovní kapitál

Pro vymezení pracovního kapitálu do budoucna je nutné analyzovat jeho výši v minulosti. Daný výpočet byl proveden v podkapitole provozně nutný investovaný kapitál a výsledné hodnoty pracovního kapitálu jsou pro přehlednost vymezeny opět níže v tabulce.

Tabulka 52: Provozně nutný pracovní kapitál za minulost v tis. CZK

tis. CZK	2013	2014	2015	2016	2017
(+) Zásoby	71 200	68 754	75 335	102 303	93 465
(+) Krátkodobé pohledávky	235 846	223 814	155 678	182 756	184 606
(-) Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení (krátkodobé)	99 000	85 162	40 259	54 378	65 000
(+) Krátkodobý finanční majetek – provozně nutný	22 551	21 557	21 833	22 112	19 180
(+) Časové rozlišení aktivní	813	1 105	2 058	791	944
(-) Krátkodobé závazky neúročené	118 690	113 459	114 912	116 377	100 945
(-) Časové rozlišení pasiv	400	331	337	6	6
Pracovní kapitál provozně nutný	112 320	116 278	99 396	137 201	132 244

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv Společnosti

Po výpočtu upraveného pracovního kapitálu je pro další prognózu potřeba analyzovat náročnost výkonů na jednotlivé složky pracovního kapitálu. Pro vyjádření tohoto vztahu byl zvolen ukazatel doby obratu ve dnech v následující podobě:

$$\text{Doba obratu ve dnech} = \frac{\text{Položka pracovního kapitálu}}{\frac{\text{Tržby}}{365}}$$

Za vztahovou veličinu jsou u všech položek považovány tržby za prodané zboží, vlastní výrobky a služby.

4.6.1 Zásoby

Výpočet doby obratu zásob bude rozdělen na zásoby zboží, materiálu a výrobků. Výsledné hodnoty společně s prognózou na 1. fázi zobrazuje tabulka č.53.

Tabulka 53: Analýza a prognóza doby obratu jednotlivých zásob ve dnech

Položka PK	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Zásoby	28,78	25,08	28,11	37,26	34,65	34,89	35,04	35,14	35,04
Zásoby zboží	11,92	9,91	9,42	14,84	12,74	12,85	12,90	12,90	12,85
Zásoby materiálu	10,59	9,18	11,38	12,35	11,48	11,55	11,60	11,65	11,65
Nedokončená výroba a polotovary	0,15	0,10	0,09	0,08	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09
Zásoby výrobků	6,12	5,89	7,21	9,98	10,34	10,40	10,45	10,50	10,45

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv Společnosti

Doby obratu zásob zboží narostly nejvíce v roce 2016, kdy se v následujícím roce snížili na hodnotu těsně pod 13 dnů. Do dalších let je předpokládán další rozšíření produktů, které Společnost nabízí a tržby budou čím dál více plynout za prodané zboží spíše než vlastní výrobky a služby. Proto se budou doby obratu nejprve mírně zvyšovat a následně se stabilizují na hodnotě podobné roku 2017. Zásoby materiálu i výrobků budou pokračovat v rostoucím trendu, který je z rozvahy za minulé roky patrný, kdy tyto položky zabírají v analyzovaných letech stále vyšší podíl na celkových aktivech. Doba obratu nedokončené výroby a polotovarů se bude držet na podobné úrovni jako v posledních letech.

4.6.2 Krátkodobé pohledávky

Veškeré položky krátkodobých pohledávek, se kterými je pracováno v rámci pracovního kapitálu jsou rovněž poměřovány k celkovým tržbám jako vztahové veličiny. Jednotlivé hodnoty i prognózovaná data ve dnech zobrazuje tabulka č.54.

Tabulka 54: Analýza a prognóza doby obratu pohledávek ve dnech

Položka PK	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Krátkodobé pohledávky	55,31	50,58	42,98	46,68	44,25	44,32	44,17	44,07	43,92
Pohledávky z obch. vztahů	53,20	46,97	41,12	46,51	43,85	43,60	43,45	43,35	43,20
Stát – daň. pohledávky	2,00	3,55	1,84	0,00	0,17	0,50	0,50	0,50	0,50
Ostatní poskytnuté zálohy	0,02	0,00	0,00	0,13	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Dohadné účty aktivní (krátk.)	0,09	0,06	0,02	0,05	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07
Jiné pohledávky	0,00	0,00	0,09	0,07	0,09	0,08	0,08	0,08	0,08

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv Společnosti

Mimo doby obratu pohledávek z obchodních vztahů nabývají ostatní položky nevýznamných hodnot, proto jsou prognózovány buď na úrovni posledního analyzovaného roku, případně na průměrné hodnoty za celé analyzované období s přihlédnutím na jejich vývoj. Doba obratu pohledávek z obchodních vztahů v analyzovaném období postupně klesala, což značí zlepšující se postavení vůči svým odběratelům a v porovnání s konkurencí se pohybuje na průměru. Proto je do budoucna předpokládán již jen mírný pokles doby obratu.

4.6.3 Krátkodobé závazky

Výsledné doby obratu jednotlivých položek krátkodobých závazků současně s jejich prognózou zobrazuje následující tabulka č.55.

Tabulka 55: Analýza a prognóza jednotlivých položek doby obratu závazků ve dnech

Položka PK	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Krátkodobé závazky	47,97	41,39	42,87	42,38	37,43	38,77	39,16	39,85	40,52
Závazky z obchodních vztahů (krátk.)	35,17	31,20	28,06	25,77	20,94	22,00	22,30	22,90	23,50
Závazky k zaměstnancům	2,42	2,48	2,42	2,54	2,29	2,40	2,44	2,48	2,50
Závazky ze soc. zabezpečení a zdrav. pojištění	1,36	1,38	1,35	1,47	1,20	1,25	1,30	1,35	1,40
Stát – daňové závazky a dotace	0,56	0,59	0,58	1,58	2,63	2,63	2,63	2,63	2,63
Dohadné účty pasivní (krátk.)	8,43	5,72	10,36	10,71	10,35	10,47	10,47	10,47	10,47
Jiné závazky	0,03	0,02	0,09	0,32	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv Společnosti

Závazky z obchodních vztahů se ve sledovaném období podstatně snížily ze 35 dnů na 21. Nižší hodnoty jsou způsobeny jednak vyšší hodnotou nákladů vynaložených na prodané zboží například v roce 2014 a dále oceňovaná společnost splatila své závazky po splatnosti, které držela. Do budoucna je predikováno mírné zvýšení doby obratu o zhruba 3 dny, z hlediska předpokladu mírného růstu v první fázi. Doba obratu závazků k zaměstnancům se předpokládá, že mírně naroste vzhledem k předpokládanému růstu mezd, a tudíž i mzdových nákladů. Podobný trend bude mít i doba obratu závazků ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění. Zbylé tři položky jsou prognózovány na úrovni podobné posledním sledovaným rokům vzhledem k nedostatku externě poskytnutých informací k těmto položkám.

4.6.4 Krátkodobý finanční majetek a časové rozlišení

Krátkodobý finanční majetek a jeho provozně nutná výše v analyzovaném období byla již určena pomocí ukazatele okamžité likvidity. Potřebná výše tohoto ukazatele byla vymezena na úrovni 19 %. Protože výše byly vymezeny prognózy pro dobu obratu krátkodobých závazků v jednotlivých letech, je možné z nich dopočítat absolutní výši krátkodobých závazků a následně i výši

krátkodobého finančního majetku pro první fázi. Výsledné hodnoty poskytne tabulka č.56.

Časové rozlišení na aktivní i pasivní straně je v první fázi ponecháno v takové výši, které dosahovalo v posledním analyzovaném roce 2017.

4.6.5 Prognózovaná výše pracovního kapitálu

Tabulka č.56 na následující straně uvádí spočtenou výši provozně nutného pracovního kapitálu za analyzované i prognózované období. Absolutní hodnota pracovního kapitálu se v analyzovaném období zvýšila o přibližně 20 000 tis. CZK. Jde tedy o jednoznačně pozitivní vývoj, přestože se jeho hodnota v roce 2015 snížila z důvodu poklesu pohledávek z obchodních vztahů. V tomto období odběratelé Společnosti své závazky ve větší míře splatily a snížily proto analyzovanou položku. V prognózovaném období 1. fáze je předpokládán další růst provozně nutného pracovního kapitálu u jednotlivých dílčích položek, ze kterých se skládá až k hodnotě 141 982 tis. CZK v roce 2021.

Tabulka 56: Analyzovaná a prognózovaná výše pracovního kapitálu v tis. CZK

tis. CZK	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Zásoby	71 200	68 754	75 335	102 303	93 465	98 156	101 834	105 201	107 936
Materiál	26 194	25 164	30 513	33 925	30 971	32 493	33 712	34 877	35 886
Nedokončená výroba a polotovary	369	261	252	215	253	253	262	269	277
Výrobky	15 139	16 155	19 327	27 401	27 884	29 258	30 370	31 435	32 190
Zboží	29 498	27 174	25 243	40 762	34 357	36 151	37 490	38 620	39 583
Krátkodobé pohledávky	136 846	138 652	115 419	128 378	119 606	124 909	128 599	132 174	135 536
Pohledávky z obchodních vztahů (krátk.)	131 624	128 756	110 200	127 704	118 282	122 659	126 275	129 780	133 072
Stát – daňové pohledávky	4 949	9 732	4 932	0	471	1 407	1 453	1 497	1 540
Ostatní poskytnuté zálohy	57	12	12	351	416	422	436	449	462
Dohadné účty aktivní (krátk.)	216	152	45	126	188	196	203	209	215
Jiné pohledávky	0	0	230	197	249	225	232	240	246
Krátkodobý finanční majetek	22 551	21 557	21 833	22 112	19 180	20 977	21 896	22 959	24 026
Časové rozlišení aktivní	813	1 105	2 058	791	944	944	944	944	944
Krátkodobé závazky	118 690	113 459	114 912	116 377	100 945	110 407	115 242	120 836	126 454
Závazky z obchodních vztahů (krátk.)	87 013	85 530	75 218	70 750	56 466	61 892	64 809	68 557	72 389
Závazky k zaměstnancům	5 976	6 796	6 499	6 984	6 163	6 752	7 091	7 425	7 701
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	3 366	3 785	3 619	4 023	3 244	4 844	5 204	5 567	5 940
Stát – daňové závazky a dotace	1 394	1 618	1 567	4 328	7 102	7 408	7 653	7 883	8 111
Dohadné účty pasivní (krátk.)	20 856	15 683	27 771	29 419	27 905	29 455	30 428	31 345	32 252
Jiné závazky	85	47	238	873	65	56	58	60	62
Časové rozlišení pasivní	400	331	337	6	6	6	6	6	6
Pracovní kapitál provozně nutný	112 320	116 278	99 396	137 201	132 244	134 573	138 025	140 435	141 982

Zdroj: Vlastní zpracování na základě finančních výkazů Společnosti

4.7 Investice do dlouhodobého majetku

V části rozdělení majetku na provozně potřebný a nepotřebný bylo vymezeno, že veškerý dlouhodobý majetek bude v rámci oceňované společnosti brán jako provozně nutný. Jedná se o dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek. Dlouhodobý finanční majetek se v rozvaze nevyskytuje. Prognóza investic do dlouhodobého majetku bude provedena na základě analýzy minulého období. Vzhledem k tomu, že Společnost je rovněž výrobním podnikem, dá se předpokládat, že zde bude určitá závislost mezi velikostí provozně nutného dlouhodobého majetku a celkovými tržbami.

Vzhledem k následující prognóze je potřeba rozdělit dlouhodobý majetek na více částí. Jedná se o dlouhodobý nehmotný majetek, který se skládá zejména ze softwaru. V roce 2013 došlo k odepsání ocenitelných práv, které jsou od tohoto roku v nulové výši a v roce 2014 byla vykazována položka nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek, který se v dalších letech rovněž v rozvaze nevyskytuje. Pro další prognózu je nejvíce důležitá právě výše zmíněná položka softwaru. V posledním roce byla v rozvaze vykázána položka nehmotné výsledky výzkumu a vývoje. Společnost se ve svých výkazech k této složce podrobně nevyjadřuje, proto je do budoucna předpokládána její stabilní výše v dalších letech. Dlouhodobý hmotný majetek se skládá z pozemků, stále v konstantní výši, staveb a hmotných movitých věcí a jejich souborů, které bude rovněž nutné prognózovat. Společnost odepisuje své stavby po dobu 30 let, samostatné věci movité 8 let a software po dobu 3 let.

Pro prognózu dlouhodobého majetku do budoucna bude použito globálního přístupu a budou využity koeficienty náročnosti vycházející z investic brutto. Prognóza investic pracuje s poměrem sumy investic brutto a součtem tržeb za analyzované období. Výsledná hodnota je dále použita pro predikci investic v dalších letech. Tento koeficient je vynásoben tržbami, predikovanými ve strategické analýze. Následně je vypočtena průměrná roční investice. Důležité je zmínit, že je zde počítáno s určitým odchýlením od reálného vývoje, neboť investice bývají zpravidla skokové spíše, než aby byly rozloženy do každého roku. Výše zmíněné hodnoty zobrazuje tabulka č.57.

Tabulka 57: Analýza položek dlouhodobého majetku za roky 2013–2017 v tis. CZK, v %

tis. CZK	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby za prodej zboží, vlastních výrobků a služeb	903 015	1 000 542	978 286	1 002 259	984 452
Software	266	427	386	202	60
Odpisy	613	216	183	210	142
Investice netto		161	-41	-184	-142
Investice brutto		377	142	26	0
Investice brutto / tržby		0,038 %	0,015 %	0,003 %	0,000 %
Průměrná investiční náročnost brutto	0,014 %				
Stavby	61 372	59 575	70 833	81 117	79 251
Odpisy	1 991	1 970	2 416	2 541	2 972
Investice netto		-1 797	11 258	10 284	-1 866
Investice brutto		173	13 674	12 825	1 106
Investice brutto / tržby		0,017 %	1,398 %	1,280 %	0,112 %
Průměrná investiční náročnost brutto	0,700 %				
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	22 031	36 255	41 937	39 710	35 101
Odpisy	3 762	3 167	5 309	5 931	6 374
Investice netto		14 224	5 682	-2 227	-4 609
Investice brutto		17 391	10 991	3 704	1 765
Investice brutto / tržby		1,738 %	1,123 %	0,370 %	0,179 %
Průměrná investiční náročnost brutto	0,853 %				
Pozemky	2 453	2 453	2 453	2 453	2 453
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	4 814	10 672	0	29	3 659

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv Společnosti

Investice netto jsou v tomto případě spočteny jako rozdíl vymezeného dlouhodobého majetku v sousedních letech. Odpisy připadající na jednotlivý dlouhodobý majetek byly použity z výroční zprávy společnosti Dr. Oetker. Následně investice brutto byly spočítány jako součet odpisů a investic netto. Dr. Oetker investoval do staveb zejména v roce 2015, kdy byly dostavěny nové kanceláře a expediční hala. Došlo k přesunu položky nedokončený DHM právě do staveb. Průměrná investiční náročnost brutto byla v těchto obdobích ve výši 0,700 %. Společnost rovněž v letech 2014 a 2015 investovala do samostatných věcí movitých, kde bylo snahou rozšířit stávající výrobu o nové produkty, společně se zvýšením kvality stávajících výrobků. V posledním roce se ale výše této položky v rozvaze navrátila na úroveň roku 2014. Pro další prognózu investic potřebných do dlouhodobého majetku je dobré srovnat ukazatel investiční náročnosti s nejbližšími konkurenty, kteří byli analyzováni již ve

finanční analýze a zároveň ve svých výročních zprávách poskytují informace o výši odpisů. Na základě zjištěných porovnatelných údajů bude provedena prognóza pro 1. fázi.

Tabulka 58: Porovnání koeficientů náročnosti brutto s konkurencí v %

%	2014	2015	2016	2017	Průměr
Software					
Dr. Oetker	0,038 %	0,015 %	0,003 %	0,000 %	0,014 %
Vitana	0,017 %	0,029 %	0,000 %	0,053 %	0,025 %
Frostfood	0,013 %	0,000 %	0,005 %	0,000 %	0,005 %
Emco	0,262 %	0,089 %	0,381 %	0,182 %	0,229 %
Olma	0,018 %	0,136 %	0,038 %	0,037 %	0,056 %
Stavby					
Dr. Oetker	0,017 %	1,398 %	1,280 %	0,112 %	0,702 %
Vitana	0,376 %	0,670 %	0,314 %	0,725 %	0,523 %
Frostfood	9,715 %	0,775 %	4,606 %	1,113 %	4,052 %
Emco	0,761 %	9,906 %	1,522 %	0,030 %	3,055 %
Olma	1,054 %	1,799 %	0,759 %	0,819 %	0,339 %
Samostatné movité věci					
Dr. Oetker	1,738 %	1,123 %	0,370 %	0,179 %	0,853 %
Vitana	1,235 %	0,971 %	2,382 %	1,953 %	1,637 %
Frostfood	6,435 %	4,413 %	11,097 %	6,061 %	7,001 %
Emco	6,936 %	0,159 %	0,567 %	2,472 %	2,533 %
Olma	1,054 %	1,799 %	0,759 %	0,819 %	1,102 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv společností

Výše koeficientů, kterých dosahoval oceňovaný podnik s porovnáním s nejbližší konkurencí dosahuje v mnohém podobné úrovně, což je patrné z průměrných hodnot výše zmíněného koeficientu. Výjimkou je společnost Frostfood, která dosahuje oproti konkurenci poměrně vysokých hodnot koeficientu náročnosti zejména u staveb a samostatných věcí movitých. Tato společnost nedosahuje takové výše tržeb a má vyšší hodnotu dlouhodobého majetku než oceňovaná společnost. Snížená výše poměrového ukazatele koeficient náročnosti následně zvyšuje. Podobných průměrných hodnot dosahuje společnost Dr. Oetker zejména se společností Vitana, která má rovněž široké portfolio výrobků, zasahujících do více odvětví klasifikace CZ-NACE. Výše zmíněné informace poskytnou určitý podklad k odhadu koeficientu náročnosti do budoucna u dalších položek dlouhodobého majetku.

