

# Kvantifikace výnosnosti vlastního kapitálu Budějovického Budvaru při alternativní finanční struktuře – případová studie <sup>#</sup>

*David Chudomský <sup>\*</sup> – Radana Šmídová <sup>\*\*</sup>*

## Úvod

Tato případová studie se zabývá aktuální a alternativní finanční strukturou společnosti Budějovický Budvar, n. p. (dál také „BB“). Cílem této studie je zjištění:

- zda BB historicky vytváří hodnotu pro vlastníky;
- namodelovat transakci, která by zvýšila výnosnost vlastního kapitálu („ROE“), ale přitom významně nezvýšila finanční riziko podniku;
- kvantifikovat jaké množství peněžních prostředků lze ze společnosti vlastníkem odebrat.

Zakladatelem podniku je Ministerstvo zemědělství České republiky, které tak za stát zastupuje roli zakladatele a vlastníka národního podniku. Předpokladem studie je, že i státem vlastněné podniky mají být řízeny efektivně se snahou maximalizovat hodnotu podniku.

Tato studie vychází z tradiční teorie nákladů kapitálu a z předpokladu, že náklady na vlastní kapitál jsou vyšší než na cizí kapitál. Prostou změnou finanční struktury tak lze snížit celkové náklady kapitálu a zvýšit tak hodnotu podniku. Nicméně, BB nemá žádné dluhové financování, a proto dle tradiční teorie nákladů kapitálu nemůže mít optimální kapitálovou strukturu, neboť nevyužívá levnějších cizích zdrojů, které ještě poskytují daňový štít. Samozřejmě, že zadlužení společnosti s sebou nese dodatečné riziko, nicméně při rozumné úrovni zadlužení lze benefitovat z levnějšího dluhového financování snížením celkových nákladů kapitálu a tím způsobeným růstem hodnoty podniku. Vzhledem k tomu, že finanční struktura BB (jak dlouhodobé, tak krátkodobé zdroje) z porovnávací analýzy vyplynula jako konzervativní, jsou připraveny dva scénáře. V prvním scénáři dojde ke změně ve vlastním kapitálu, který bude nahrazen dluhovým financováním. Ve druhém scénáři dojde i ke změnám v pracovním kapitálu.

V době psaní byla nejnovější výroční zpráva z roku 2019 a firma odmítla spolupracovat a poskytovat informace nad rámec veřejně dostupných. Finanční model tedy obsahuje predikce již od roku 2020.

---

<sup>#</sup> Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu Fakulty financí a účetnictví VŠE, který je realizován v rámci institucionální podpory VŠE IP100040. Podkladem k článku je diplomová práce Ing. Davida Chudomského, vedená Ing. Radanou Šmídovou, Ph.D., obhájená na Katedře financí a oceňování podniku VŠE Praha v červnu 2021.

<sup>\*</sup> Ing. David Chudomský – absolvent Fakulty financí a účetnictví VŠE Praha.

<sup>\*\*</sup> Ing. Radana Šmídová, Ph.D. – odborný asistent; Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze.

## Finanční analýza společnosti

**Tab. 1: Agregovaná rozvaha 2016 – 2019**

<b>Aktiva</b>		<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	tis. Kč	36 730	31 892	29 147	37 266
Dlouhodobý hmotný majetek	tis. Kč	2 048 601	2 549 272	2 729 108	3 174 719
Dlouhodobý finanční majetek	tis. Kč	10 462	10 002	10 059	9 962
<b>Dlouhodobý majetek celkem</b>	<b>tis. Kč</b>	<b>2 095 793</b>	<b>2 591 166</b>	<b>2 768 314</b>	<b>3 221 947</b>
Zásoby	tis. Kč	332 574	299 666	344 683	330 111
Dlouhodobé pohledávky	tis. Kč	-	5 494	-	4 904
Krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů	tis. Kč	389 916	391 231	401 728	449 447
Ostatní pohledávky	tis. Kč	17 337	60 939	45 487	36 492
Krátkodobý finanční majetek	tis. Kč	200 000	200 000	599 999	200 002
Peníze	tis. Kč	1 904 850	1 637 297	776 645	1 056 348
Časové rozlišení	tis. Kč	154 795	142 049	138 485	173 517
<b>Oběžná aktiva celkem</b>	<b>tis. Kč</b>	<b>2 999 472</b>	<b>2 736 676</b>	<b>2 307 027</b>	<b>2 250 821</b>
<b>Aktiva celkem</b>	<b>tis. Kč</b>	<b>5 095 265</b>	<b>5 327 842</b>	<b>5 075 341</b>	<b>5 472 768</b>

<b>Pasiva</b>		<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Základní kapitál	tis. Kč	3 100 000	3 100 000	3 100 000	3 100 000
Kapitálové, rezervní a ostatní fondy celkem	tis. Kč	613 332	622 741	606 411	630 450
Výsledek hospodaření minulých let	tis. Kč	515 786	775 437	520 872	777 398
Výsledek hospodaření běžného období	tis. Kč	264 381	254 927	267 135	278 074
<b>Vlastní kapitál celkem</b>	<b>tis. Kč</b>	<b>4 493 499</b>	<b>4 753 105</b>	<b>4 494 418</b>	<b>4 785 922</b>
Dlouhodobý dluh	tis. Kč	-	-	-	-
Krátkodobý dluh	tis. Kč	-	-	-	-
<b>Dluh celkem</b>	<b>tis. Kč</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Rezervy	tis. Kč	42 297	33 320	95 584	51 601
Dlouhodobé závazky	tis. Kč	122 321	118 583	105 805	123 779
<b>Krátkodobé neúročené závazky</b>					
Krátkodobé závazky z obchodního vztahu	tis. Kč	275 396	295 565	217 961	243 775
Přijaté zálohy	tis. Kč	28 117	2 750	49	60 337
Ostatní krátkodobé závazky	tis. Kč	133 544	124 518	161 524	207 354
Časové rozlišení	tis. Kč	91	1	-	-
<b>Cizí zdroje celkem</b>	<b>tis. Kč</b>	<b>601 766</b>	<b>574 737</b>	<b>580 923</b>	<b>686 846</b>
<b>Pasiva celkem</b>	<b>tis. Kč</b>	<b>5 095 265</b>	<b>5 327 842</b>	<b>5 075 341</b>	<b>5 472 768</b>