Software, jako zástupce dlouhodobého nehmotného majetku, je podle výročních zpráv Společnosti odepisován po 3 roky. Koeficient náročnosti u této položky postupně klesá a dá se předpokládat, že v následujícím roce bude Společnost do softwaru opět investovat. Vzhledem k tomu, že další pořízený software se bude s největší pravděpodobností odepisovat rovněž 3 roky, je výše této položky odhadnuta na základě průměrné výše koeficientu náročnosti, tedy 0,014 %. V roce 2021 bude provedena další investice do softwaru, jak je patrné níže z tabulky č. 60. Rozsáhlejší investice do staveb nejsou u oceňované společnosti dále plánované, proto je do budoucna předpokládána nižší investice. Podobné investice, jak poukazuje tabulka č.58 jsou spíše skokové než konstantní, tudíž, pro zjednodušení, bude na další roky předpoklad 0,500 % ročně. Tato hodnota ukazatele je vyšší oproti letům, kdy neprobíhaly významné investice do dlouhodobého majetku, ale zároveň jsou předpokládány v budoucích letech další investice. Co se týče položky nedokončeného dlouhodobého hmotného majetku, není pravděpodobné, že by oceňovaná společnost tuto položku vykazovala donekonečna. Proto je výše této položky přiřazena v roce 2018 právě k hodnotě staveb. Investice do samostatných věcí movitých v analyzovaných letech klesají. Na druhou stranu, nedá se do budoucna očekávat, že by tento pokles pokračoval i v budoucnu, protože by to znamenalo utlumení investic pouze na úroveň odpisů a nedocházelo by k dalšímu růstu. Tento předpoklad byl vyvrácen již ve finanční a strategické analýze. Proto je budoucí výše investic u této položky prognózována na úrovni pouze mírně nižší, než vyšla hodnota průměrná, a sice 0,700 %. Pozemky, jako zbývající položka dlouhodobého hmotného majetku, jsou plánovány na úrovni posledního dostupného roku 2017. Tato výše je v analyzovaných letech neměnná. Výši investic brutto pro prognózované roky 2018–2021, společně s hodnotou průměrných ročních investic jednotlivých položek, zobrazuje tabulka č.59.

Tabulka 59: Odhad investic brutto pro roky 2018–2021 v tis. CZK

Investice – prognóza	Koeficient investiční náročnosti	Investice brutto 2018–2021	Průměrná roční investice
Software	0,014 %	454	151
Stavby	0,500 %	21 974	7 325
Samostatné věci movité	0,700 %	30 764	10 255

Zdroj: Vlastní zpracování

V následující tabulce jsou podrobně zobrazeny výpočty jednotlivých položek dlouhodobého majetku, predikovaných pomocí investic brutto, vycházející z prognózovaných tržeb a výše koeficientu investiční náročnosti, kterou zobrazuje tabulka č.59. Výsledné zůstatkové hodnoty jednotlivých položek dlouhodobého majetku budou následně použity do finančního plánu.

Tabulka 60: Prognóza dlouhodobého majetku pro roky 2018–2021 v tis. CZK

Software	2017	2018	2019	2020	2021
Původní – odpisy	142	60	0		
- zůstatková hodnota	60	0	0		
Nové					
- investice brutto	0	454	0	0	454
- pořizovací hodnota k 31.12		454	454	454	454
- odpisy (1/3 z PC k 1.1.)		0	151	151	151
- investice netto		394	-151	-151	303
Celkem – odpisy	142	60	151	151	151
- zůstatková hodnota	60	454	303	151	454
Stavby	2017	2018	2019	2020	2021
Původní – odpisy	2 972	2 972	2 972	2 972	2 972
- zůstatková hodnota	79 251	76 279	73 307	70 335	67 363
Nové					
- investice brutto		5 494	5 494	5 494	5 494
- pořizovací hodnota k 31.12		5 494	10 987	16 481	21 974
- odpisy (1/30 z PC k 1.1.)		0	183	366	549
- investice netto		2 522	2 338	2 155	1 972
Celkem – odpisy	2 972	2 972	3 155	3 338	3 521
- zůstatková hodnota	79 251	85 432	87 770	89 925	91 898
Samostatné věci movité	2017	2018	2019	2020	2021
Původní – odpisy	6 374	6 374	5 498	4 742	4 445
- zůstatková hodnota	35 101	28 727	23 229	18 488	14 042
Nové					
- investice brutto		6 730	7 210	8 172	8 652
- pořizovací hodnota k 31.12		6 730	13 940	22 112	30 764
- odpisy (1/8 z PC k 1.1.)		0	841	1 743	2 764
- investice netto		356	872	1 688	1 443
Celkem – odpisy	6 374	6 374	6 339	6 484	7 209
- zůstatková hodnota	35 101	35 457	36 328	38 016	39 459
Pozemky	2 453	2 453	2 453	2 453	2 453

Zdroj: Vlastní zpracování

Po prognóze investic jednotlivých položek do dlouhodobého majetku je následně vhodná jejich agregace, ze které bude vycházeno pro analýzu rentability provozně nutného investovaného kapitálu predikovaného období 2018–2021.

Tabulka 61: Prognózovaná výše dlouhodobého majetku Dr. Oetker 2018–2021 v tis. CZK

tis. CZK	2018	2019	2020	2021
Dlouhodobý majetek	123 796	126 854	130 546	134 264
<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	454	303	151	454
Software	454	303	151	454
<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	123 341	126 551	130 394	133 810
Pozemky	2 453	2 453	2 453	2 453
Stavby	85 432	87 770	89 925	91 898
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	35 457	36 328	38 016	39 459

Zdroj: Vlastní zpracování

4.8 Finanční plán

Finanční plán byl sestaven za prognózované roky 2018–2021. Základem pro jeho sestavení byly generátory hodnoty v předchozích podkapitolách. Pro prognózované roky byl sestaven plán výkazu zisku a ztrát, plán cash flow a plán rozvahy. Vzhledem k tomu, že v analyzovaných letech nedocházelo k externímu zadlužení oceňované společnosti, nepředpokládá se její externí zadlužení ani v budoucnu.

4.8.1 Plánovaný výkaz zisku a ztrát

Tabulka č.62 na následující straně znázorňuje prognózovaný výkaz zisku a ztrát. Je předpokladem, že se v jednotlivých letech budou zvyšovat tržby. Vzhledem k faktu, že Dr. Oetker dosahuje většího podílu na tržbách z položky tržby za prodej zboží, je do budoucna očekáváno další zvýšení této položky i v poměru k tržbám za prodej vlastních výrobků a služeb. To vyplývá již z předchozích analýz, zejména vertikální analýzy Společnosti, která je součástí přílohy č.4. Zde je patrný pokles v procentních bodech těchto tržeb. Jedinou položkou, která v tomto případě nesouvisí s core businessem Společnosti jsou tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu. Je velice náročné tyto položky plánovat bez přístupu k interním datům, proto je ponechána v nulové hodnotě. Do budoucna

není předpokládána změna daně z příjmu právnických osob, proto je pro výpočet daně za běžnou činnost ponechána na úrovni 19 %.

Tabulka 62: Plánovaný výkaz zisku a ztrát v tis. CZK

tis. CZK	2018	2019	2020	2021
Tržby za prodej zboží, vlastních výrobků a služeb	1 026 851	1 060 770	1 092 724	1 124 336
Tržby za prodej zboží	722 759	750 810	777 464	800 687
Náklady vynaložené na prodané zboží	449 350	465 360	480 580	495 158
Obchodní marže	249 217	276 012	293 287	302 559
<i>Výkony</i>	329 659	320 518	319 929	327 383
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	324 611	331 087	338 996	348 475
Změna stavu zásob vlastní činnosti	1 374	1 120	1 072	763
<i>Výkonová spotřeba</i>	344 200	354 827	364 205	373 842
Spotřeba materiálu a energie	168 073	173 262	177 841	182 547
Služby	176 127	181 565	186 364	191 295
Přidaná hodnota	234 675	241 703	249 012	256 100
<i>Osobní náklady</i>	129 383	133 869	138 230	142 344
Mzdové náklady	95 394	98 652	101 842	104 901
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	32 140	33 308	34 421	35 417
Sociální náklady	1 848	1 909	1 967	2 027
Daně a poplatky	222	230	236	243
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	9 406	9 645	9 974	10 882
<i>Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu</i>	0	0	0	0
<i>Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu</i>	0	0	0	0
<i>Změna stavu rezerv, opr. pol. v prov.ob., kompl.nákladů příšt.obd</i>	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	14 581	16 442	17 593	18 327
Ostatní provozní náklady	0	0	0	0
Výnosové úroky	205	212	219	225
Ostatní finanční výnosy	4 320	4 463	4 598	4 731
Ostatní finanční náklady	3 764	3 889	4 006	4 122
KPVH po odpisech	111 006	115 187	118 975	121 791
Daň z příjmů za běžnou činnost	21 091	21 886	22 605	23 140
Daň z příjmů za běžnou činnost – splatná	21 091	21 886	22 605	23 140
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	89 915	93 302	96 369	98 650
Výsledek hospodaření za účetní období	89 915	93 302	96 369	98 650

Zdroj: Vlastní zpracování

4.8.2 Plánovaný výkaz peněžních toků

Pro výpočet peněžních prostředků bylo použito zůstatku peněžních prostředků na konci roku 2017. Dále bylo vycházeno z KPVH po odpisech před daní. Využity byly rovněž odpisy provozně nutného dlouhodobého majetku vymezeného v generátorech hodnoty, stejně jako dalších položek pracovního kapitálu (pohledávek, neúročených závazků a zásob). Rezervy byly ponechány na úrovni roku 2017. Na základě těchto položek byl spočten provozní CF následně doplněn o CF investiční. Obě tyto položky dohromady vymezují CF provozně nutného majetku. Změny v neprovozním majetku nejsou předpokládány a pohledávky, které má Společnost ve skupině jsou ponechány ve výši roku 2017. Stejně tak nebude docházet k externímu zadlužení, proto jsou položky nákladů na cizí kapitál prognózovány v nulové hodnotě.

Dr. Oetker v minulých letech rozděloval veškerý svůj zisk za účetní období své mateřské společnosti v následujícím roce zpravidla v polovině roku. V analyzovaných letech 2015–2017 to také znamenalo podstatný pokles peněžních prostředků ze 113 139 tis. CZK na 48 481 tis. CZK. Pro účely tohoto plánu bude předpokládáno rozdělení zisku za účetní období maximálně ve výši CF z provozně nutného majetku celkem, protože rozdělení veškerého výsledku hospodaření za minulé období by znamenalo postupné snižování peněžních prostředků až pod provozně potřebnou výši. Rozdíl mezi výší výsledku hospodaření minulého roku a CF z provozně nutného majetku bude přerozdělen do nerozděleného výsledku hospodaření minulých let v rozvaze.

Tabulka 63: Plánovaný výkaz cash flow v tis. CZK

tis. CZK	2018	2019	2020	2021
Stav peněz na začátku roku	48 481	48 481	48 481	48 481
CF z hlavního provozu				
KPVH	111 006	115 187	118 975	121 791
Daň připadající na KPVH	21 091	21 886	22 605	23 140
KPVH po dani	89 915	93 302	96 369	98 650
Odpisy DM provozně nutného	9 406	9 645	9 974	10 882
Změna zůstatku rezerv	0	0	0	0
Změna stavu pohledávek	-5 303	-3 690	-3 575	-3 362
Změna stavu kr. neúroč. Závazků	9 462	4 835	5 594	5 618
Změna stavu zásob	-4 691	-3 678	-3 367	-2 735
Provozní CF	98 789	100 414	104 996	109 053

tis. CZK	2018	2019	2020	2021
Investiční činnost				
Nabytí DM provozně nutného	-12 678	-12 704	-13 665	-14 600
CF provozně nutného majetku celkem	86 112	87 710	91 330	94 453
CF z neprovozního majetku				
Změna stavu pohledávek ve skupině	0	0	0	0
CF z nenutného majetku celkem	0	0	0	0
Náklady na cizí kapitál, daň, financování				
Diference mezi celkovou daní a daní za KPVH	0	0	0	0
Pořízení nových úvěrů	0	0	0	0
Splátky úvěrů	0	0	0	0
Externí změny vlastního kapitálu	0	0	0	0
Výše výsledku hospodaření minulého roku	90 553	89 915	93 302	96 369
Výplata podílů na zisku vlastníkům	-86 112	-87 710	-91 330	-94 453
CF z finanční činnosti	-86 112	-87 710	-91 330	-94 453
Celkové CF	0	0	0	0
Konečný stav peněz	48 481	48 481	48 481	48 481
Rozdíl mezi VH minulého roku a CF z provozně nutného majetku	4 441	2 205	1 971	1 917

Zdroj: Vlastní zpracování

4.8.3 Plánovaná rozvaha

Plánované položky rozvahy jsou opět vymezeny na základě generátorů hodnoty pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku. Krátkodobý finanční majetek je převzat z plánovaného výkazu CF, přičemž provozní výše těchto prostředků je ve výši 19 % krátkodobých závazků. Položky časového rozlišení jsou ponechány na úrovni roku 2017.

Tabulka 64: Plánovaná rozvaha – aktiva v tis. CZK

tis. CZK	2018	2019	2020	2021
Aktiva celkem	461 350	471 776	482 409	492 225
Dlouhodobý majetek	123 860	126 918	130 610	134 328
<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	<i>518</i>	<i>367</i>	<i>215</i>	<i>518</i>
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje -	64	64	64	64
Software	454	303	151	454
Ocenitelná práva	0	0	0	0
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0
<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>123 341</i>	<i>126 551</i>	<i>130 394</i>	<i>133 810</i>
Pozemky	2 453	2 453	2 453	2 453

tis. CZK	2018	2019	2020	2021
Stavby	85 432	87 770	89 925	91 898
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	35 457	36 328	38 016	39 459
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0
Oběžná aktiva	336 546	343 914	350 856	356 953
Zásoby	98 156	101 834	105 201	107 936
Materiál	32 493	33 712	34 877	35 886
Nedokončená výroba a polotovary	253	262	269	277
Výrobky	29 258	30 370	31 435	32 190
Zboží	36 151	37 490	38 620	39 583
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0
Jiné pohledávky	0	0	0	0
Odložená daňová pohledávka	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	189 909	193 599	197 174	200 536
Pohledávky z obchodních vztahů (krátk.)	122 659	126 275	129 780	133 072
Pohled.za společníky, členy druž. a za účastníky sdruž.(krát.)	65 000	65 000	65 000	65 000
Stát – daňové pohledávky	1 407	1 453	1 497	1 540
Ostatní poskytnuté zálohy	422	436	449	462
Dohadné účty aktivní (krátk.)	196	203	209	215
Jiné pohledávky	225	232	240	246
Krátkodobý finanční majetek	48 481	48 481	48 481	48 481
Peníze – provozní výše	20 977	21 896	22 959	24 026
Peníze – neprovozní výše	27 504	26 585	25 522	24 455
Časové rozlišení	944	944	944	944
Náklady příštích období	944	944	944	944
Příjmy příštích období	0	0	0	0

Zdroj: Vlastní zpracování

Na straně pasiv jsou položky základního kapitálu, kapitálových fondů, rezerv a dlouhodobých závazků a časového rozlišení ponechány rovněž na úrovni roku 2017. Výše jednotlivých položek krátkodobých závazků je převzata z generátorů hodnoty pracovního kapitálu.

Tabulka 65: Plánovaná rozvaha – pasiva v tis. CZK

tis. CZK	2018	2019	2020	2021
Pasiva celkem	461 350	471 776	482 409	492 225
Vlastní kapitál	334 457	340 049	345 088	349 286
Základní kapitál	229 441	229 441	229 441	229 441
Základní kapitál	229 441	229 441	229 441	229 441
Kapitálové fondy	10 660	10 660	10 660	10 660
Ostatní kapitálové fondy	10 660	10 660	10 660	10 660
<i>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>

tis. CZK	2018	2019	2020	2021
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	0	0	0	0
Výsledek hospodaření minulých let	4 441	6 647	8 618	10 535
Nerozdělený zisk minulých let	4 441	6 647	8 618	10 535
Výsledek hospodaření běžného účetního období	89 915	93 302	96 369	98 650
Cizí zdroje	126 886	131 721	137 315	142 933
Rezervy	13 046	13 046	13 046	13 046
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	3 578	3 578	3 578	3 578
Rezerva na daň z příjmu	0	0	0	0
Ostatní rezervy	9 468	9 468	9 468	9 468
Dlouhodobé závazky	3 433	3 433	3 433	3 433
Odložený daňový závazek	3 433	3 433	3 433	3 433
Krátkodobé závazky	110 407	115 242	120 836	126 454
Závazky z obchodních vztahů (krátk.)	61 892	64 809	68 557	72 389
Závazky k zaměstnancům	6 752	7 091	7 425	7 701
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	4 844	5 204	5 567	5 940
Stát – daňové závazky a dotace	7 408	7 653	7 883	8 111
Dohadné účty pasivní (krátk.)	29 455	30 428	31 345	32 252
Jiné závazky	56	58	60	62
Časové rozlišení	6	6	6	6
Výnosy příštích období	6	6	6	6

Zdroj: Vlastní zpracování

4.8.4 Finanční analýza plánu

Po sestavení plánu jednotlivých položek je provedena stručná finanční analýza tohoto plánu. Ta bude hodnocena pomocí poměrových ukazatelů použitých již v části finanční analýzy, na základě kterých bude zhodnoceno, jestli je plánovaný vývoj finanční situace v prognózovaných letech reálný.

Tabulka 66: Finanční analýza plánu v %, tis. CZK a dnech

tis. CZK	2017	2018	2019	2020	2021
Rentabilita vlastního kapitálu	27,39 %	26,88 %	27,44 %	27,93 %	28,24 %
Rentabilita celkového kapitálu	25,12 %	24,06 %	24,42 %	24,66 %	24,74 %
L3	3,235	3,048	2,984	2,904	2,823
L2	2,309	2,159	2,101	2,033	1,969
L1	0,480	0,439	0,421	0,401	0,383
Pracovní kapitál	225 607	226 139	228 672	230 020	230 499
DO aktiv	166,13	163,99	162,33	161,14	159,79
DO Zásob	34,65	34,89	35,04	35,14	35,04
Obchodní deficit	22,92	21,60	21,15	20,45	19,70

Zdroj: Vlastní zpracování

Ukazatele rentability dosahovaly nadprůměrných hodnot ke svým blízkým konkurentům již v minulých letech a plán v tomto trendu pokračuje. Jediné snížení je patrné u ukazatelů likvidity, jelikož Dr. Oetker drží na svých aktivech velkou část nepotřebných peněžních prostředků v porovnání s konkurencí, proto není předpokládán další růst současně s postupným růstem krátkodobých závazků. Na druhou stranu jsou výsledné hodnoty ukazatelů likvidity stále na nadprůměrných hodnotách jak v porovnání s tabulkovými hodnotami, tak v porovnání s konkurencí. Pozitivní trend je patrný u ukazatelů aktivity, které se v prognózovaných letech snižují. Položka obchodního deficitu je stále okolo 20 dnů, nicméně, stejně jako ve finanční analýze, je náročné tento ukazatel poměřovat s konkurencí vzhledem k tomu, že dodavateli zboží oceňované společnosti jsou mateřská a sesterské společnosti koncernu, tudíž zde mohou být jinak nastavené vztahy, než je na trhu standardní.

4.9 Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu

Po vymezení finančního plánu je dále spočtena rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu. Ukazatel podává spolehlivější informace o výnosnosti podniku v porovnání s klasickými ukazateli rentability. To je způsobeno tím, že se zde místo provozního výsledku hospodaření používá jeho úprava KPVH, která nezahrnuje výnosy a náklady související s neprovozními aktivy. Výsledná hodnota rentability informuje o potenciálu oceňované společnosti v budoucnu a měla by dosahovat vyšších hodnot, než jsou průměrné vážené náklady kapitálu jako základní podmínky tvorby hodnoty, a proto i předpokladu going concern.

Tabulka 67: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu v tis. CZK, v %

tis. CZK	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
KPVH před odpisy a zdaněním	102 562	110 120	129 484	114 996	120 412	124 832	128 949	132 673
Odpisy	5 353	7 908	8 682	9 488	9 406	9 645	9 974	10 882
KPVH po odpisech	97 209	102 212	120 802	105 508	111 006	115 187	118 975	121 791
Daň	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %
KPVH	78 739	82 792	97 850	85 461	89 915	93 302	96 369	98 650
PNIK	226 600	215 005	260 712	252 832	258 369	264 879	270 981	276 246
Rentabilita PNIK	37,47 %	36,54 %	45,51 %	32,78 %	35,56 %	36,11 %	36,38 %	36,40 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Provozně nutný investovaný kapitál byl sestaven z provozně nutného pracovního kapitálu a provozně nutného dlouhodobého majetku. Pro roky 2013–2017 byl pracovní kapitál upraven o neprovozní aktiva vymezená na začátku kapitoly generátorů hodnoty. V minulosti dosahovala rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu hodnot pohybujících se mezi 33–45 %. Nejvyšší hodnota je patrná v roce 2016, který byl pro společnost nadprůměrný oproti ostatním rokům. V první fázi je předpokládán mírný růst tohoto ukazatele k hodnotám nad 36 %. Dá se předpokládat, že výsledné hodnoty jsou vyšší než náklady kapitálu.

4.10 Závěr generátorů hodnoty

Již provedené analýzy finanční a strategická prokázaly, že společnost Dr. Oetker je zdravým podnikem který je nadprůměrný oproti svým konkurentům. Za předpokladu, že bude dále pokračovat v prognózovaném vývoji, zachová si silné postavení a stále bude velmi výnosovým. Pozitivně je hodnocen i fakt, že pro své financování využívá pouze neúročený kapitál, tudíž mu z tohoto hlediska neplynou rizika s externím financováním spojená. Generátory hodnoty i finanční plán prokázaly, že lze nadále předpokládat going concern a bude možné společnost ocenit některou z výnosových metod.

5 Ocenění společnosti

Na základě provedené finanční analýzy, strategické analýzy a po analýze generátorů hodnoty a sestavení finančního plánu, je možné přistoupit k ocenění společnosti Dr. Oetker. Analýzy prokázaly, že Společnost tvoří hodnotu a lze do budoucna předpokládat going concern. Pro ocenění bude aplikována jedna z výnosových metod. Použita bude metoda diskontovaných peněžních toků (DCF) ve variantě equity. Ocenění na úrovni vlastníků bylo vybráno z důvodu neexistence úročeného cizího kapitálu. Pro ověření zjištěné hodnoty bude podnik dále oceněn metodou tržního porovnání.

5.1 Metoda DCF equity

Ocenění níže bude provedeno pro variantu pravděpodobného vývoje, kterou poskytla strategická analýza. Výpočet pro stagnující variantu je následně uveden v příloze č.11. Ocenění pomocí metody DCF equity je provedeno dvoufázově. V první fázi bude vypočítána současná hodnota peněžních toků prognózovaných z finančního plánu a druhou fází je myšlena pokračující hodnota druhé fáze vymezena parametrickým vzorcem:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1 + n_{VK})^t} + \sum_{t=T+1}^{T2} \frac{PH}{(1 + n_{VK})^{T2}}$$

kde:

H_n hodnota netto podniku

FCFE volný peněžní tok pro vlastníky

n_{VK} náklady vlastního kapitálu

PH pokračující hodnota

T délka první fáze

T2 délka 2. fáze

Z výše uvedeného vzorce plyne, že pro ocenění metodou DCF equity bude třeba zjistit velikost volných peněžních toků pro vlastníky (FCFE), pokračující hodnotu (PH) a náklady vlastního kapitálu (n_{VK}).

Z kapitoly generátorů hodnoty byly převzaty hodnoty KPVH, investic do pracovního kapitálu a investic brutto do dlouhodobého majetku, společně s jejich odpisy. Zdaněná výše KPVH (19 %) je upravena o odpisy a tyto investice. Výsledná hodnota je hledaná výše FCFE.

Tabulka 68: Výpočet FCFE za roky 2018–2021 v tis. CZK

tis. CZK	2018	2019	2020	2021
KPVH	111 006	115 187	118 975	121 791
Daň	19 %	19 %	19 %	19 %
KPVH po dani	89 915	93 302	96 369	98 650
Odpisy	9 406	9 645	9 974	10 882
Úpravy o nepeněžní operace (ZS rezerv)	0	0	0	0
Investice do PK	-2 330	-3 452	-2 411	-1 547
Investice do DM brutto	-12 678	-12 704	-13 665	-14 600
FCFE	84 314	86 791	90 267	93 385

Zdroj: Vlastní zpracování na základě generátorů hodnoty

5.1.1 Diskontní míra

Jelikož společnost Dr. Oetker nemá žádný úročený cizí kapitál, je zvolená diskontní míra pouze ve výši nákladů vlastního kapitálu. Z důvodu nedostatečně rozvinutého kapitálového trhu v České republice, zejména dat pro zjištění rizikové premie trhu, byla vybrána obvyklá varianta pro americký trh s využitím rizikové premie země.

$$n_{VK} = r_f + \beta * RPT + RPZ + DP$$

kde:

r_f bezriziková úroková míra

β odvětvová nezadlužená beta

RPT riziková premie trhu

RPZ riziková premie země

DP další premie

Bezriziková výnosová míra

Za bezrizikovou úrokovou míru byl zvolen výnos do doby splatnosti (YTM) amerických státních dluhopisů, tzv. treasury bonds s 10letou splatností k datu 29.12.2017. Hodnota je převzata z internetových stránek ministerstva financí

USA k poslednímu možnému datu před datem ocenění. Vymezená úroková míra činí 2,40 %⁴⁶

Koeficient beta

Informace o hodnotách nezadlužených koeficientů beta byly zjištěny na stránkách profesora Damodarana. Zde je potřebná hodnota použita za odvětví Food processing, které je relevantní pro oceňovanou společnost, a zvolená data jsou pro evropský trh, kde její hodnota k datu ocenění (1.1.2018) nabývá hodnoty 0,65

Riziková prémie země

Riziková prémie země byla opět vymezena pomocí výpočtů profesora Damodarana, kde je riziko selhání země odvozeno z rozdílu mezi výnosností amerických podnikových dluhopisů s ratingem A1 a výnosností vládních dluhopisů USA k datu ocenění.⁴⁷ Tato aktualizovaná data jsou zveřejňována na základě agentury Moody's, která analyzovala Českou republiku a ohodnotila ji ratingem A1. Riziko selhání země k datu ocenění 1.1.2018 činí 0,81 %.⁴⁸

Poměr volatility trhu akcií a volatility trhu státních dluhopisů pro ČR v roce 2018 činí 2,8.⁴⁹ Riziková prémie pro ČR vychází z 2,8násobku rizika selhání země upravená o očekávaný inflační diferenciál obou zemí.

Vzhledem k tomu, že prognózovaná inflace je odlišná pro Českou republiku ze strany ČNB⁵⁰ oproti prognózované inflace USA ze strany FEDu⁵¹, bude nutné rizikovou prémii země o tuto diferenci upravit. Průměrná hodnota prognózy inflace ČNB je v následujících 4 letech 2,075 %. Průměrná prognózovaná inflace FEDu je 1,975 % Diferencí za prognózované roky je proto hodnota 0,10 %, o kterou je nutné rizikovou prémii země zvýšit. Výsledné hodnoty v jednotlivých letech poskytuje tabulka č.69.

⁴⁶Výnos do doby splatnosti amerických státních dluhopisů. *U.S Department of the treasury* [online]., 2018 [cit. 2019-03-29]. Dostupné z: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/default.aspx>

⁴⁷ Damodaran on valuation. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2nd ed. Hoboken, N.J.: John Wiley, c2006, s. 44. ISBN 978-0-471-75121-2.

⁴⁸ Ratingové ohodnocení České republiky. *Česká národní banka* [online]., 2018 [cit. 2019-04-29]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni-vztahy/srovnacni-tabulka

⁴⁹ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>; Risk Premiums for Other Markets

⁵⁰ Cílování inflace v ČR. *Česká národní banka* [online]., 2018 [cit. 2019-04-29]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/prognoza/>

⁵¹ Prognóza inflace FEDu. *Federální rezervní systém* [online]., 2018 [cit. 2019-04-29]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20171213.pdf>

Tabulka 69: Výpočet rizikové premie země v jednotlivých letech v %

%	2018	2019	2020	2021
Poměr volatilit	2,8	2,8	2,8	2,8
Riziko selhání země	0,81 %	0,81 %	0,81 %	0,81 %
Diference předpokládané inflace	0,10 %	0,10 %	0,10 %	0,10 %
Riziková premie země	2,37 %	2,37 %	2,37 %	2,37 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výstupů ČNB a FEDu

Riziková premie kapitálového trhu USA

Za rizikovou premii trhu USA byl dosazen rozdíl mezi výnosem akciového trhu a výnosností dlouhodobých státních dluhopisů. Riziková premie, která byla převzata z knihy a ze stránek profesora Damodarana určuje premii země USA jako rozdílem mezi výkonností akciového indexu S&P 500 a trhu dlouhodobých státních dluhopisů.⁵² Výpočet vychází z geometrického průměru za období 1928–2017.⁵³ Bylo proto nutné přepočítat průměr, který nezahrnoval hodnoty z roku 2018.

$$\text{RPT} = 4,77 \%$$

Další premie

Vzhledem k tomu, že oceňovaná společnost není veřejně obchodovatelná, je na místě připočíst premii za neobchodovatelnost ve výši 1,50 %. Doporučená hodnota pro tuto premii činí 0-3 %.⁵⁴ Přirážka byla zvolena po zhodnocení veškerých analýz a informací o oceňované společnosti na střední úrovni vymezeného intervalu.

Po vymezení této premie je vhodné spočítat rozdíl v ocenění ve variantě s touto přirážkou a bez ní. Na základě výsledných hodnot je dále vymezen diskont, který se pohybuje ve výši 20,90 %. Tato hodnota diskontu bude využita v ocenění pomocí tržního porovnání v další části této práce.

Po zjištění veškerých potřebných dat mohou být spočteny náklady vlastního kapitálu. Jejich hodnotu v jednotlivých letech poskytuje tabulka č.70.

⁵² Damodaran on valuation. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2nd ed. Hoboken, N.J.: John Wiley, c2006, s. 41. ISBN 978-0-471-75121-2.

⁵³ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>; Historical returns on stocks, bonds and bills – USA

⁵⁴ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018., 272, ISBN 978-80-87865-38-5.

Tabulka 70: Výpočet nákladů vlastního kapitálu v %

tis. CZK	2018	2019	2020	2021
Bezriziková úroková míra	2,40 %	2,40 %	2,40 %	2,40 %
Beta	0,65	0,65	0,65	0,65
Riziková prémie trhu	4,77 %	4,77 %	4,77 %	4,77 %
Riziková prémie země	2,37 %	2,37 %	2,37 %	2,37 %
Další prémie	1,50 %	1,50 %	1,50 %	1,50 %
n_{VK}	9,37 %	9,37 %	9,37 %	9,37 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Z výše vymezených hodnot je následné možné vypočítat současnou hodnotu 1. fáze, jejíž výpočet zobrazuje tabulka č.71.

Tabulka 71: Výpočet hodnoty 1. fáze v tis. CZK

tis. CZK	2018	2019	2020	2021
FCFE	84 314	86 791	90 267	93 385
n_{VK}	9,37 %	9,37 %	9,37 %	9,37 %
odúročitel	0,9143	0,8360	0,7644	0,6989
Diskontované FCFE	77 091	72 559	69 001	65 269
SH FCFE = SH 1. fáze	283 921			

Zdroj: Vlastní zpracování

5.1.2 Pokračující hodnota

Model navržený pro pokračující hodnotu vychází z parametrického vzorce ve variantě equity, pro jehož druhou fázi byl zvolen následující výpočet:

$$PH = KPVH_{t+1} * \frac{\left(1 - \frac{g}{r_i}\right)}{n_{VK} - g} + \frac{CK_T * (g - n_{CK} * (1 - d))}{n_{VK} - g}$$

kde:

PH	Pokračující hodnota
KPVH _{t+1}	Korigovaný provozní výsledek hospodaření v prvním roce po uplynutí období prognózy
g	předpokládané tempo růstu
r _i	rentabilita investic
n _{CK}	náklady cizího kapitálu
d	daňová sazba
n _{VK}	náklady vlastního kapitálu

Vzhledem k faktu, že společnost nevede žádný úročený cizí kapitál, je výše CK ve vzorci nulová, tudíž část vzorce obsahující daný parametr nebude potřeba počítat. Tempo růstu bylo určeno již ve strategické analýze. Zde se stanovila hodnota ve 2. fázi pro relevantní trh na stejné výši, jako tempo růstu oceňované společnosti. Pro variantu pravděpodobného vývoje bylo určeno tempo ve výši 2,70 %. KPVH po zdanění bude převzato z finančního plánu s tím, že hodnota v roce T+1 se spočte jako $KPVH_{2021} \cdot (1+g)$.