Zdroj: vlastní zpracování

**Tab. 2: Agregovaná výsledovka 2016 – 2019**

Výsledovka		2016	2017	2018	2019
<b>Celkové tržby</b>	<b>tis. Kč</b>	<b>2 611 891</b>	<b>2 543 244</b>	<b>2 702 491</b>	<b>2 873 807</b>
Náklady na prodané zboží	tis. Kč	(61 043)	(58 712)	(52 174)	(53 656)
Spotřeba materiálů	tis. Kč	(932 789)	(968 533)	(994 703)	(1 014 197)
Spotřeba energie	tis. Kč	(83 876)	(81 203)	(84 662)	(87 742)
Opravy a udržování	tis. Kč	(69 593)	(58 957)	(44 110)	(41 248)
Marketing	tis. Kč	(376 771)	(328 152)	(306 688)	(355 801)
Ostatní nakupované služby	tis. Kč	(210 021)	(230 220)	(261 914)	(271 518)
Změna stavu zásob vlastní činnosti	tis. Kč	(8 663)	18 513	45 525	(9 816)
Osobní náklady	tis. Kč	(313 706)	(336 696)	(382 264)	(426 112)
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	tis. Kč	(236 139)	(187 858)	(255 530)	(307 521)
Ostatní provozní náklady a výnosy	tis. Kč	28 163	9 597	(47 709)	31 811
<b>Celkové provozní náklady</b>	<b>tis. Kč</b>	<b>(2 264 438)</b>	<b>(2 222 221)</b>	<b>(2 384 229)</b>	<b>(2 535 800)</b>
<b>Provozní výsledek EBIT</b>	<b>tis. Kč</b>	<b>347 453</b>	<b>321 023</b>	<b>318 262</b>	<b>338 007</b>
Výnosové úroky	tis. Kč	1 286	764	3 467	19 414
Nákladové úroky	tis. Kč	-	-	-	-
Ostatní finanční výnosy	tis. Kč	7 768	6 252	9 013	7 450
Ostatní finanční náklady	tis. Kč	(12 349)	(14 719)	(2 849)	(662)
Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	tis. Kč	(6 895)	1 400	12	(552)
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>tis. Kč</b>	<b>(10 190)</b>	<b>(6 303)</b>	<b>9 643</b>	<b>25 650</b>
<b>Daň ze zisku</b>	<b>tis. Kč</b>	<b>(72 882)</b>	<b>(59 793)</b>	<b>(60 770)</b>	<b>(85 583)</b>
<b>Čistý zisk</b>	<b>tis. Kč</b>	<b>264 381</b>	<b>254 927</b>	<b>267 135</b>	<b>278 074</b>

Zdroj: vlastní zpracování

BB spolu s Plzeňským Prazdrojem, Staropramenem a Heineken ČR patří mezi čtyři největší české pivovary a pro porovnání byla tedy zvolena tato skupina pivovarů. Sledované finanční ukazatele byly získány z výročních zpráv příslušných podniků a sledují roky 2016 – 2019.

Z výše uvedené agregované rozvahy vyplývá, že podíl cizích zdrojů na aktivech je přibližně 13 %, přičemž v minulosti byl i nižší. Ostatní sledované pivovary však dosahují hodnot kolem 60 %. Podíl dluhu na aktivech je u BB ve sledovaném období 0 %, u ostatních pivovarů byl historicky kolem 30 %, ale v posledních letech klesal.

Z analýzy složek pracovního kapitálu byla sledována doba obratu zásob, pohledávek a závazků. Ve všech ukazatelích je BB dlouhodobě nejkonzervativnější. V roce 2019 BB dosahoval doby obratu zásob 42 dní, přitom ostatní pivovary se pohybovaly v intervalu 13-24 dní. U pohledávek není rozdíl tak markantní, ale přesto BB s 57 dny má vyšší dobu obratu než druhý nejpomalejší Staropramen s 48 dny. Plzeňský Prazdroj však dosahuje doby obratu 25 dní. V případě doby obratu závazků BB naopak dosahuje stabilně nejnižších čísel ze sledované skupiny, a to v roce 2019, kdy činí 49 dní. Plzeňský Prazdroj měl dobu obratu dokonce 106 dní, Staropramen 90 dní a Heineken ČR 67 dní. Ukazatel peněžní konverze je u BB v roce 2019 na úrovni 50 dní. Ostatní pivovary se pohybují v záporných číslech, a to

v celém sledovaném období. Plzeňský Prazdroj měl v roce 2019 peněžní konverzi dokonce záporných 58 dní.

Podíl přijatých krátkodobých záloh na tržbách u BB v roce 2019 dosahoval 2 %, přitom ostatní pivovary mají přijaté zálohy za 7 – 8 % tržeb, v minulosti i více. Tento ukazatel však může být ovlivněn strukturou odběratelů a z výroční zprávy není patrné, na co přesně jsou zálohy určeny. Pokud by se ale jednalo o účelově stejné zálohy, nabízí se otázka, proč BB požaduje méně záloh než ostatní pivovary.

Z hlediska ukazatelů likvidity je BB díky vysokým zůstatkům peněžních prostředků a malému objemu závazků zcela mimo hodnoty ostatních pivovarů. Ukazatel okamžité likvidity má sice v období 2016 – 2019 klesající trend, nicméně hodnota 2,5 v roce 2019 je stále výrazně nad druhou nejvyšší hodnotou 0,4, které dosahuje Staropramen. Ostatní pivovary se v celém sledovaném období pohybují v intervalu 0,1 – 0,5.

Při porovnání ziskovosti pivovarů je Plzeňský Prazdroj výrazně nad ostatními z hlediska EBITDA i čisté marže. Ostatní pivovary však dosahují relativně srovnatelné EBITDA marže kolem 20 % (BB je třetí nejlepší). Čistá marže BB se dlouhodobě pohybuje na 10 % a stejně jako Staropramen, tak Heineken ČR dosahuje dlouhodobě spíše nižších hodnot.

Výnosnost vlastního kapitálu BB se dlouhodobě pohybuje kolem 6 %, přičemž slabší je jen málo ziskový Staropramen. V roce 2019 bylo ROE Heineken ČR 34 % a Plzeňského Prazdroje 70 %.

Pro srovnání BB s evropskými pivovary bylo v databázi CapitalIQ analyzováno 18 společností. Z analýzy vyplývá:

- medián podílu dluhu na celkovém kapitálu byl 31 % (BB – 0 %)
- medián ukazatele zadlužení čistý dluh / EBITDA byl 1,5 (BB – teoreticky záporný)
- medián podílu čistého pracovního kapitálu na tržbách byl 0 % (BB – 17 %)
- medián pohotové likvidity byl 0,6 (BB – 3,4)
- medián EBITDA marže v roce 2019 byl 15 % (BB – 23 %)
- medián čisté marže byl 7 % (BB – 10 %)
- medián ROE byl 13 % (BB – 6 %)

Z analýzy českých i evropských pivovarů vyplývá, že BB má velmi konzervativní kapitálovou strukturu, bez dluhového financování a 87 % aktiv kryje vlastní kapitál jako nejdražší zdroj financování. Kromě neexistujícího dluhu je i pracovní kapitál velmi konzervativně řízen. V zásobách a pohledávkách je vázáno hodně peněžních prostředků a na druhou stranu dodavatelům je placeno relativně rychle. K tomu měla firma v roce 2019 přibližně 1,3 mld. Kč v peněžních prostředcích nebo likvidních finančních aktivech, což způsobovalo výrazně odlišné a velmi konzervativní ukazatele likvidity v porovnání s ostatními pivovary.

Přestože podnik dosahuje dobrých ziskových marží v českém i evropském srovnání, ROE je nižší než u ostatních pivovarů, a to právě kvůli množství kapitálu, který je v podniku vázán. V případové studii proto byla namodelována transakce dividendové rekapitalizace, která by umožnila nahradit část vlastního kapitálu dluhem a přebytečné peněžní prostředky

vyplatit na mimořádné dividendě vlastníkovu podniku, který je následně může investovat do jiných projektů, než je BB a potenciálně dosáhnout vyšší výnosnosti.

Při analýze historické výnosnosti podniku byly porovnány náklady vlastního kapitálu (odhadnuté dle modelu CAPM) a ROE. V letech 2017 a 2018 dle zvolených předpokladů nebylo ROE vyšší než odhadnuté náklady kapitálu. Modelovaná transakce by měla zvýšit ROE zejména implementací finanční páky a zároveň snížit náklady kapitálu využitím dluhového financování v rozumné míře.

## **Model dividendové rekapitalizace**

Vzhledem k nulovému zadlužení firmy (je vycházeno z tradiční teorie kapitálové struktury) se usuzuje, že kapitálová struktura nemůže být optimální a nedochází tak ani k maximalizaci hodnoty firmy. Smyslem je tedy simulace transakce dividendové rekapitalizace a ukázat, za jakých předpokladů by mohlo dojít k bezpečné změně finanční struktury.

Na základě finančního modelu je kvantifikován její dopad na finanční pozici společnosti s důrazem na výnosnost vlastního kapitálu. Finanční model vychází z účetních dat ke konci roku 2019 a další období jsou odhadnuta na základě předpokladů, které jsou níže zjednodušeně popsány.

Finanční model generuje finanční plán v letech 2020–2024. Důraz je kladen na finanční strukturu a její dopad na výnosnost vlastního kapitálu. Provozní předpoklady jsou nastaveny konzervativně víceméně na základě historie, aby měla ziskovost minimální dopad na změnu ROE.

Model obsahuje dva scénáře a hlavní změny jsou provedeny v dlouhodobém financování (scénář A i B) a pracovním kapitálu (pouze scénář B). Přebytná hotovost vzniklá z rekapitalizace v roce 2020 je následně vyplacena jako mimořádná dividendou snížením vlastního kapitálu.

## **Předpoklady modelu**

Klíčovým vstupem je předpokládaný výstav podniku. V minulých letech BB provádí investice do zvýšení kapacity pivovaru a plánuje výstav navyšovat. Dle tiskové zprávy z 28. 1. 2020 na webových stránkách firmy vyplývá, že celkový prodaný objem vzrostl o 3 % (o 2 % na domácím trhu) a celkové tržby za pivo o 1 %. Tyto hodnoty poslouží pro odhad výnosů roku 2020 jako roku silně ovlivněného pandemií koronaviru. Kromě roku 2021, kdy je předpokládán 4% růst v důsledku ústupu pandemie, je růst výstavu držen konzervativně na 3 %, což je úroveň, která byla dosažena i v pandemickém roce. Celkový výstav tak v roce 2024 vzroste až na úroveň 1 965 465 hl za rok, což je stále pod produkční kapacitou 2 mil. hl, kterou BB brzy předpokládá dosáhnout rozšiřovacími investicemi, které v posledních letech provádí a neměl by proto být problém s výrobní kapacitou. Růst tržeb za 1 hl piva dlouhodobě zaostává za inflací. Tržba za rok 2020 je dopočtena z tiskové zprávy a další roky jsou navázány na odhad inflace ČNB.