Rentabilita investic, která se v tomto vzorci používá, je počítána z přírůstkových veličin. Její hodnoty mohou být podstatně volatilní a nebylo by dobré odhadovat rentabilitu 2. fáze na základě takové veličiny. Budou proto použity hodnoty rentability investovaného kapitálu, ke kterým má rentabilita investic tendenci se přibližovat. Výsledné hodnoty pro jednotlivé roky byly určeny v kapitole generátory hodnoty a jejich výši shrnuje následující tabulka.

Tabulka 72: Rentabilita PNIK v %

tis. CZK	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Rentabilita PNIK	x	37,47 %	36,54 %	45,51 %	32,78 %	35,56 %	36,11 %	36,38 %	36,40 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Rentabilita se ve vymezených letech pohybuje na podobné výši, nicméně se jedná o velmi vysokou úroveň. Pro určení hodnoty rentability použitelné pro parametrický vzorec bude třeba porovnat výši s konkurenčními společnostmi, případně celým odvětvím, kam oceňovaná společnost spadá.

Rentabilita investovaného kapitálu konkurenčních společností byla spočtena na základě finančních výkazů, kdy došlo k úpravě provozního výsledku hospodaření o tržby z prodaného dlouhodobého majetku a provozně nutný investovaný kapitál spočítaný podle následující tabulky, díky které je výsledný provozně nutný investovaný kapitál očištěn o neprovozní položky podobné oceňované společnosti.

Tabulka 73: Výpočet PNIK pro konkurenční společnosti

Výpočet PNIK
(+) Dlouhodobý nehmotný majetek
(+) Dlouhodobý hmotný majetek
(+) Zásoby
(+) Krátkodobé pohledávky

(-) Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení (krátkodobé)
(+) Krátkodobý finanční majetek – provozně nutný
(+) Časové rozlišení aktivní
(-) Krátkodobé závazky neúročené
(-) Časové rozlišení pasiv
= Provozně nutný investovaný kapitál

Zdroj: Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018, 197. ISBN 978-80-87865-38-5.

Výsledné hodnoty rentabilit jednotlivých společností poskytuje tabulka č.74.

Tabulka 74: Rentabilita investovaného kapitálu konkurenčních společností v %

%	2013	2014	2015	2016	2017
Vitana	4,15 %	4,85 %	5,92 %	12,60 %	14,84 %
Labeta	1,91 %	1,62 %	4,39 %	2,91 %	1,49 %
Carla	10,70 %	7,19 %	8,51 %	7,40 %	12,63 %
Amylon	9,74 %	18,95 %	16,56 %	27,35 %	24,29 %
Frostfood	-0,19 %	8,35 %	11,28 %	5,85 %	4,16 %
Emco	12,01 %	10,35 %	3,72 %	9,95 %	9,94 %
Bonavita	8,05 %	16,16 %	14,36 %	9,35 %	7,06 %
Olma	32,92 %	26,42 %	22,11 %	28,57 %	12,49 %
Průměr	11,35 %	11,74 %	10,86 %	13,00 %	10,86 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv společností

Z tabulky je patrné, že konkurenční společnosti dosahují odlišných výsledků, zejména společnosti Labeta a Frostfood dosahují podstatně nízkých hodnot díky nízké hodnotě KPVH a je otázkou, jestli budou tyto společnosti do budoucna tvořit hodnotu. V průměru se hodnoty rentability investovaného kapitálu konkurenčních společností pohybují mezi 11–13 %.

Další pohled na trh poskytla Interaktivní tabulka zpracovatelského průmyslu s potřebnými daty, ze kterých byla spočtena rentabilita investovaného kapitálu pro vybraná odvětví podle klasifikace CZ-NACE.

Výsledné hodnoty je ovšem nutné brát s rezervou zejména proto, že nebyly očištěny o neprovozní dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek, případně neprovozní pracovní kapitál a také proto, že obsahují společnosti, které s oceňovanou společností nemají žádnou souvislost. Přesto poskytují určitou představu výše rentability investovaného kapitálu.

Tabulka 75: Rentabilita investovaného kapitálu odvětví v %

%	2013	2014	2015	2016	2017
CZ NACE 10.5	16,22 %	11,65 %	12,46 %	18,88 %	19,06 %
CZ NACE 10.6	4,36 %	4,57 %	10,73 %	12,24 %	10,96 %
CZ NACE 10.8	11,77 %	12,32 %	11,49 %	10,15 %	14,87 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě interaktivní tabulky panorama zpracovatelského průmyslu

Pro další analýzu je rovněž vhodné poznamenat, že rentabilita investic je často charakterizována odvětvím a pozicí oceňovaného podniku mezi konkurenty na tomto odvětví. Na výši rozpětí mezi rentabilitou investic a náklady kapitálu působí faktory, z nichž hlavní jsou vyjmenovány v učebnici profesora Maříka.⁵⁵ Již ve strategické analýze bylo zjištěno, že jsou v tomto odvětví znatelné bariéry vstupu pozitivně působící na hodnotové rozpětí. Na druhou stranu zde jsou určité možnosti substituce, které je nutné brát v potaz a dá se předpokládat mírně negativní působení na rozpětí hodnoty. Z hlediska elasticity se dá předpokládat pozitivní dopad na rozpětí hodnoty. Při rozhodování o nakupování konvenientních potravin se při růstu ekonomiky bude spotřebitel zaměřovat více na kvalitu a prémiové produkty tohoto trhu, při poklesu pro něj bude hlavním faktorem cena.

Z veškerých výše uvedených informací vyplývá, že Dr. Oetker je společností, která dlouhodobě přináší hodnotu a na základě generátorů hodnoty je tento předpoklad i do budoucna. Proto je budoucí rentabilita investic pro druhou fázi odhadnuta ve výši 20 %, jako mírně nadprůměrná hodnota oproti konkurenčním společnostem i nad úrovní trhu vymezeného CZ-NACE 10.6 a 10.8.

Tabulka 76: Výpočet pokračující hodnoty v tis. CZK

Parametry	PH
Tempo růstu (g)	2,70 %
KPVH	101 314
ri	20 %
nvk	9,37 %
Pokračující hodnota	1 314 188
odúročitel	0,6989
SH Pokračující hodnoty	918 520

Zdroj: Vlastní zpracování

⁵⁵ Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018, 224. ISBN 978-80-87865-38-5.

5.1.3 Ocenění DCF Equity

Finální ocenění metodou DCF Equity je provedeno sečtením současné hodnoty první fáze a pokračující hodnoty, společně s neprovozním majetkem, jehož hodnota byla vyčíslena v části generátorů hodnoty. Výše výsledné hodnoty podniku je vyjádřena v následující tabulce. Neprovozním majetkem byly určeny pohledávky za ovládanými a řízenými osobami (krátkodobé) a neprovozní výše peněžních prostředků.

Tabulka 77: Výpočet výsledné hodnoty podniku DCF Equity v tis. CZK

Parametry	Ocenění
Hodnota 1. fáze	283 921
Pokračující hodnota	918 520
Neprovozní majetek	94 301
Výsledná hodnota podniku	1 296 742

Zdroj: Vlastní zpracování

Výsledná hodnota podniku pomocí metody DCF Equity pro variantu pravděpodobného vývoje je 1 296 000 000 CZK po zaokrouhlení.

5.2 Metoda tržního porovnání

Dr. Oetker je společností s ručením omezeným, tudíž její podíly nejsou obchodované na veřejných trzích. Jako metody tržního porovnání byly proto vybrány dvě, a sice metoda odvětvových násobitelů, která bere v potaz hodnoty za relevantní odvětví. Druhou metodou je metoda srovnatelných podniků, která porovnává Společnost s ostatními podobnými společnostmi, které jsou veřejně obchodované.

5.2.1 Metoda odvětvových násobitelů

Potřebná data, která budou pro ocenění pomocí odvětvových násobitelů použita jsou získána ze stránek profesora Damodarana za příslušné vybrané odvětví. Nejbližším odvětvím, ze kterého je vhodné brát vymezené násobitele je již několikrát výše zmiňovaný „food processing“ pro oblast Europe. Vybraná data jsou vztahována k datu 5.1.2017.

Pro účely ocenění byla zvolena data za multiplikátory EV/EBITDA, Price/BV a P/E. Ty odpovídají průměru ze 141 podniků, které se zpracováním jídla zabývají. Nicméně, vybrané odvětví je stále poměrně široké a je vhodné ho porovnat

s finančními ukazateli a tempem růstu právě se společností Dr. Oetker. Podle profesora Damodarana je hodnota ROE u odvětví „food processing“ ve výši 12,83 %.⁵⁶ Oceňovaná společnost tento průměr trhu značně převyšuje. Například v posledním analyzovaném roce 2017 dosahovala výše ROE 27,40 %. Tuto výši, jak již naznačila finanční analýza, udržuje zejména proto, že rozděluje 100 % svého výsledku hospodaření své mateřské společnosti a i na českém trhu je v porovnání s konkurenčními společnostmi spíše výjimkou. Pokud by určitou výši této položky držela, alespoň přibližně jako její nejbližší konkurenti, pohybovala by se hodnota ROE na průměrné až mírně nadprůměrné úrovni trhu. Na druhou stranu, předpoklad růstu je ve výši 5,13 % pro vybrané odvětví.⁵⁷ To je značně vyšší předpoklad, než je tomu u Dr. Oetkera, jehož průměrné tempo růstu je v rozmezí 2–3 %. Proto budou vybrané násobitele, po uvažování těchto parametrů, použity na úrovni průměrných hodnot těchto multiplikátorů.

Výsledná hodnota podniku je vypočítána vynásobením vybraného multiplikátoru se vztahovou veličinou, která s tímto násobitelem souvisí. Protože společnost Dr. Oetker nemá v rozvaze žádný úročený cizí kapitál, bude výslednou hodnotou vždy hodnota vlastního kapitálu. Po přičtení neprovozních aktiv, vymezených v rámci generátorů hodnoty, jsou získány vybrané odhady hodnoty Společnosti pomocí těchto multiplikátorů. Tyto hodnoty je nutné, pro konzistenci mezi oceněním DCF a tržním porovnáním, upravit o diskont za neobchodovatelnost. Výše diskontu byla spočtena již v kapitole vymezující náklady vlastního kapitálu – další premie a její výše činí 20,90 %. Výpočet shrnuje následující tabulka

Tabulka 78: Ocenění pomocí odvětvových násobitelů v tis. CZK

Multiplikátor	EV/EBITDA	Price/BV	P/E
Hodnota multiplikátoru	12,01	2,86	18,76
Vztahová veličina	EBIT	BV	KVH
Hodnota vztahové veličiny	121 936	330 654	83 613
Neprovozní aktiva	95 311	95 311	95 311
Výsledná hodnota podniku bez diskontu	1 559 762	1 040 981	1 663 891
Výše diskontu	325 990	217 565	347 753
Výsledná hodnota podniku	1 233 772	823 416	1 316 138

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat profesora Damodarana

⁵⁶ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>; Fundamental Growth Rate in EPS by Industry – Europe

⁵⁷ Tamtéž

5.2.2 Metoda srovnatelných podniků

Vzhledem k tomu, že pro oceňovanou společnost je poměrně obtížné najít společnosti, které se jí co nejvíce podobají, je ocenění metodou srovnatelných podniků provedeno podpůrně pro celkové ocenění. Vybrané společnosti, které budou srovnávány se společností Dr. Oetker musí mít veřejně dostupné informace, jako je například tržní cena akcie, na akciovém trhu. Vybraná data jsou následně vztažena k určité vztahové veličině, jako je EBITDA nebo například účetní hodnota vlastního kapitálu společnosti. Výsledná hodnota těchto dvou veličin je určitý násobitel, kterým se, po vynásobení vztahovou veličinou oceňovaného podniku, získá odhadnutá tržní hodnota Společnosti. Už jen pouhé kritérium vybrat srovnatelné podniky je ale, jak bylo zmíněno výše, poměrně složité. Společnosti, které mají dostupná potřebná data jsou velké nadnárodní koncerny, které kromě konvenientních jídel operují i na dalších trzích a bude nutné k tomuto faktoru přihlédnout. Pro porovnání byly vybrány 3 společnosti, které se svým core businessem nejvíce oceňované společnosti podobají.

Orkla Food

Jedná se o společnost, která je hlavním dodavatelem spotřebního zboží do obchodu s potravinami, specializovaných maloobchodů a pekáren. Operuje zejména na severu Evropy, v Pobaltí a ve vybraných zemích střední Evropy. Hlavní oblastí, ze které má většinové příjmy jsou konvenientní jídla, zejména mražené pizzy, hotová jídla, omáčky a polévky.

Bell Food Group

Tato společnost je koncernem, která podniká pod značkami Bell, Eisberg, Hilcona a Hügli, které se zabývají jak masnými výrobky, tak čerstvými a netrvanlivými běžnými produkty, stejně tak jako hotovými jídly, těstovinami, omáčkami a kořením. Operuje na většině evropského území, jakož i v České republice pod značkou Hügli.

Bakkavor Group

Britská společnost, která se specializuje na výrobu a prodej hotových jídel, polévek, příloh, omáček a v neposlední řadě také mražených pizz a různých

druhů dezertů, které poskytuje specializovaným maloobchodům i poskytovatelům stravovacích služeb. Operuje na evropském území, zejména Velké Británie, kde má svou základnu, dále na území Spojených států a Číny.

Vybrané společnosti byly porovnávány se společností Dr. Oetker pomocí poměrových ukazatelů použitých ve finanční analýze, zejména z hlediska výnosnosti a likvidity. Finanční ukazatele byly brány v hodnotách průměrných za poslední 3 roky, aby došlo k očištění o případné výchyly, které mohly v jednom roce nastat. Výsledné údaje ROE, běžné likvidity a EBITDA marže poskytuje následující tabulka.

Tabulka 79: Finanční ukazatele srovnatelných podniků v %

Společnost/Ukazatel	ROE	Běžná likvidita	EBITDA marže
Dr. Oetker	27,79 %	3,09	12,49 %
Orkla Food	18,34 %	1,65	14,20 %
Bell Food Group	14,49 %	2,28	7,73 %
Bakkavor Group	12,45 %	0,56	7,52 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě databáze Amadeus

Z hlediska ROE je patrné, že Dr. Oetker je na nadprůměrné úrovni, nicméně je zde opět důležité vzít v potaz fakt, že jde o dceřinou společnost nadnárodního koncernu, která může mít jinou politiku, než je tomu u konkurence. Běžná likvidita Společnosti je rovněž na nadprůměrných hodnotách. Pouze u ukazatele EBITDA marže se pohybuje pod úrovní společnosti Orkla Food. Proto bude pro výsledné ocenění použito průměrných hodnot násobitelů vymezené srovnávané skupiny, upravených koeficientem 1,25. Tato úprava zohledňuje nadprůměrné hodnoty, kterých oceňovaný podnik dosahuje. Jedná se o násobitele EV/EBITDA a Price/BV. Ukazatel P/E, na základě kterého byla odhadnuta hodnota v podkapitole odvětvových násobitelů, nebylo vhodné u srovnatelných podniků použít, vzhledem k markantním rozdílům tohoto násobitele mezi jednotlivými podniky.

Tabulka 80: Násobitele srovnatelných podniků

Společnost/Ukazatel	EV/EBITDA	Price/BV	P/E
Orkla Food	11,76	1,97	22,09
Bell Food Group	8,44	1,40	17,18
Bakkavor Group	10,16	1,27	10,77

Zdroj: Vlastní zpracování na základě databáze Amadeus a Yahoo finance

Protože se vztahové veličiny, ze kterých bude vypočtena výsledná hodnota podniku, pohybovaly v posledních letech na podobné úrovni, jak zobrazuje

tabulka č.81, bude zvolena hodnota posledního analyzovaného roku, která se příliš od průměru za tyto roky neliší.

Tabulka 81: Hodnota vztahových veličin oceňované Společnosti v tis. CZK

tis. CZK	2014	2015	2016	2017	Průměr
EBITDA	104 118	113 744	134 748	121 936	118 637
BV	333 416	325 409	341 813	330 654	332 823

Zdroj: Vlastní zpracování na základě finančních výkazů Společnosti

Ocenění společnosti Dr. Oetker na základě srovnatelných podniků, jako násobek vztahové veličiny a vybraného ukazatele, poskytne následující tabulka. Výše diskontu, který je na výslednou hodnotu aplikován je 20,90 %. Hodnota je vymezena výše v kapitole náklady vlastního kapitálu – další prémie.