Z hlediska nákladů je materiál nejvýznamnějším nákladovým vstupem a je indexován prognózovanou inflací. Stejně tak u energií a služeb se očekává růst s inflací. Pro odhad

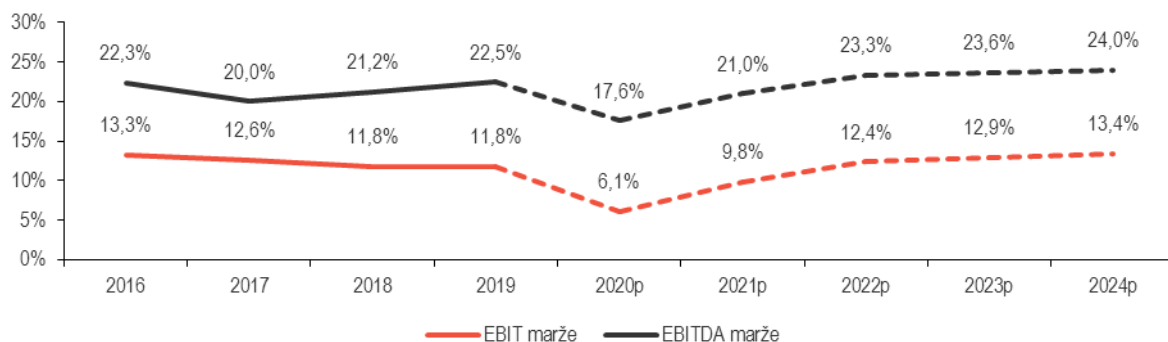
marketingových nákladů je použit jejich podíl na tržbách v roce 2019. Nejsou plánovány dramatické změny v počtech zaměstnanců a růst mzdových nákladů v roce 2020 reflektuje kolektivní smlouvu (3 %), v dalších letech je růst převzat z makroekonomické prognózy MF.

Investice 500 mil. Kč jsou plánovány v letech 2020 – 2022, v následujících letech jsou investice na úrovni 400 mil. Kč. Pro účely modelu byly spojeny položky ostatních nákladů a výnosů a do budoucna se předpokládá, že BB ročně v těchto dvou položkách bude mít tržbu asi 5,5 mil. Kč. Jedná se o průměr posledních 4 let.

Kromě ztrát na tržbách (zejména z ostatních a gastro služeb) model nepředpokládá žádné náklady spojené s koronavirem. Nutno ale podotknout, že pokles tržeb přímo propadá do zisku firmy, neboť alokace nákladů na jednotlivé segmenty není možná a s ukončením či omezením provozu tohoto segmentu by měly být spojeny i nižší náklady, což model nezohledňuje a měl by tedy ukazovat konzervativnější čísla. Na konkrétní odhady dopadu pandemie na BB bohužel není dostatek informací, a proto v roce 2020 složka ostatních nákladů a výnosů obsahuje i 25 mil. Kč (přibližně 37 tis. Kč na 1 zaměstnance) extra nákladů a v dalším roce ještě 10 mil. Kč na různé náklady spojené s pandemií (ochranné pomůcky či nedobytné pohledávky). Zároveň nejsou uvažovány žádné druhy podpor od státu, které by naopak hospodaření mohly vylepšit.

Graf níže ukazuje vývoj historických i predikovaných ukazatelů ziskové marže na úrovni EBIT a EBITDA. Z grafu zároveň vyplývá, že v porovnání s historií model po krizovém pandemickém roce plánuje pouze pozvolný růst ziskovosti, víceméně na historické úrovni. EBITDA marže se v posledních letech modelu pohybuje mírně nad historickými hodnotami zejména kvůli růstu odpisů, které oproti roku 2019 vzrostly v roce 2024 o 76 mil. Kč.

**Obr. 1: Historická a prognózaná provozní ziskovost**



Zdroj: vlastní zpracování

Z hlediska předpokladů týkajících se rozvahových položek studie pracuje s dříve zmíněnými dvěma scénáři. Scénář A nahrazuje vlastní kapitál dluhem a scénář B ještě k tomu agresivněji řídí pracovní kapitál. Scénář A tedy v pracovním kapitálu pracuje s hodnotami na úrovni historických průměrů a scénář B vychází z předpokladu, že by se BB dostal na úroveň průměru obrátkovosti tří českých pivovarů, se kterými byl srovnáván ve finanční analýze a došlo by tak k agresivnějšímu řízení pracovního kapitálu. Ve scénářích jsou plánovány zásoby, obchodní pohledávky, obchodní závazky a zálohy. Ostatní položky mají stejný vývoj v obou scénářích a u krátkodobého finančního majetku je předpokládáno jeho zpeněžení.

Klíčové pro celou simulovanou transakci jsou předpoklady financování a požadované finanční ukazatele. Model je nastaven tak, že dojde k načerpání dluhu v roce 2020 tak, že zadlužení (čistý dluh / EBITDA) se v roce 2024 dostane na úroveň 1,5 (medián evropských pivovarů), přičemž do té doby je zadlužení vyšší. Požadovaná okamžitá likvidita pro rok 2020, kdy se uskuteční transakce, je nastavena na 0,24 (průměr ostatních 3 českých pivovarů za sledované období). U splátek úvěru je předpoklad jejich přizpůsobení na míru a úvěr je tedy splácen tak, aby DSCR dosahovalo maximálně hodnoty 1,2. Úrokové náklady jsou odhadnuty na základě prognózy PRIBOR 3M a dlouhodobé bankovní marže, a zároveň je předpokládána i jejich plná daňová uznatelnost. Transakční náklady celého procesu jsou odhadnuty jako 2,5 % z načerpané částky dluhového financování a pokrývají potenciální náklady na právní či ekonomické poradenství a případně další náklady na získání nového financování.