Tabulka 82: Výpočet hodnoty Společnosti na základě srovnatelných podniků v tis. CZK

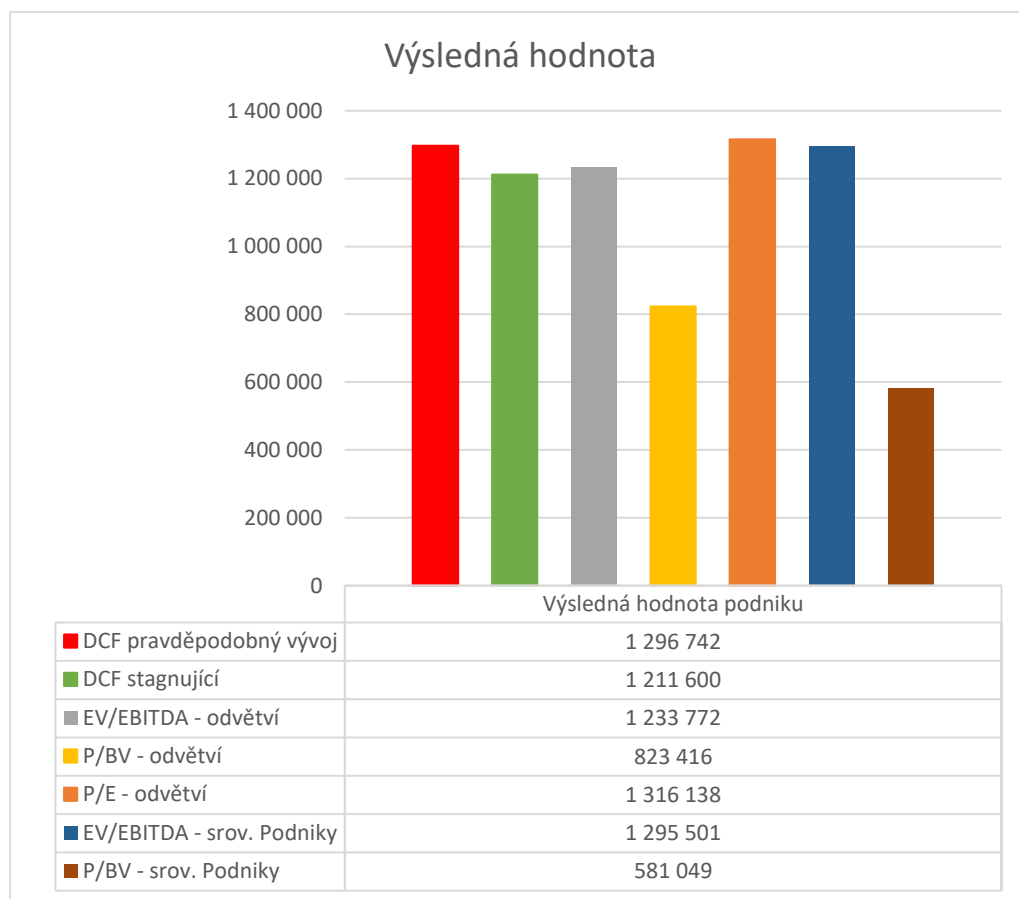
Multiplikátor	EV/EBITDA	Price/BV
Hodnota multiplikátoru	12,65	1,93
Vztahová veličina	EBITDA	BV
Hodnota vztahové veličiny	121 936	330 654
Neprovozní aktiva	95 311	95 311
Výsledný odhad hodnoty	1 637 801	734 575
Výše diskontu	342 300	153 526
Výsledný odhad hodnoty	1 295 501	581 049

Zdroj: Vlastní zpracování na základě databáze Amadeus

5.3 Výsledné ocenění podniku

Tato kapitola shrnuje ocenění provedené jednotlivými metodami. Jedná se o DCF equity pro variantu pravděpodobného růstu a stagnující varianty. Dále jsou zobrazeny varianty na základě odvětvových násobitelů za vybrané odvětví v Evropě a na základě srovnatelných podniků. Jednotlivé varianty vykresluje graf č.18.

Graf 18: Ocenění pomocí jednotlivých metod v tis. CZK



Zdroj: Vlastní zpracování

Výsledné hodnoty se pohybují od 580 mil. do 1 315 mil. CZK po zaokrouhlení. Vzhledem k tomu, že hodnoty získané pomocí násobitelů se vztahovou veličinou BV neboli účetní hodnota vlastního kapitálu, jsou značně odlišné od ostatních, dá se předpokládat, že ve výsledném ocenění nebude mít její výše signifikantní vliv. Za nejpravděpodobnější výsledek je považována hodnota podniku vypočtená pomocí metody DCF – pravděpodobný vývoj, která je ve výši 1 296 mil. CZK po zaokrouhlení. Tato hodnota se nachází mezi hodnotami DCF – stagnující varianta a hodnotami zjištěnými za pomoci tržního porovnání jak odvětvových násobitelů, tak srovnatelných podniků, čímž byl potvrzen rámec, ve kterém se odhad tržní hodnoty společnosti pohybuje. Na základě všech výše zmíněných poznatků je tržní hodnota vlastního kapitálu společnosti Dr. Oetker, spol. s r.o. k 1.1.2018 stanovena v intervalu:

1 210 000 000 – 1 315 000 000 CZK

Závěr

Cílem této diplomové práce bylo stanovení tržní hodnoty společnosti Dr. Oetker, spol. s.r.o. k 1.1.2018, za účelem prodeje nezávislému kupujícímu. Podnik byl analyzován z hlediska finanční situace jak z hlediska času za analyzované roky 2013–2017, tak z hlediska prostoru, kdy byly výsledky jednotlivých ukazatelů porovnávány s konkurenčními společnostmi. Finanční analýza prokázala, že Společnost je na nadprůměrné úrovni jak oproti svým konkurentům, tak i v porovnání s širě vymezeným trhem podle vybrané klasifikace CZ-NACE.

Následovala strategická analýza, jejíž cílem bylo vymezení relevantního trhu a stanovení pozice oceňované společnosti na tomto trhu. Společnost Dr. Oetker operuje na území České republiky, přičemž stále větší podíl tržeb získává spíše za prodané zboží, než vlastní výrobky a služby. Prodávané zboží získává od podniků ve skupině, které působí na území celé Evropy. Společnost operuje na trhu s poměrně širokým portfoliem a její snahou je neustále naplňovat poptávku po produktech a jejich variantách které nabízí. Toho dosahuje neustálou inovací a každoročním uváděním nových výrobků na trh. Tržní podíl se posledních 10 let pohybuje na podobné úrovni a dá se předpokládat, že spíše než snahou získat větší díl na trhu, bude posílení své pozice. V této části bylo rovněž zjištěno, že konvenientní výrobky, které jsou podle některých zavrhovány pro jejich nesoulad se zdravým životním stylem, sice v posledních letech objemově klesají, ale nedá se předpokládat, že by v budoucno mohlo dojít až k jejich vytěsněním „čerstvými“ produkty. Předpokladem do budoucna je, že si tyto výrobky budou držet své místo u běžného spotřebitele a pokud by v budoucnu mělo například dojít k recesi, dá se předpokládat, že oblíbenost těchto výrobků bude v tomto čase růst.

Čtvrtá část diplomové práce se zabývala analýzou a prognózou generátorů hodnoty, na základě kterých byl následně sestaven finanční plán. Zde bylo nutné vymezit výši provozně nutného majetku a korigovaného provozního výsledku hospodaření, ze kterých se v dalších částech vycházelo. Prognóza generátorů hodnoty se skládala z určení ziskové marže do budoucna a následně vymezení výše pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku. Díky tomu bylo možné

sestavit plánovaný výkaz zisku a ztráty, výkaz peněžních toků a v neposlední řadě i plánovanou rozvahu.

Poslední kapitola byla věnována samotnému ocenění jednak pomocí metody DCF ve variantě equity, vzhledem k nulové hodnotě úročeného cizího kapitálu, a podpůrně bylo provedeno ocenění na základě tržního porovnání jednak pomocí odvětvových násobitelů a následně pomocí srovnatelných podniků. Veškeré hodnoty získané těmito metodami ocenění byly poté zhodnoceny ve výsledném ocenění podniku. Výsledný odhad tržní hodnoty vlastního kapitálu společnosti Dr. Oetker, spol. s.r.o k 1.1.2018 byl na základě veškerých dostupných informací stanoven v intervalu 1 210 – 1 315 mil. CZK.

Zdroje

Seznam literárních zdrojů

- DAMODARAN, A. Damodaran on valuation. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2nd ed. Hoboken, N.J.: John Wiley, c2006. ISBN 978-0-471-75121-2.
- MAREK, P. *Studijní průvodce financemi podniku*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Ekopress, 2009. ISBN 978-80-86929-49-1.
- MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.
- MZe ČR. *Panorama potravinářského průmyslu 2017*. Praha: Ministerstvo zemědělství České republiky, 2018, 37-44, 49-52. ISBN 978-80-7434478-7.
- RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 5. aktualizované vydání. Praha: GRADA Publishing, 2015. ISBN 978-80-247-5534-2

Seznam internetových a ostatních zdrojů

- Albertina. *Albertina databáze*., 2019 [elektronická databáze]. Dostupné z: <https://www.bisnode.cz/produkty/albertina/>
- Amadeus. *Amadeus databáze* [online]., 2019 [elektronická databáze]. Dostupné z: <https://amadeus.bvdinfo.com>
- Atmoskop. *Atmoskop – kariérní portál* [online], 2018 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://www.atmoskop.cz/nazory-na-zamestnavatele/2976177-dr-oetker-spol-s-r-o>
- Cílování inflace v ČR. *Česká národní banka* [online]., 2018 [cit. 2019-04-29]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/prognoza/>
- Damodaran – Data: Archived. *Damodaran online* [online]., 2019 [cit. 2019-03-29]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Dr. Oetker. *Naše výrobky: Přehled všech výrobků* [online]. Kladno, 2019 [cit. 2019-03-24]. Dostupné z: <https://www.oetker.cz/cz-cs/nase-vyrobkky/prehled-vsech-vyrobbku-droetker.html>
- Dr. Oetker. *O společnosti Dr. Oetker* [online]. Kladno, 2019 [cit. 2019-03-24]. Dostupné z: <https://www.oetker.cz/cz-cs/o-spolecnosti-dr-oetker/o-spolecnosti-droetker.html>

eJustice. *Veřejný rejstřík a sbírka listin* [online]. Praha: Ministerstvo spravedlnosti České republiky, 2015 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik>

Historie společnosti Amylon. *Amylon, a.s.* [online]. Havlíčkův Brod, 2018 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://www.amylon.cz/cz/retail/o-spolecnosti/>

Historie společnosti Carla. *Carla spol. s.r.o.* [online]. Dvůr Králové, 2018 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://carlachocolate.com/o-nas>

Historie společnosti Frostfood. *Frostfood, a.s.* [online]. Rokytnice v Orlických horách, 2018 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <http://www.frostfood.cz/o-nas/>

Historie společnosti Labeta. *Labeta, a.s.* [online]. Dřenice, 2018 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://www.labeta.cz/o-spolecnosti>

Historie společnosti Vitana. *Vitana, a.s.* [online]. Praha, 2017 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://vitana.cz/o-nas/historie>

Interaktivní tabulka zpracovatelského průmyslu. *Panorama zpracovatelského průmyslu ČR* [online]. Praha: Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky, 2018 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/panorama-interaktivni-tabulka.html>

Katalog produktů Olma. *Olma, a.s.* [online]. Olomouc, 2018 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://www.olma.cz/cs/katalog#>

Kvalita výrobků Dr. Oetker. *Dr. Oetker s.r.o.* [online]. Kladno, 2018 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://www.oetker.cz/cz-cs/kvalita-je-nejlepsi-recept/kvalita-je-nejlepsi-recept.html>

Makroekonomická predikce. *Ministerstvo financí České republiky* [online]. Praha: MFČR, 2017 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2017/makroekonomicka-predikce-listopad-2017-30152>

O společnosti Bonavita. *Bonavita, spol. s.r.o.* [online]. Kunice – Vidovice, 2018 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://www.bonavita.cz/cs/-sekce-o-nas>

Prognóza inflace ČNB. *Česká národní banka* [online]. Praha, 2017 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/predchozi_prognozy/prognoza_17_zoi_iv.html

Prognóza inflace FEDu. *Federální rezervní systém* [online]., 2018 [cit. 2019-04-29]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcproptabl20171213.pdf>

Přehled všech výrobků Dr. Oetker. *Dr. Oetker s.r.o.* [online]. Kladno, 2018 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://www.oetker.cz/cz-cs/nase-vyroby/prehled-vsech-vyrobyku-droetker.html>

Ratingové ohodnocení České republiky. *Česká národní banka* [online]., 2018 [cit. 2019-04-29]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni-vztahy/srovnavaci-tabulka

VímVíc. *Vím Víc – kariérní portál* [online], 2018 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://www.vimvic.cz/firma/dr-oetker>

Výnos do doby splatnosti amerických státních dluhopisů. *U.S Department of the treasury* [online]., 2018 [cit. 2019-03-29]. Dostupné z: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/default.aspx>

Výroční zprávy společnosti Amylon *Sbírka listin: Výroční zprávy. Amylon, a.s.* [online]. Praha, Ministerstvo spravedlnosti České republiky, 2018 [cit. 2019-02-23]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=425989>

Výroční zprávy společnosti Bonavita *Sbírka listin: Výroční zprávy. Bonavita, spol. s.r.o.* [online]. Praha, Ministerstvo spravedlnosti České republiky, 2018 [cit. 2019-02-23]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=438580>

Výroční zprávy společnosti Carla *Sbírka listin: Výroční zprávy. Carla spol. s.r.o.* [online]. Praha, Ministerstvo spravedlnosti České republiky, 2018 [cit. 2019-02-23]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=101856>

Výroční zprávy společnosti Dr. Oetker. *Sbírka listin: Výroční zprávy. Dr. Oetker, spol. s.r.o.* [online]. Praha, Ministerstvo spravedlnosti České republiky, 2018 [cit. 2019-02-23]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=602026>

Výroční zprávy společnosti Emco *Sbírka listin: Výroční zprávy. Emco spol. s.r.o.* [online]. Praha, Ministerstvo spravedlnosti České republiky, 2018 [cit. 2019-02-23]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=638855>

Výroční zprávy společnosti FrostFood *Sbírka listin: Výroční zprávy. FrostFood a.s.* [online]. Praha, Ministerstvo spravedlnosti České republiky, 2018 [cit. 2019-02-23]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=681870>

Výroční zprávy společnosti Labeta *Sbírka listin: Výroční zprávy. Labeta, a.s.* [online]. Praha, Ministerstvo spravedlnosti České republiky, 2018 [cit. 2019-02-23]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=708344>

Výroční zprávy společnosti Olma *Sbírka listin: Výroční zprávy. Olma, a.s.* [online]. Praha, Ministerstvo spravedlnosti České republiky, 2018 [cit. 2019-02-23]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=60240>

Výroční zprávy společnosti Vitana *Sbírka listin: Výroční zprávy. Vitana, a.s.* [online]. Praha, Ministerstvo spravedlnosti České republiky, 2018 [cit. 2019-02-23]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=709648>

Výše HDP – výdajová metoda. *Databáze národních účtů* [online]. Praha: Český statistický úřad, 2017 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: http://apl.czso.cz/pll/rocenka/rocenkavyber.makroek_vydaj

Zaměstnanci společnosti. *Dr. Oetker s.r.o.* [online]. Kladno, 2018 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <https://www.oetker.cz/cz-cs/kariera/operacni-program-zamestnanost.html>

Seznam tabulek a grafů

Seznam tabulek

Tabulka 1: Základní finanční údaje o společnosti v tis. CZK	4
Tabulka 2: Rozvaha – zkrácená verze v tis. CZK	6
Tabulka 3: Aktiva Společnosti – horizontální analýza, zkrácená verze v %.....	7
Tabulka 4: Aktiva Společnosti – vertikální analýza, zkrácená verze v %.....	8
Tabulka 5: Pasiva Společnosti – horizontální analýza, zkrácená verze v %	10
Tabulka 6: Pasiva Společnosti – vertikální analýza, zkrácená verze v %	11
Tabulka 7: Výkaz zisku a ztráty společnosti – zkrácená verze v tis. CZK.....	12
Tabulka 8: Výkaz zisku a ztráty – horizontální analýza, zkrácená verze v %..	13
Tabulka 9: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty – zkrácená verze v %.....	14
Tabulka 10: Teritoriální rozložení tržeb v tis. CZK	15
Tabulka 11: Výkaz Cash flow Společnosti v tis. CZK.....	16
Tabulka 12: Rentabilita vlastního kapitálu Společnosti a blízké konkurence v %	18
Tabulka 13: Rentabilita celkového kapitálu Společnosti a blízké konkurence v %.....	20
Tabulka 14: Zisková marže Společnosti a blízké konkurence v %	22
Tabulka 15: Rozklad ROE Společnosti a jeho blízkých konkurentů	24
Tabulka 16: Pracovní kapitál Společnosti a blízké konkurence v tis. CZK	29
Tabulka 17: Obchodní deficit Společnosti a blízké konkurence	31
Tabulka 18: Průměrný přepočtený počet zaměstnanců Společnosti a jeho blízké konkurence.....	32
Tabulka 19: Produktivita práce Společnosti a blízké konkurence v tis. CZK..	33
Tabulka 20: Přidaná hodnota na zaměstnance v tis. CZK	34
Tabulka 21: Průměrné měsíční mzdové náklady na pracovníka v CZK	35
Tabulka 22: Altmanovo Z-skóre.....	36
Tabulka 23: Výsledné hodnoty Altmanova Z-skóre Společnosti	36
Tabulka 24: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu v tis. CZK, v %.....	37
Tabulka 25: Vývoj tržeb relevantního trhu v tis. CZK.....	44

Tabulka 26: Průměrné rentability odvětví v %.....	47
Tabulka 27: Bodové hodnocení kritéria atraktivity	50
Tabulka 28: Vymezení národohospodářských faktorů ČR.....	51
Tabulka 29: Meziroční změny jednotlivých faktorů	52
Tabulka 30: Korelace mezi jednotlivými regresory	54
Tabulka 31: Jednotlivé modely s koeficienty korelace a determinace tržeb za prodané zboží.....	54
Tabulka 32: Variantní predikce tržeb za prodané zboží v tis. CZK, v %	55
Tabulka 33: Vývoj tržního podílu společnosti Dr. Oetker v tis. CZK, v %	56
Tabulka 34: Změna položky dlouhodobého majetku za roky 2013–2017 v %	66
Tabulka 35: Porovnání koeficientu investiční náročnosti tržeb společnosti Dr. Oetker a blízké konkurence v %	67
Tabulka 36: Diagram hodnocení konkurenční pozice podniku.....	68
Tabulka 37: Podíl tržeb za prodané zboží společnosti Dr. Oetker na relevantním trhu v %.....	69
Tabulka 38: Variantní prognóza tržeb za prodané zboží společnosti Dr. Oetker v tis. CZK, v %	70
Tabulka 39: Výše provozně nepotřebných pohledávek v tis. CZK.....	74
Tabulka 40: Okamžitá likvidita pro provozně nutnou výši finančních prostředků	75
Tabulka 41: Výše provozně nepotřebného finančního majetku v tis. CZK	75
Tabulka 42: Výše provozně nepotřebného majetku v tis. CZK	76
Tabulka 43: Výpočet provozně nutného investovaného kapitálu 2013–2017 v tis. CZK	76
Tabulka 44: Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření v tis. CZK	77
Tabulka 45: Vývoj tržeb společně s tempy růstu za minulost a jeho prognóza v jednotlivých scénářích v tis CZK, v %	78
Tabulka 46: Zisková marže v %	79
Tabulka 47: Diagram zhodnocení dopadu jednotlivých faktorů na ziskovou marži	83
Tabulka 48: Analýza osobních nákladů 2009–2017 v tis. CZK.....	83
Tabulka 49: Korigovaný provozní výsledek hospodaření a zisková marže pro 1. fázi v tis. CZK.....	84

Tabulka 50: Analýza ziskové marže pro období 2013 – 2017 v %.....	84
Tabulka 51: Prognóza ziskové marže zdola v %.....	85
Tabulka 52: Provozně nutný pracovní kapitál za minulost v tis. CZK.....	87
Tabulka 53: Analýza a prognóza doby obratu jednotlivých zásob ve dnech ...	87
Tabulka 54: Analýza a prognóza doby obratu pohledávek ve dnech	88
Tabulka 55: Analýza a prognóza jednotlivých položek doby obratu závazků ve dnech.....	89
Tabulka 56: Analyzovaná a prognózovaná výše pracovního kapitálu v tis. CZK	91
Tabulka 57: Analýza položek dlouhodobého majetku za roky 2013–2017 v tis. CZK, v %	93
Tabulka 58: Porovnání koeficientů náročnosti brutto s konkurencí v %	94
Tabulka 59: Odhad investic brutto pro roky 2018–2021 v tis. CZK	95
Tabulka 60: Prognóza dlouhodobého majetku pro roky 2018–2021 v tis. CZK	96
Tabulka 61: Prognózovaná výše dlouhodobého majetku Dr. Oetker 2018–2021 v tis. CZK	97
Tabulka 62: Plánovaný výkaz zisku a ztrát v tis. CZK.....	98
Tabulka 63: Plánovaný výkaz cash flow v tis. CZK	99
Tabulka 64: Plánovaná rozvaha – aktiva v tis. CZK	100
Tabulka 65: Plánovaná rozvaha – pasiva v tis. CZK.....	101
Tabulka 66: Finanční analýza plánu v %, tis. CZK a dnech.....	102
Tabulka 67: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu v tis. CZK, v %.....	103
Tabulka 68: Výpočet FCFE za roky 2018–2021 v tis. CZK	106
Tabulka 69: Výpočet rizikové prémie země v jednotlivých letech v %	108
Tabulka 70: Výpočet nákladů vlastního kapitálu v %	109
Tabulka 71: Výpočet hodnoty 1. fáze v tis. CZK.....	109
Tabulka 72: Rentabilita PNIK v %.....	110
Tabulka 73: Výpočet PNIK pro konkurenční společnosti.....	110
Tabulka 74: Rentabilita investovaného kapitálu konkurenčních společností v %	111
Tabulka 75: Rentabilita investovaného kapitálu odvětví v %	112
Tabulka 76: Výpočet pokračující hodnoty v tis. CZK.....	112

Tabulka 77: Výpočet výsledné hodnoty podniku DCF Equity v tis. CZK.....	113
Tabulka 78: Ocenění pomocí odvětvových násobitelů v tis. CZK.....	114
Tabulka 79: Finanční ukazatele srovnatelných podniků v %	116
Tabulka 80: Násobitele srovnatelných podniků	116
Tabulka 81: Hodnota vztahových veličin oceňované Společnosti v tis. CZK	117
Tabulka 82: Výpočet hodnoty Společnosti na základě srovnatelných podniků v tis. CZK	117

Seznam grafů

Graf 1: Struktura krátkodobých pohledávek v tis. CZK.....	9
Graf 2: Struktura pohledávek z obchodních vztahů v tis. CZK.....	9
Graf 3: Trend výsledku hospodaření, přidané hodnoty a obchodní marže Společnosti v tis. CZK.....	15
Graf 4: Rentabilita vlastního kapitálu Společnosti a blízké konkurence v % ..	19
Graf 5: Rentabilita celkového kapitálu Společnosti a blízké konkurence v %.	20
Graf 6: EBITDA marže Společnosti a jeho blízké konkurence v %	21
Graf 7: Zisková marže Společnosti a blízké konkurence v %	23
Graf 8: Běžná likvidita Společnosti a blízké konkurence.....	26
Graf 9: Pohotová likvidita Společnosti a blízké konkurence.....	27
Graf 10: Okamžitá likvidita Společnosti a blízké konkurence	28
Graf 11: Doba obratu aktiv Společnosti a blízké konkurence ve dnech.....	30
Graf 12: Doba obratu zásob Společnosti a blízké konkurence ve dnech.....	31
Graf 13: Přidaná hodnota na zaměstnance v tis. CZK.....	34
Graf 14: Přidaná hodnota v tis. CZK.....	49
Graf 15: Tržní podíly Dr. Oetker a jeho blízké konkurence v %	57
Graf 16: Průměrné měsíční mzdové náklady za roky 2015–2017 v CZK.....	65
Graf 17: Variantní prognóza celkových tržeb společnosti Dr. Oetker v tis. CZK	71
Graf 18: Ocenění pomocí jednotlivých metod v tis. CZK.....	118

Přílohy

Příloha 1: Rozvaha společnosti Dr. Oetker v tis. CZK

tis. CZK	2013	2014	2015	2016	2017
Aktiva celkem	454 225	458 142	461 819	477 514	448 084
Dlouhodobý majetek	97 792	110 322	115 609	123 511	120 588
<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	<i>7 122</i>	<i>1 367</i>	<i>386</i>	<i>202</i>	<i>124</i>
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	64
Software	266	427	386	202	60
Ocenitelná práva	6 856	0	0	0	0
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	940	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	90 670	108 955	115 223	123 309	120 464
Pozemky	2 453	2 453	2 453	2 453	2 453
Stavby	61 372	59 575	70 833	81 117	79 251
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	22 031	36 255	41 937	39 710	35 101
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	4 814	10 672	0	29	3 659
Oběžná aktiva	355 620	346 715	344 152	353 212	326 552
<i>Zásoby</i>	<i>71 200</i>	<i>68 754</i>	<i>75 335</i>	<i>102 303</i>	<i>93 465</i>
Materiál	26 194	25 164	30 513	33 925	30 971
Nedokončená výroba a polotovary	369	261	252	215	253
Výrobky	15 139	16 155	19 327	27 401	27 884
Zboží	29 498	27 174	25 243	40 762	34 357
Dlouhodobé pohledávky	482	0	0	0	0
Jiné pohledávky	11	0	0	0	0
Odložená daňová pohledávka	471	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	235 846	223 814	155 678	182 756	184 606
Pohledávky z obchodních vztahů (krátk.)	131 624	128 756	110 200	127 704	118 282
Pohled.za společníky, členy druž. a za účastníky sdruž.	99 000	85 162	40 259	54 378	65 000
Stát – daňové pohledávky	4 949	9 732	4 932	0	471
Ostatní poskytnuté zálohy	57	12	12	351	416
Dohadné účty aktivní (krátk.)	216	152	45	126	188
Jiné pohledávky	0	0	230	197	249
Krátkodobý finanční majetek	48 092	54 147	113 139	68 153	48 481
Peníze	71	81	83	91	37
Účty v bankách	48 021	54 066	113 056	68 062	48 444
Časové rozlišení	813	1 105	2 058	791	944
Náklady příštích období	813	957	2 027	768	944
Příjmy příštích období	0	148	31	23	0

tis. CZK	2013	2014	2015	2016	2017
Pasiva celkem	454 225	458 142	461 819	477 514	448 084
Vlastní kapitál	327 045	333 416	325 409	341 813	330 654
Základní kapitál	229 441	229 441	229 441	229 441	229 441
Základní kapitál	229 441	229 441	229 441	229 441	229 441
Kapitálové fondy	10 660	10 660	10 660	10 660	10 660
Ostatní kapitálové fondy	10 660	10 660	10 660	10 660	10 660
<i>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</i>	<i>19 454</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	19 454	0	0	0	0
Výsledek hospodaření minulých let	0	19 454	0	0	0
Nerozdělený zisk minulých let	0	19 454	0	0	0
Výsledek hospodaření běžného účetního období	67 490	73 861	85 308	101 712	90 553
Cizí zdroje	126 780	124 395	136 073	135 695	117 424
Rezervy	8 090	8 633	18 931	15 824	13 046
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	2 494	2 606	5 018	2 106	3 578
Rezerva na daň z příjmu	0	0	5 345	5 415	0
Ostatní rezervy	5 596	6 027	8 568	8 303	9 468
Dlouhodobé závazky	0	2 303	2 230	3 494	3 433
Odložený daňový závazek	0	2 303	2 230	3 494	3 433
Krátkodobé závazky	118 690	113 459	114 912	116 377	100 945
Závazky z obchodních vztahů (krátk.)	87 013	85 530	75 218	70 750	56 466
Závazky k zaměstnancům	5 976	6 796	6 499	6 984	6 163
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	3 366	3 785	3 619	4 023	3 244
Stát – daňové závazky a dotace	1 394	1 618	1 567	4 328	7 102
Dohadné účty pasivní (krátk.)	20 856	15 683	27 771	29 419	27 905
Jiné závazky	85	47	238	873	65
Časové rozlišení	400	331	337	6	6
Výnosy příštích období	400	331	337	6	6

Zdroj: Databáze Albertina

Příloha 2: Výkaz zisku a ztrát společnosti Dr. Oetker v tis. CZK

tis. CZK	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby za prodej zboží, vlastních výrobků a služeb	903 015	1 000 542	978 286	1 002 259	984 452
Tržby za prodej zboží	546 032	618 507	615 157	660 508	667 186
Náklady vynaložené na prodané zboží	357 234	424 536	386 115	401 340	427 524
Obchodní marže	188 798	193 971	229 042	259 168	239 662
<i>Výkony</i>	356 106	382 466	367 285	349 621	317 606
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	356 983	382 035	363 129	341 751	317 266
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-877	431	4 156	7 870	340
<i>Výkonová spotřeba</i>	360 936	382 173	382 403	377 786	330 309
Spotřeba materiálu a energie	180 506	190 268	182 371	179 554	162 284
Služby	180 430	191 905	200 032	198 232	168 025
Přidaná hodnota	183 968	194 264	213 924	231 003	226 959
<i>Osobní náklady</i>	103 422	110 194	113 500	119 047	123 690
Mzdové náklady	75 579	81 140	83 445	87 580	91 075
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	26 023	27 676	28 361	29 775	30 719
Sociální náklady	1 820	1 378	1 694	1 692	1 896
Daně a poplatky	119	154	239	118	213
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	13 771	12 208	7 908	8 286	9 384
<i>Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu</i>	1 981	3 227	2 093	6 986	6 443
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	62	20	0	3	0
Tržby z prodeje materiálu	1 919	3 207	2 093	6 983	6 443
<i>Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu</i>	2 825	2 986	1 807	8 804	7 652
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	73	0	0	0	0
Prodaný materiál	2 752	2 986	1 807	8 804	7 652
<i>ZS rezerv, opr.pol. v prov.ob., kompl. nákladů p.o</i>	-1 011	-1 425	8 376	-3 176	2 637
Ostatní provozní výnosy	24 758	23 355	25 235	25 882	22 976
Ostatní provozní náklady	5 519	2 571	2 406	1 379	833
Provozní výsledek hospodaření	86 062	94 158	107 016	129 413	111 969
Výnosové úroky	209	214	331	159	50
Ostatní finanční výnosy	3 942	1 283	3 518	2 796	4 142
Ostatní finanční náklady	5 903	3 745	5 029	5 906	3 609
Finanční výsledek hospodaření	-1 752	-2 248	-1 180	-2 951	583
Daň z příjmů za běžnou činnost	16 820	18 049	20 528	24 750	21 999
Daň z příjmů za běžnou činnost – splatná	15 503	15 275	20 601	23 486	22 060

tis. CZK	2013	2014	2015	2016	2017
Daň z příjmů za běžnou činnost – odložená	1 317	2 774	-73	1 264	-61
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	67 490	73 861	85 308	101 712	90 553
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	67 490	73 861	85 308	101 712	90 553
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	84 310	91 910	105 836	126 462	112 552

Zdroj: Databáze Albertina

Příloha 3: Výkaz Cash flow společnosti Dr. Oetker v tis. CZK

tis. CZK	2015	2016	2017
Stav peněžních prostředků na začátku účetního období	54 147	113 139	68 153
Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	105 836	126 462	112 552
Úpravy o nepeněžní operace	14 308	4 541	12 436
Odpisy stálých aktiv	7 908	8 682	9 490
Změna stavu opravných položek	3 423	-396	-106
Změna stavu rezerv	3 308	-3 176	2 637
Zisk/Ztráta z prodeje stálých aktiv	0	-3	0
Nákladové úroky	-331	-159	-50
Úpravy o ostatní nepeněžní operace	0	-407	465
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a změnami PK	120 144	131 003	124 988
Změna stavu nepeněžních složek PK	60 372	-50 251	-8 491
Změna stavu pohledávek z provozní činnosti, ČRA a dohadných účtů aktivních	67 183	-25 811	-1 816
Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti, ČRP a dohadných účtů pasivních	1 386	1 540	-15 432
Změna stavu zásob	-6 581	-25 980	8 757
Případné úpravy o ostatní nepeněžní operace	-1 616		
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním	180 516	80 752	116 497
Přijaté úroky	331	159	50
Zaplacená DzP a doměrky daně za minulá období	-15 345	-23 416	-27 940
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	165 502	57 495	88 607
Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-13 195	-17 176	-6 567
Příjmy z prodeje stálých aktiv	0	3	0
Čistý peněžní tok z investiční činnosti	-13 195	-17 173	-6 567
Dopady změn VK na peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty	-93 315	-85 308	-101 712
Vyplacení podílu na VK společníkům	-93 315	-85 308	-101 712
Čistý peněžní tok z finanční činnosti	-93 315	-85 308	-101 712
Čisté zvýšení nebo snížení peněžních prostředků	58 992	-44 986	-19 672
Stav peněžních prostředků na konci účetního období	113 139	68 153	48 481