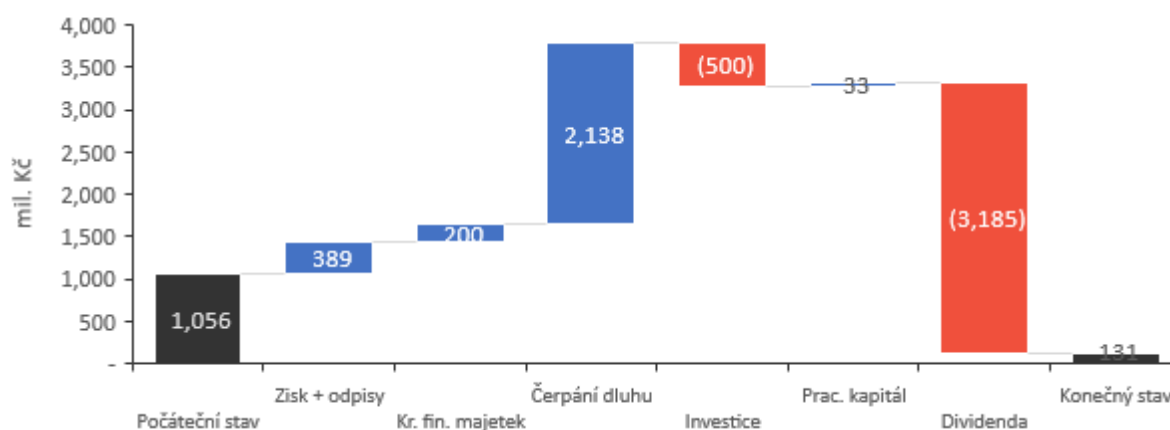
## Výstupy finančního modelu

Na základě výše zmíněných předpokladů model kvantifikuje výstupy, které jsou představeny v následujícím textu.

### Scénář A

Níže uvedený graf znázorňuje faktory, které v roce 2020 ovlivňují výši peněžních prostředků BB. Výchozí hodnotou je stav z konce roku 2019. Následuje generovaný zisk a odpisy roku 2020, prodej finančních investic, načerpání úvěru, investice, malá změna v pracovním kapitálu a výrazný dopad má mimořádná dividenda, která sníží zůstatek peněžních prostředků na modelovanou hodnotu okamžité likvidity. Ve scénáři A tak lze při pouhé změně kapitálové struktury při výše uvedených parametrech načerpat dluh 2 138 mil. Kč a následně z podniku vyplatit téměř 3,2 mld. Kč na mimořádné dividendě.

**Obr. 2: Scénář A – Dopad transakce na peněžní zůstatek 2020**

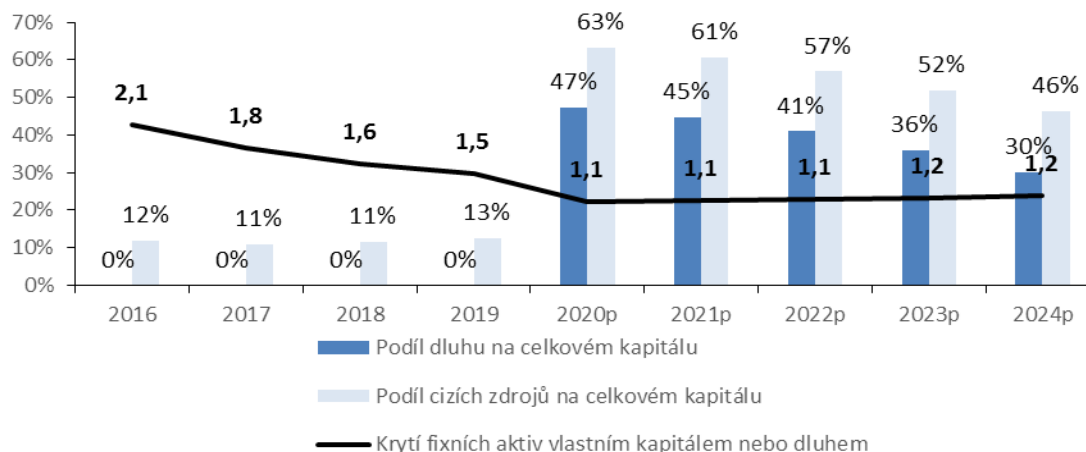


Zdroj: vlastní zpracování

Zadlužení samozřejmě vzroste, jak podíl cizích zdrojů, tak dluhu na celkovém kapitálu po transakci výrazně vzroste. V následujících letech se však zadlužení snižuje. Z analýzy české konkurence vyplývá, že v roce 2019 je průměrný podíl cizích zdrojů na aktivech u tří českých pivovarů 60 %. Tuto hodnotu BB v prvních dvou letech sice mírně překročí, ve třetím roce se

dostává na 57 % a v dalších dvou letech klesá až na 46 %. Zároveň krytí dlouhodobých aktiv vlastním kapitálem nebo dlouhodobým dluhem (tzn. dlouhodobým kapitálem pro účely sladení peněžního toku z investice a jejich zdrojů) je vyšší než 1, tzn. dlouhodobým kapitálem je financována i část krátkodobých aktiv, což je konzervativnější přístup finančního řízení.