Zdroj: Finanční výkazy Společnosti

Příloha 4: Vertikální analýza rozvahy společnosti Dr. Oetker v %

%	2013	2014	2015	2016	2017
Aktiva celkem	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Dlouhodobý majetek	21,53 %	24,08 %	25,03 %	25,87 %	26,91 %
<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	<i>1,57 %</i>	<i>0,30 %</i>	<i>0,08 %</i>	<i>0,04 %</i>	<i>0,03 %</i>
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje -	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,01 %
Software	0,06 %	0,09 %	0,08 %	0,04 %	0,01 %
Ocenitelná práva	1,51 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0,00 %	0,21 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>19,96 %</i>	<i>23,78 %</i>	<i>24,95 %</i>	<i>25,82 %</i>	<i>26,88 %</i>
Pozemky	0,54 %	0,54 %	0,53 %	0,51 %	0,55 %
Stavby	13,51 %	13,00 %	15,34 %	16,99 %	17,69 %
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	4,85 %	7,91 %	9,08 %	8,32 %	7,83 %
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	1,06 %	2,33 %	0,00 %	0,01 %	0,82 %
Oběžná aktiva	78,29 %	75,68 %	74,52 %	73,97 %	72,88 %
<i>Zásoby</i>	<i>15,68 %</i>	<i>15,01 %</i>	<i>16,31 %</i>	<i>21,42 %</i>	<i>20,86 %</i>
Materiál	5,77 %	5,49 %	6,61 %	7,10 %	6,91 %
Nedokončená výroba a polotovary	0,08 %	0,06 %	0,05 %	0,05 %	0,06 %
Výrobky	3,33 %	3,53 %	4,18 %	5,74 %	6,22 %
Zboží	6,49 %	5,93 %	5,47 %	8,54 %	7,67 %
<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	<i>0,11 %</i>	<i>0,00 %</i>	<i>0,00 %</i>	<i>0,00 %</i>	<i>0,00 %</i>
Jiné pohledávky	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Odložená daňová pohledávka	0,10 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
<i>Krátkodobé pohledávky</i>	<i>51,92 %</i>	<i>48,85 %</i>	<i>33,71 %</i>	<i>38,27 %</i>	<i>41,20 %</i>
Pohledávky z obchodních vztahů (krátk.)	28,98 %	28,10 %	23,86 %	26,74 %	26,40 %
Pohled.za společníky, členy druž. a za účastníky sdruž.(krátk.)	21,80 %	18,59 %	8,72 %	11,39 %	14,51 %
Stát – daňové pohledávky	1,09 %	2,12 %	1,07 %	0,00 %	0,11 %
Ostatní poskytnuté zálohy	0,01 %	0,00 %	0,00 %	0,07 %	0,09 %
Dohadné účty aktivní (krátk.)	0,05 %	0,03 %	0,01 %	0,03 %	0,04 %
Jiné pohledávky	0,00 %	0,00 %	0,05 %	0,04 %	0,06 %
<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	<i>10,59 %</i>	<i>11,82 %</i>	<i>24,50 %</i>	<i>14,27 %</i>	<i>10,82 %</i>
Peníze	0,02 %	0,02 %	0,02 %	0,02 %	0,01 %
Účty v bankách	10,57 %	11,80 %	24,48 %	14,25 %	10,81 %
Časové rozlišení	0,18 %	0,24 %	0,45 %	0,17 %	0,21 %
Náklady příštích období	0,18 %	0,21 %	0,44 %	0,16 %	0,21 %
Příjmy příštích období	0,00 %	0,03 %	0,01 %	0,00 %	0,00 %

%	2013	2014	2015	2016	2017
Pasiva celkem	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Vlastní kapitál	72,00 %	72,78 %	70,46 %	71,58 %	73,79 %
Základní kapitál	50,51 %	50,08 %	49,68 %	48,05 %	51,20 %
Základní kapitál	50,51 %	50,08 %	49,68 %	48,05 %	51,20 %
Kapitálové fondy	2,35 %	2,33 %	2,31 %	2,23 %	2,38 %
Ostatní kapitálové fondy	2,35 %	2,33 %	2,31 %	2,23 %	2,38 %
<i>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</i>	<i>4,28 %</i>	<i>0,00 %</i>	<i>0,00 %</i>	<i>0,00 %</i>	<i>0,00 %</i>
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	4,28 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Výsledek hospodaření minulých let	0,00 %	4,25 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Nerozdělený zisk minulých let	0,00 %	4,25 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Výsledek hospodaření běžného účetního období	14,86 %	16,12 %	18,47 %	21,30 %	20,21 %
Cizí zdroje	27,91 %	27,15 %	29,46 %	28,42 %	26,21 %
Rezervy	1,78 %	1,88 %	4,10 %	3,31 %	2,91 %
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	0,55 %	0,57 %	1,09 %	0,44 %	0,80 %
Rezerva na daň z příjmu	0,00 %	0,00 %	1,16 %	1,13 %	0,00 %
Ostatní rezervy	1,23 %	1,32 %	1,86 %	1,74 %	2,11 %
Dlouhodobé závazky	0,00 %	0,50 %	0,48 %	0,73 %	0,77 %
Odložený daňový závazek	0,00 %	0,50 %	0,48 %	0,73 %	0,77 %
Krátkodobé závazky	26,13 %	24,77 %	24,88 %	24,37 %	22,53 %
Závazky z obchodních vztahů (krátk.)	19,16 %	18,67 %	16,29 %	14,82 %	12,60 %
Závazky k zaměstnancům	1,32 %	1,48 %	1,41 %	1,46 %	1,38 %
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	0,74 %	0,83 %	0,78 %	0,84 %	0,72 %
Stát – daňové závazky a dotace	0,31 %	0,35 %	0,34 %	0,91 %	1,58 %
Dohadné účty pasivní (krátk.)	4,59 %	3,42 %	6,01 %	6,16 %	6,23 %
Jiné závazky	0,02 %	0,01 %	0,05 %	0,18 %	0,01 %
Časové rozlišení	0,09 %	0,07 %	0,07 %	0,00 %	0,00 %
Výnosy příštích období	0,09 %	0,07 %	0,07 %	0,00 %	0,00 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě finančních výkazů Společnosti

Příloha 5: Vertikální analýza výkazu zisku a ztrát společnosti Dr. Oetker v %

%	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby za prodej zboží, vlastních výrobků a služeb	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Tržby za prodej zboží	60,47 %	61,82 %	62,88 %	65,90 %	67,77 %
Náklady vynaložené na prodané zboží	39,56 %	42,43 %	39,47 %	40,04 %	43,43 %
Obchodní marže	20,91 %	19,39 %	23,41 %	25,86 %	24,34 %
<i>Výkony</i>	39,44 %	38,23 %	37,54 %	34,88 %	32,26 %
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	39,53 %	38,18 %	37,12 %	34,10 %	32,23 %
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-0,10 %	0,04 %	0,42 %	0,79 %	0,03 %
<i>Výkonová spotřeba</i>	39,97 %	38,20 %	39,09 %	37,69 %	33,55 %
Spotřeba materiálu a energie	19,99 %	19,02 %	18,64 %	17,91 %	16,48 %
Služby	19,98 %	19,18 %	20,45 %	19,78 %	17,07 %
Přidaná hodnota	20,37 %	19,42 %	21,87 %	23,05 %	23,05 %
<i>Osobní náklady</i>	11,45 %	11,01 %	11,60 %	11,88 %	12,56 %
Mzdové náklady	8,37 %	8,11 %	8,53 %	8,74 %	9,25 %
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	2,88 %	2,77 %	2,90 %	2,97 %	3,12 %
Sociální náklady	0,20 %	0,14 %	0,17 %	0,17 %	0,19 %
Daně a poplatky	0,01 %	0,02 %	0,02 %	0,01 %	0,02 %
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	1,53 %	1,22 %	0,81 %	0,83 %	0,95 %
Tržby z prodeje DM a materiálu	0,22 %	0,32 %	0,21 %	0,70 %	0,65 %
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0,01 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Tržby z prodeje materiálu	0,21 %	0,32 %	0,21 %	0,70 %	0,65 %
ZC prodaného DM a materiálu	0,31 %	0,30 %	0,18 %	0,88 %	0,78 %
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0,01 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Prodaný materiál	0,30 %	0,30 %	0,18 %	0,88 %	0,78 %
ZS rezerv, opr. pol. v prov. ob., kompl. nákladů příšt. obd	-0,11 %	-0,14 %	0,86 %	-0,32 %	0,27 %
Ostatní provozní výnosy	2,74 %	2,33 %	2,58 %	2,58 %	2,33 %
Ostatní provozní náklady	0,61 %	0,26 %	0,25 %	0,14 %	0,08 %
Provozní výsledek hospodaření	9,53 %	9,41 %	10,94 %	12,91 %	11,37 %
Výnosové úroky	0,02 %	0,02 %	0,03 %	0,02 %	0,01 %
Ostatní finanční výnosy	0,44 %	0,13 %	0,36 %	0,28 %	0,42 %
Ostatní finanční náklady	0,65 %	0,37 %	0,51 %	0,59 %	0,37 %
Finanční výsledek hospodaření	-0,19 %	-0,22 %	-0,12 %	-0,29 %	0,06 %
Daň z příjmů za běžnou činnost	1,86 %	1,80 %	2,10 %	2,47 %	2,23 %
Daň z příjmů – splatná	1,72 %	1,53 %	2,11 %	2,34 %	2,24 %
Daň z příjmů – odložená	0,15 %	0,28 %	-0,01 %	0,13 %	-0,01 %
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	7,47 %	7,38 %	8,72 %	10,15 %	9,20 %
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	7,47 %	7,38 %	8,72 %	10,15 %	9,20 %
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	9,34 %	9,19 %	10,82 %	12,62 %	11,43 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě finančních výkazů Společnosti

Příloha 6: Horizontální analýza rozvahy společnosti Dr. Oetker v %

%	2014	2015	2016	2017
Aktiva celkem	0,86 %	0,80 %	3,40 %	-6,16 %
Dlouhodobý majetek	12,81 %	4,79 %	6,84 %	-2,37 %
<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	-80,81 %	-71,76 %	-47,67 %	-38,61 %
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje -		-	-	-
Software	60,53 %	-9,60 %	-47,67 %	-70,30 %
Ocenitelná práva	-100,00 %	-	-	-
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek		-100,00 %	-	-
<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	20,17 %	5,75 %	7,02 %	-2,31 %
Pozemky	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Stavby	-2,93 %	18,90 %	14,52 %	-2,30 %
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	64,56 %	15,67 %	-5,31 %	-11,61 %
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	121,69 %	-100,00 %	-	12517,24 %
Oběžná aktiva	-2,50 %	-0,74 %	2,63 %	-7,55 %
<i>Zásoby</i>	-3,44 %	9,57 %	35,80 %	-8,64 %
Materiál	-3,93 %	21,26 %	11,18 %	-8,71 %
Nedokončená výroba a polotovary	-29,27 %	-3,45 %	-14,68 %	17,67 %
Výrobky	6,71 %	19,63 %	41,78 %	1,76 %
Zboží	-7,88 %	-7,11 %	61,48 %	-15,71 %
<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	-100,00 %	-	-	-
Jiné pohledávky	-100,00 %	-	-	-
Odložená daňová pohledávka	-100,00 %	-	-	-
<i>Krátkodobé pohledávky</i>	-5,10 %	-30,44 %	17,39 %	1,01 %
Pohledávky z obchodních vztahů (krátk.)	-2,18 %	-14,41 %	15,88 %	-7,38 %
Pohled.za společníky, členy druž. a za účastníky sdruž.(krátk.)	-13,98 %	-52,73 %	35,07 %	19,53 %
Stát – daňové pohledávky	96,65 %	-49,32 %	-100,00 %	-
Ostatní poskytnuté zálohy	-78,95 %	0,00 %	2825,00 %	18,52 %
Dohadné účty aktivní (krátk.)	-29,63 %	-70,39 %	180,00 %	49,21 %
Jiné pohledávky		-	-14,35 %	26,40 %
<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	12,59 %	108,95 %	-39,76 %	-28,86 %
Peníze	14,08 %	2,47 %	9,64 %	-59,34 %
Účty v bankách	12,59 %	109,11 %	-39,80 %	-28,82 %
Časové rozlišení	35,92 %	86,24 %	-61,56 %	19,34 %
Náklady příštích období	17,71 %	111,81 %	-62,11 %	22,92 %
Příjmy příštích období		-79,05 %	-25,81 %	-100,00 %

%	2014	2015	2016	2017
Pasiva celkem	0,86 %	0,80 %	3,40 %	-6,16 %
Vlastní kapitál	1,95 %	-2,40 %	5,04 %	-3,26 %
<i>Základní kapitál</i>	<i>0,00 %</i>	<i>0,00 %</i>	<i>0,00 %</i>	<i>0,00 %</i>
Základní kapitál	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
<i>Kapitálové fondy</i>	<i>0,00 %</i>	<i>0,00 %</i>	<i>0,00 %</i>	<i>0,00 %</i>
Ostatní kapitálové fondy	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
<i>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</i>	<i>-100,00 %</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	-100,00 %	-	-	-
<i>Výsledek hospodaření minulých let</i>	<i>-</i>	<i>-100,00 %</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
Nerozdělený zisk minulých let	-	-100,00 %	-	-
<i>Výsledek hospodaření běžného účetního období</i>	<i>9,44 %</i>	<i>15,50 %</i>	<i>19,23 %</i>	<i>-10,97 %</i>
Cizí zdroje	-1,88 %	9,39 %	-0,28 %	-13,46 %
<i>Rezervy</i>	<i>6,71 %</i>	<i>119,29 %</i>	<i>-16,41 %</i>	<i>-17,56 %</i>
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	4,49 %	92,56 %	-58,03 %	69,90 %
Rezerva na daň z příjmu	-	-	1,31 %	-100,00 %
Ostatní rezervy	7,70 %	42,16 %	-3,09 %	14,03 %
<i>Dlouhodobé závazky</i>	<i>-</i>	<i>-3,17 %</i>	<i>56,68 %</i>	<i>-1,75 %</i>
Odložený daňový závazek	-	-3,17 %	56,68 %	-1,75 %
<i>Krátkodobé závazky</i>	<i>-4,41 %</i>	<i>1,28 %</i>	<i>1,27 %</i>	<i>-13,26 %</i>
Závazky z obchodních vztahů (krátk.)	-1,70 %	-12,06 %	-5,94 %	-20,19 %
Závazky k zaměstnancům	13,72 %	-4,37 %	7,46 %	-11,76 %
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	12,45 %	-4,39 %	11,16 %	-19,36 %
Stát – daňové závazky a dotace	16,07 %	-3,15 %	176,20 %	64,09 %
Dohadné účty pasivní (krátk.)	-24,80 %	77,08 %	5,93 %	-5,15 %
Jiné závazky	-44,71 %	406,38 %	266,81 %	-92,55 %
Časové rozlišení	-17,25 %	1,81 %	-98,22 %	0,00 %
Výnosy příštích období	-17,25 %	1,81 %	-98,22 %	0,00 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě finančních výkazů Společnosti

Příloha 7: Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát společnosti Dr. Oetker v %

%	2014	2015	2016	2017
Tržby za prodej zboží, vlastních výrobků a služeb	10,80 %	-2,22 %	2,45 %	-1,78 %
Tržby za prodej zboží	13,27 %	-0,54 %	7,37 %	1,01 %
Náklady vynaložené na prodané zboží	18,84 %	-9,05 %	3,94 %	6,52 %
Obchodní marže	2,74 %	18,08 %	13,15 %	-7,53 %
<i>Výkony</i>	7,40 %	-3,97 %	-4,81 %	-9,16 %
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	7,02 %	-4,95 %	-5,89 %	-7,16 %
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-149,14 %	864,27 %	89,36 %	-95,68 %
<i>Výkonová spotřeba</i>	5,88 %	0,06 %	-1,21 %	-12,57 %
Spotřeba materiálu a energie	5,41 %	-4,15 %	-1,54 %	-9,62 %
Služby	6,36 %	4,23 %	-0,90 %	-15,24 %
Přidaná hodnota	5,60 %	10,12 %	7,98 %	-1,75 %
<i>Osobní náklady</i>	6,55 %	3,00 %	4,89 %	3,90 %
Mzdové náklady	7,36 %	2,84 %	4,96 %	3,99 %
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	6,35 %	2,48 %	4,99 %	3,17 %
Sociální náklady	-24,29 %	22,93 %	-0,12 %	12,06 %
Daně a poplatky	29,41 %	55,19 %	-50,63 %	80,51 %
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	-11,35 %	-35,22 %	4,78 %	13,25 %
<i>Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu</i>	62,90 %	-35,14 %	233,78 %	-7,77 %
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	-67,74 %	-100,00 %	-	-100,00 %
Tržby z prodeje materiálu	67,12 %	-34,74 %	233,64 %	-7,73 %
<i>Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu</i>	5,70 %	-39,48 %	387,22 %	-13,08 %
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	-100,00 %	-	-	-
Prodaný materiál	8,50 %	-39,48 %	387,22 %	-13,08 %
<i>Změna stavu rezerv, opr. pol. v prov. ob., kompl. nákladů příšt. obd</i>	40,95 %	-687,79 %	-137,92 %	-183,03 %
Ostatní provozní výnosy	-5,67 %	8,05 %	2,56 %	-11,23 %
Ostatní provozní náklady	-53,42 %	-6,42 %	-42,68 %	-39,59 %
Provozní výsledek hospodaření	9,41 %	13,66 %	20,93 %	-13,48 %
Výnosové úroky	2,39 %	54,67 %	-51,96 %	-68,55 %
Ostatní finanční výnosy	-67,45 %	174,20 %	-20,52 %	48,14 %
Ostatní finanční náklady	-36,56 %	34,29 %	17,44 %	-38,89 %
Finanční výsledek hospodaření	28,31 %	-47,51 %	150,08 %	-119,76 %
Daň z příjmů za běžnou činnost	7,31 %	13,73 %	20,57 %	-11,12 %
Daň z příjmů za běžnou činnost – splatná	-1,47 %	34,87 %	14,00 %	-6,07 %
Daň z příjmů za běžnou činnost – odložená	110,63 %	-102,63 %	-1831,51 %	-104,83 %
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	9,44 %	15,50 %	19,23 %	-10,97 %
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	9,44 %	15,50 %	19,23 %	-10,97 %
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	9,01 %	15,15 %	19,49 %	-11,00 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě finančních výkazů Společnosti