**Obr. 3: Scénář A - vývoj zadlužení**

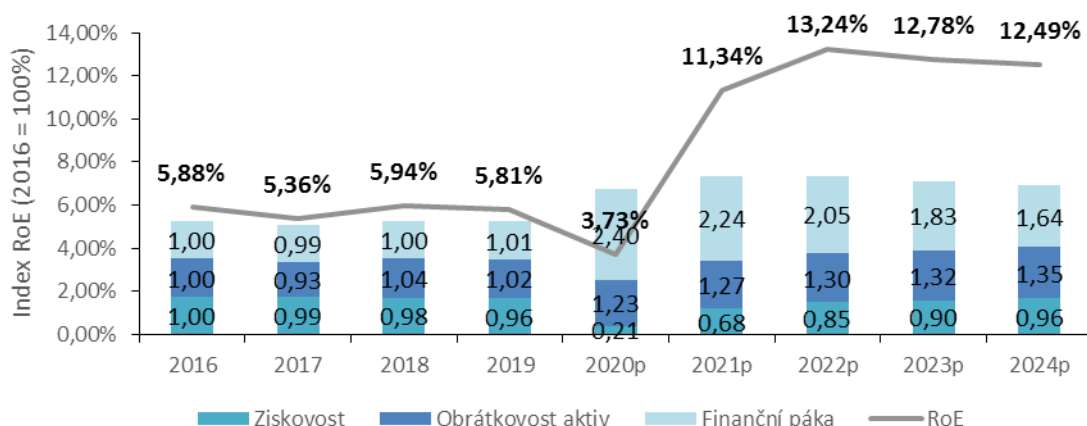


Zdroj: vlastní zpracování

Nejvýznamnějším výstupem finančního modelu je kvantifikace změny finanční struktury na výnosnost pro vlastníka. Následující graf ukazuje vývoj ROE za sledované období včetně jeho rozložení na tři komponenty (čistá zisková marže obrát aktiv, finanční páka) ve formě indexů, pro které je základnou rok 2016. Z grafu vyplývá, že výnosnost vlastního kapitálu je prognózována více než dvojnásobná oproti historickým úrovním (kromě roku 2020 kde na ziskovost silně dopadne pandemie koronaviru a jednorázové transakční náklady). Za zvýšením ROE však nestojí vyšší ziskovost (její hodnoty jsou dokonce v letech 2020 – 2023 nižší než v roce 2019). BB díky výplatě peněžních prostředků snížil svá aktiva a zvýšil tak jejich obrát, čímž zefektivnil svůj chod. Nejdůležitějším faktorem je však výrazný růst finanční páky. V prvních letech BB díky novému dluhu využívá finanční páky, která je více než dvojnásobná oproti historickým úrovním. S postupným růstem vlastního kapitálu a splácením dluhu však síla finanční páky ke konci modelu klesá a s tím dochází k mírnému poklesu ROE, přesto ale ROE výrazně převyšuje historické hodnoty.



**Obr. 4: Scénář A – ROE**

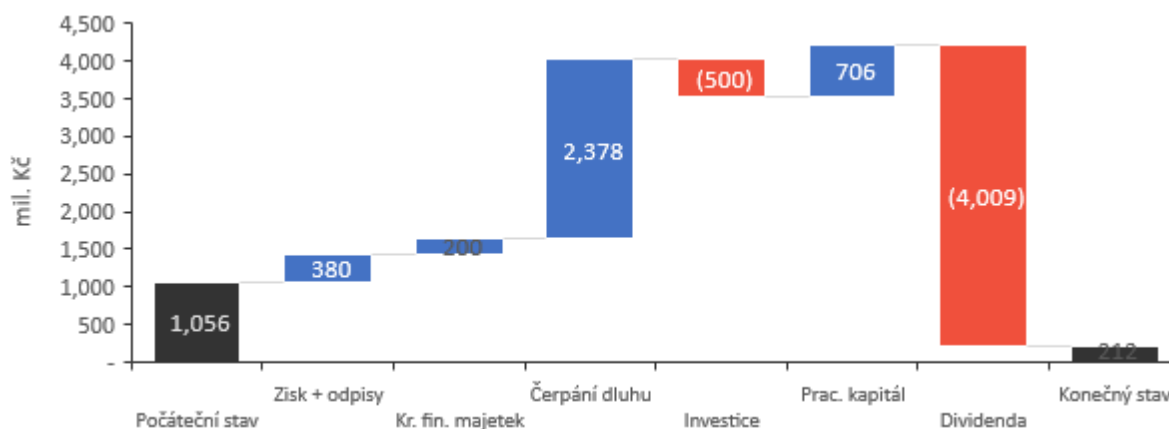


Zdroj: vlastní zpracování

## Scénář B

Následující graf znázorňuje dopad transakce na výši peněžních prostředků BB v roce 2020 ve scénáři B. V tomto scénáři dochází ke změně kapitálové struktury a zároveň ke změnám v pracovním kapitálu. Dle výstupu modelu lze načerpat dluh 2 378 mil. Kč a následně z podniku vyplátit 4,0 mld. Kč na mimořádné dividendě. Nejvýznamnější rozdíl oproti scénáři A je tvořen pracovním kapitálem, ze kterého je vyvázáno o 673 mil. Kč více než ve scénáři A, což je způsobeno odlišnými předpoklady při plánování položek pracovního kapitálu (Scénář A je víceméně historický průměr BB a Scénář B je historický průměr zmíněných tří českých pivovarů, se kterými byl BB porovnáván).