Příloha 8: Finanční plán rozvahy – stagnující varianta v tis. CZK

tis. CZK	2018	2019	2020	2021
Aktiva celkem	457 230	465 770	474 524	482 365
Dlouhodobý majetek	123 448	126 112	129 415	132 767
<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	<i>518</i>	<i>367</i>	<i>215</i>	<i>518</i>
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje -	64	64	64	64
Software	454	303	151	454
Ocenitelná práva	0	0	0	0
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0
<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>122 929</i>	<i>125 745</i>	<i>129 199</i>	<i>132 249</i>
Pozemky	2 453	2 453	2 453	2 453
Stavby	85 212	87 338	89 288	91 063
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	35 264	35 954	37 458	38 733
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0
Oběžná aktiva	332 839	338 715	344 165	348 654
<i>Zásoby</i>	<i>96 524</i>	<i>99 536</i>	<i>102 236</i>	<i>104 257</i>
Materiál	31 953	32 951	33 894	34 663
Nedokončená výroba a polotovary	249	256	262	268
Výrobky	28 772	29 685	30 549	31 093
Zboží	35 550	36 644	37 531	38 234
<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Jiné pohledávky	0	0	0	0
Odložená daňová pohledávka	0	0	0	0
<i>Krátkodobé pohledávky</i>	<i>187 833</i>	<i>190 698</i>	<i>193 448</i>	<i>195 916</i>
Pohledávky z obchodních vztahů (krátk.)	120 621	123 426	126 122	128 537
Pohled.za společníky, členy druž. a za účastníky sdruž.(krát.)	65 000	65 000	65 000	65 000
Stát – daňové pohledávky	1 383	1 420	1 455	1 488
Ostatní poskytnuté zálohy	415	426	436	446
Dohadné účty aktivní (krátk.)	193	198	203	207
Jiné pohledávky	221	227	233	238
<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	<i>48 481</i>	<i>48 481</i>	<i>48 481</i>	<i>48 481</i>
Peníze – provozní výše	21 714	22 528	23 486	24 429
Peníze – neprovozní výše	26 767	25 953	24 995	24 052
Časové rozlišení	944	944	944	944
Náklady příštích období	944	944	944	944
Příjmy příštích období	0	0	0	0

tis. CZK	2018	2019	2020	2021
Pasiva celkem	457 230	465 770	474 524	482 365
Vlastní kapitál	332 173	336 643	340 608	343 736
Základní kapitál	229 441	229 441	229 441	229 441
Základní kapitál	229 441	229 441	229 441	229 441
Kapitálové fondy	10 660	10 660	10 660	10 660
Ostatní kapitálové fondy	10 660	10 660	10 660	10 660
<i>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	0	0	0	0
Výsledek hospodaření minulých let	4 157	5 639	7 169	8 717
Nerozdělený zisk minulých let	4 157	5 639	7 169	8 717
Výsledek hospodaření běžného účetního období	87 915	90 903	93 338	94 918
Cizí zdroje	125 051	129 121	133 909	138 623
Rezervy	13 046	13 046	13 046	13 046
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	3 578	3 578	3 578	3 578
Rezerva na daň z příjmu	0	0	0	0
Ostatní rezervy	9 468	9 468	9 468	9 468
Dlouhodobé závazky	3 433	3 433	3 433	3 433
Odložený daňový závazek	3 433	3 433	3 433	3 433
Krátkodobé závazky	108 572	112 642	117 430	122 144
Závazky z obchodních vztahů (krátk.)	60 864	63 346	66 625	69 921
Závazky k zaměstnancům	6 640	6 931	7 215	7 438
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	4 763	5 086	5 410	5 737
Stát – daňové závazky a dotace	7 285	7 480	7 661	7 835
Dohadné účty pasivní (krátk.)	28 966	29 742	30 461	31 152
Jiné závazky	55	57	58	60
Časové rozlišení	6	6	6	6
Výnosy příštích období	6	6	6	6

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 9: Finanční plán výkazu zisku a ztráty – stagnující varianta v tis. CZK

tis. CZK	2018	2019	2020	2021
Tržby za prodej zboží, vlastních výrobků a služeb	1 009 785	1 036 834	1 061 925	1 086 015
Tržby za prodej zboží	722 759	750 810	777 464	800 687
Náklady vynaložené na prodané zboží	441 882	454 859	467 035	478 281
Obchodní marže	245 075	269 784	285 021	292 247
<i>Výkony</i>	<i>323 712</i>	<i>313 110</i>	<i>310 740</i>	<i>316 037</i>
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	324 611	331 087	338 996	348 475
Změna stavu zásob vlastní činnosti	884	919	870	550
<i>Výkonová spotřeba</i>	<i>338 480</i>	<i>346 821</i>	<i>353 940</i>	<i>361 100</i>
Spotřeba materiálu a energie	165 280	169 353	172 829	176 325
Služby	173 200	177 468	181 111	184 775
Přidaná hodnota	230 307	236 073	241 821	247 184
<i>Osobní náklady</i>	<i>127 233</i>	<i>130 848</i>	<i>134 334</i>	<i>137 493</i>
Mzdové náklady	93 809	96 426	98 971	101 325
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	31 606	32 557	33 451	34 209
Sociální náklady	1 818	1 866	1 911	1 958
Daně a poplatky	218	224	230	235
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	9 406	9 614	9 909	10 781
<i>Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Změna stavu rezerv, opr. pol. v prov.ob., kompl.nákladů příšt.obd</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Ostatní provozní výnosy	14 339	16 071	17 097	17 702
Ostatní provozní náklady	0	0	0	0
Výnosové úroky	202	207	212	217
Ostatní finanční výnosy	4 249	4 362	4 468	4 569
Ostatní finanční náklady	3 702	3 801	3 893	3 981
KPVH po odpisech	108 537	112 226	115 232	117 183
Daň z příjmů za běžnou činnost	20 622	21 323	21 894	22 265
Daň z příjmů za běžnou činnost – splatná	20 622	21 323	21 894	22 265
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	87 915	90 903	93 338	94 918
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	87 915	90 903	93 338	94 918

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 10: Finanční plán výkazu Cash flow – stagnující varianta v tis. CZK

tis. CZK	2018	2019	2020	2021
Stav peněz na začátku roku	48 481	48 481	48 481	48 481
CF z hlavního provozu				
KPVH	108 537	112 226	115 232	117 183
Daň připadající na KPVH	20 622	21 323	21 894	22 265
KPVH po dani	87 915	90 903	93 338	94 918
Odpisy DM provozně nutného	9406	9614	9909	10781
Změna zůstatku rezerv	0	0	0	0
Změna stavu pohledávek	-3 227	-2 864	-2 751	-2 467
Změna stavu kr. neúroč. Závazků	7 627	4 070	4 788	4 714
Změna stavu zásob	-3 059	-3 012	-2 700	-2 022
Provozní CF	98 662	98 711	102 585	105 923
Investiční činnost				
Nabytí DM provozně nutného	-12 266	-12 278	-13 212	-14 133
CF provozně nutného majetku celkem	86 396	86 433	89 373	91 790
CF z neprovozního majetku				
Změna stavu pohledávek ve skupině	0	0	0	0
CF z nenutného majetku celkem	0	0	0	0
Náklady na cizí kapitál, daň, financování				
Diference mezi celkovou daní a daní za KPVH	0	0	0	0
Pořízení nových úvěrů	0	0	0	0
Splátky úvěrů	0	0	0	0
Externí změny vlastního kapitálu	0	0	0	0
Výše výsledku hospodaření minulého roku	90 553	87 915	90 903	93 338
Výplata podílů na zisku vlastníkům	-86 396	-86 433	-89 373	-91 790
CF z finanční činnosti	-86 396	-86 433	-89 373	-91 790
Celkové CF	0	0	0	0
Konečný stav peněz	48 481	48 481	48 481	48 481
Rozdíl mezi VH minulého roku a CF z provozně nutného majetku	4 157	1 482	1 530	1 548

Zdroj: Vlastní zpracování

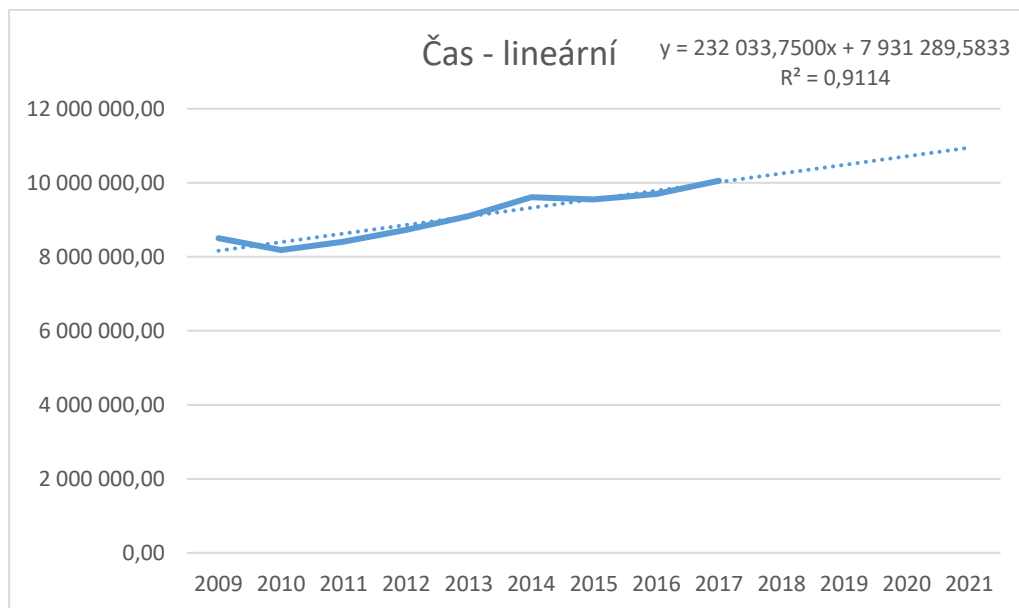
Příloha 11: Ocenění metodou DCF – stagnující varianta v tis. CZK

tis. CZK	2018	2019	2020	2021
KPVH	108 537	112 226	115 232	117 183
Daň	19 %	19 %	19 %	19 %
KPVH po dani	87 915	90 903	93 338	94 918
Odpisy	9 406	9 614	9 909	10 781
Úpravy o nepeněžní operace (ZS rezerv)	0	0	0	0
(-) Investice do PK	-2 204	-2 620	-1 620	-718
(-) Investice do DM	-12 266	-12 278	-13 212	-14 133
FCFE	82 852	85 619	88 416	90 847
nvk	9,37 %	9,37 %	9,37 %	9,37 %
odúročitel	0,9143	0,8360	0,7644	0,6989
Diskontované FCFE	75 755	71 579	67 585	63 495
SH FCFE = SH 1. fáze	278 414			

Parametry	PH
Tempo růstu (g)	2,15 %
KPVH	96 959
ri	20 %
nvk	9,37 %
Pokračující hodnota	1 198 803
odúročitel	0,6989
SH Pokračující hodnoty	837 874
Parametry	Ocenění
Hodnota 1: fáze	278 414
Pokračující hodnota	837 874
Neprovozní majetek	95 311
Výsledná hodnota podniku	1 211 600

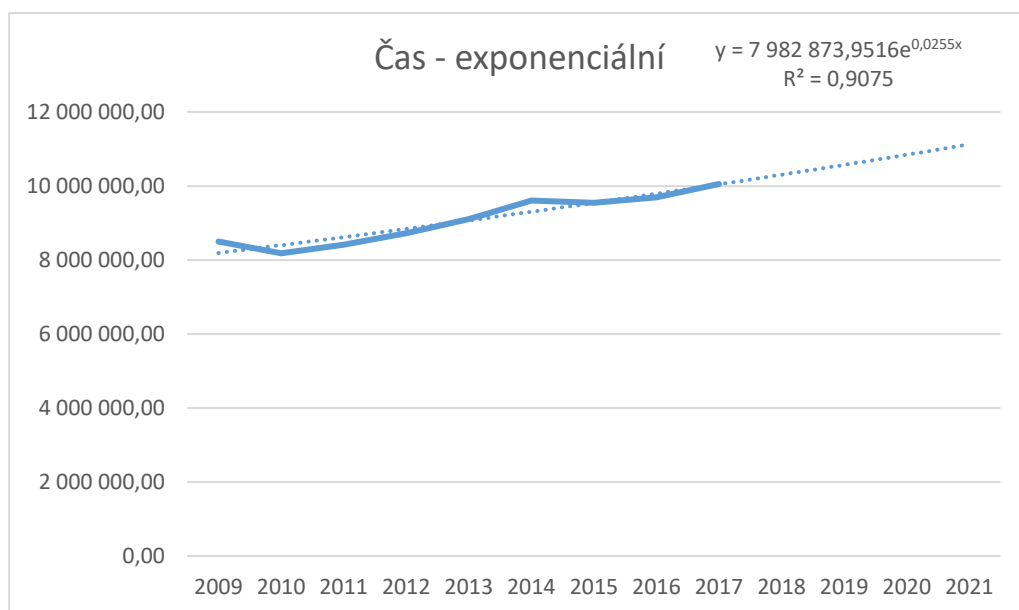
Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 12: Časový trend tržeb – lineární funkce



Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 13: Časový trend tržeb – exponenciální funkce



Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 14: Jednoduchá regresní analýza tržeb – proměnná HDP v b.c.

<i>Regresní statistika</i>	
Násobné R	0,523606
Hodnota spolehlivosti R	0,2741632
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,2183296
Chyba stř. hodnoty	427,67746
Pozorování	15

ANOVA					
	<i>Rozdíl</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Významnost F</i>
Regrese	1	898144,65	898144,65	4,9103626	0,0451554
Rezidua	13	2377804,1	182908,01		
Celkem	14	3275948,8			

	<i>Koeficienty</i>	<i>Chyba stř. hodnoty</i>	<i>t Stat</i>	<i>Hodnota P</i>	<i>Dolní 95 %</i>	<i>Horní 95 %</i>	<i>Dolní 95,0 %</i>	<i>Horní 95,0 %</i>
Hranice	-208,3832	183,14759	-1,137789	0,2757447	-604,0496	187,28307	-604,0496	187,28307
D_HDP bc	0,002253	0,0009265	2,2159338	0,0451554	5,148E-05	0,0040546	5,148E-05	0,0040546

*Zdroj: Vlastní zpracování***Příloha 15: Jednoduchá regresní analýza tržeb – proměnná HDP v s.c.**

<i>Regresní statistika</i>	
Násobné R	0,406544
Hodnota spolehlivosti R	0,165278
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,1010687
Chyba stř. hodnoty	458,63564
Pozorování	15

ANOVA					
	<i>Rozdíl</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Významnost F</i>
Regrese	1	541442,38	541442,38	2,5740481	0,1326374
Rezidua	13	2734506,4	210346,65		
Celkem	14	3275948,8			

	<i>Koeficienty</i>	<i>Chyba stř. hodnoty</i>	<i>t Stat</i>	<i>Hodnota P</i>	<i>Dolní 95 %</i>	<i>Horní 95 %</i>	<i>Dolní 95,0 %</i>	<i>Horní 95,0 %</i>
Hranice	-61,18611	161,66829	-0,378467	0,7111922	-410,4492	288,07698	-410,4492	288,07698
D_HDP sc	0,0016865	0,0010512	1,604384	0,1326374	-0,000584	0,0039575	-0,000584	0,0039575

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 16: Vícenásobná regresní analýza tržeb – proměnná HDP s.c + Inflace

<i>Regresní statistika</i>	
Násobné R	0,407354
Hodnota spolehlivosti R	0,1659373
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,0269269
Chyba stř. hodnoty	477,17455
Pozorování	15

ANOVA					
	<i>Rozdíl</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Významnost F</i>
Regrese	2	543602,15	271801,07	1,1937039	0,3366605
Rezidua	12	2732346,6	227695,55		
Celkem	14	3275948,8			

	<i>Koeficienty</i>	<i>Chyba stř. hodnoty</i>	<i>t Stat</i>	<i>Hodnota P</i>	<i>Dolní 95 %</i>	<i>Horní 95 %</i>	<i>Dolní 95,0 %</i>	<i>Horní 95,0 %</i>
Hranice	-46,5948	225,25137	-0,206857	0,8395901	-537,3754	444,18578	-537,3754	444,18578
D_HDP sc	0,0016963	0,0010983	1,5444996	0,1484193	-0,000697	0,0040893	-0,000697	0,0040893
Inflace	-7,96665	81,799294	-0,097393	0,9240224	-186,192	170,2587	-186,192	170,2587

Zdroj: Vlastní zpracování