**Obr. 5: Scénář B – Dopad transakce na peněžní zůstatek 2020**

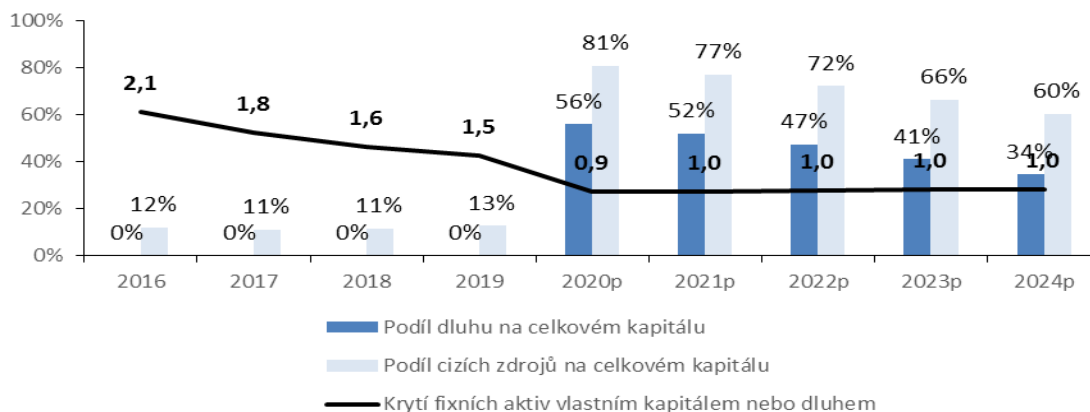


Zdroj: vlastní zpracování

Zadlužení ve scénáři B dosahuje vyšších úrovní kvůli vyššímu dluhu, nicméně v roce 2024 dojde k poklesu ukazatele zadlužení čistý dluh/EBITDA na 1,5 jako ve scénáři A. Podíly

cizích zdrojů a dluhu postupně dosáhnou hodnot odpovídajících hodnotám, které vyplývají z analýzy českých pivovarů (podíl cizích zdrojů na aktivech – 60 %; podíl dluhu na aktivech – 30 %). Zároveň krytí dlouhodobých aktiv vlastním kapitálem nebo dluhem dosahuje úrovně 1 (kromě roku 2020).

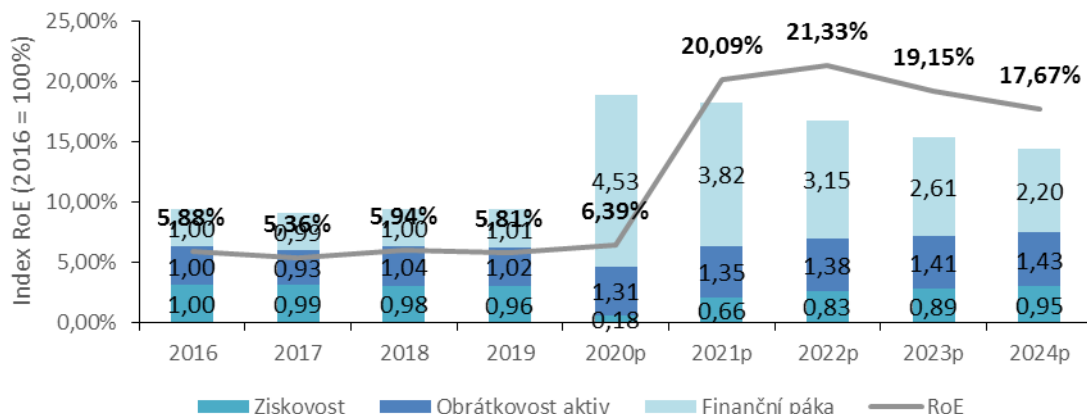
**Obr. 6: Scénář B – Vývoj zadlužení**



Zdroj: vlastní zpracování

Dle očekávání scénář B dosahuje ještě vyšších hodnot ROE a téměř čtyřnásobku historických hodnot. Vyšší ROE opět není způsobeno vyšší ziskovostí (pozn. provozní předpoklady jsou stejné jako pro scénář A). Až v roce 2024 se ziskovost dostane k úrovni roku 2019, jinak se pohybuje dokonce níže. BB ale díky výplatě peněžních prostředků snížil svá aktiva a zvýšil tak jejich obrát, čímž zefektivnil svůj chod, podobně jako ve scénáři A. Růst obrátu aktiv z 1,02 na 1,31 v roce 2020 (a až na 1,43 v roce 2024) má pozitivní vliv na ROE. Nejdůležitějším faktorem je však změna finanční páky, která je velmi výrazná. V roce 2020 BB díky novému dluhu využívá finanční páky, která je více než čtyřnásobná oproti historickým úrovním. S postupným růstem vlastního kapitálu a splácením dluhu však síla finanční páky klesá na přibližně dvojnásobek roku 2016. S poklesem finanční páky dochází i k poklesu výnosnosti vlastního kapitálu. Z více než 21 % v roce 2022 dochází v roce 2024 k poklesu na necelých 18 % právě z důvodu klesající finanční páky. Nutno podotknout, že v roce 2024 BB dosahuje ukazatel zadlužení čistý dluh/EBITDA hodnoty 1,5 a pohybuje se tedy na modelovaném stavu, který je považován za tržní zadlužení (dle analýzy evropských pivovarů).

**Obr. 7: Scénář B – ROE**



Zdroj: vlastní zpracování

## Zohlednění zvýšeného finančního rizika

S finanční pákou je bezpochyby spojeno finanční riziko. Dle tradiční teorie nákladů kapitálu však již samotný posun k optimálnímu zadlužení (převzatého z evropského trhu na 1,5 čistý dluh/EBITDA) z nulového zadlužení představoval finanční optimalizaci, která zvyšuje hodnotu podniku.

Ve studii byla snaha zohlednit růst finančního rizika ještě kalkulací poměru ROE a pravděpodobnosti selhání podniku (aproximace finančního rizika podniku). Ke kalkulaci tohoto finančního rizika byla použita metodika Moody's (konkrétně metodologie relevantní pro firmy pohybující se v odvětví alkoholických nápojů z 25. 2. 2020 – „Alcoholic Beverages Methodology“) pro kreditní skóring. Na základě metodiky byl odhadnut kreditní rating BB ve scénáři bez transakce a ve scénářích A a B. Nutno podotknout, že hodnocení se lišilo pouze u faktorů týkajících se finančních ukazatelů a finanční politiky podniku. Výsledný rating pro BB bez transakce vyšel Baa1 a pro scénář A i B Baa3. Na základě výzkumu Moody's byly získány pravděpodobnosti selhání podniků v horizontu deseti let pro jednotlivé kreditní ratingy a tato pravděpodobnost je považována za finanční riziko pro příslušný rating. Prognózané ROE v roce 2024 bylo následně vyděleno příslušnou pravděpodobností selhání pro každý scénář. Tento poměr říká, kolik jednotek výnosu získá BB za jednotku podstoupeného rizika a čím vyšších hodnot dosahuje, tím lépe. Ve scénáři bez transakce vychází tento poměr 2,75 a ve scénáři A pouze o 1 setinu lépe (metodologie nezohledňuje drobné rozdíly – kreditní skóre se ve scénáři A pohybuje těsně na hranici Baa2 a Baa3, ale pravděpodobnost selhání je konzervativně uvažována zcela pro Baa3). Scénář B ovšem vychází výrazně lépe a kalkulovaný poměr ROE a finančního rizika říká, že BB v roce 2024 generuje 3,9 ROE na jednotku rizika po transakci ovlivňující kapitálovou strukturu a pracovní kapitál.

## Závěr

Přestože není vlastní kapitál spojen s nákladovými úroky, požaduje racionální investor odměnu za poskytnutí kapitálu. Dle teorie podnikových financí je dokonce dražším zdrojem financování než kapitál cizí. Jeho cena je určena požadovanou výnosností vlastníka. Racionální vlastník očekává, že jeho investice (kapitál vázaný ve firmě) mu přinese výnos. Kapitálová struktura BB je pozoruhodná zejména kvůli nulovému zadlužení, velmi vysoké likviditě a velkému množství peněžních prostředků. Nabízí se tak otázka, zda by nebylo efektivnější, kdyby si vlastník prostředky vyplatil a investoval je jinde a s vyšším výnosem. Jeho podnik by mohl financovat jiní poskytovatelé kapitálu, kteří by se spokojili s nižším výnosem. Při výši vlastního kapitálu, kterou vykazuje BB v posledních letech, je jeho výnosnost hraniční s jeho náklady (za předpokladu, že náklady vlastního kapitálu národního podniku lze určovat modelem CAPM).

Předpokládá se, že je v zájmu vlastníka, aby BB tvořil hodnotu a fungoval ekonomicky efektivně. Podle zákona č. 77/1997 Sb. § 12a „ředitel je povinen počínat si s péčí řádného hospodáře a zajistit, aby plnění významných strategických, hospodářských, společenských, bezpečnostních a dalších zájmů státu bylo realizováno účelně, hospodárně a efektivně“. Stejně tak zakladatel (Ministerstvo zemědělství) kontroluje „zda potřeby státu, které podnik svou podnikatelskou činností zabezpečuje, jsou zajišťovány účelně a hospodárně“. BB má dobrou pozici v tom, že je dostatečně ziskový, nicméně výnosnost vlastního kapitálu je snižována jeho výší. V takovém případě lze však ROE navýšit relativně jednoduše – využitím finanční transakce.

Tato případová studie představuje BB ve dvou alternativních scénářích kapitálové struktury. Změny kapitálové struktury je dosaženo transakcí dividendové rekapitalizace, kdy je vyplacena vysoká mimořádná dividenda (více než 3 mld. Kč), která je částečně financována dluhovým financováním. Předpokládá se, že Ministerstvo zemědělství (jako zakladatel BB) bude mít projekty s vyšší výnosností vlastního kapitálu, než bylo dosahováno v BB, a dojde tak k efektivnější alokaci kapitálu. Výše mimořádné dividendy se může zdát relativně vysoká, což je způsobeno strukturováním transakce, která vlastně z firmy odebere prostředky za minulé, ale i budoucí roky, neboť je financována dluhem, který je následně splácen na úkor výplaty dividend. Potenciální budoucí dividendy jsou tedy vyplaceny dříve (což způsobuje vyšší zadlužení v prvních letech predikce) a v příštích letech je umořován dluh a nezbývají peněžní prostředky na výplatu dividend. Zároveň by se v prvních letech firma mohla zdát předlužená, nicméně to je opět příčinou toho, že se předpokládá provést celou transakci najednou, postupně však zadlužení klesá na modelovanou hodnotu, která vychází z analýzy evropských pivovarů. Jedná se pouze o jeden konkrétní příklad strukturování transakce a jistě by šlo rekapitalizaci provést postupně, aby nedocházelo k tak razantnímu zadlužení v prvních letech.

Pravděpodobně již minulé nebo stávající investice firma mohla financovat i dluhovým financováním a v kapitálové struktuře by se tak objevily dodatečné cizí zdroje, které by způsobily vyšší finanční páku a úrokový daňový štít a přebytečné peněžní prostředky mohly být vypláceny vlastníkovi. To, že je některý zdroj kapitálu aktuálně k dispozici (myšleno peněžní prostředky na účtech BB) neznamena, že je efektivní ho využít (z pohledu vlastníka), přestože to může být i pro management jednodušším řešením financování. Důvodů, proč by BB byl schopný nést dluhové financování, je několik. BB je stabilní, ziskový a na české prostředí i relativně velký podnik, který se pohybuje na stabilním trhu. Zároveň aktiva BB tvoří zejména dlouhodobá aktiva, která by mohla sloužit jako zástava a dále snížit riziko pro případného věřitele.

Dle sestaveného finančního modelu a zvolených parametrů lze usoudit, že i při razantní jednorázové změně ve finanční struktuře BB by jeho finanční stabilita neměla být ohrožena a firma by zůstala solventní a likvidní. Změna by způsobila očekávaný efekt finanční páky a výnosnost vlastního kapitálu by výrazně vzrostla. Navíc z analýzy dopadu na odhad kreditního ratingu podle metodologie Moody's vyplývá, že výnos roste rychleji než riziko. Předpokládá se, že racionální riziko-averzní investor bude vyhledávat investice s lepším poměrem rizika k výnosu, a proto by z popsané transakce benefitoval. Nelze ovšem upřít, že celkové riziko společnosti s navýšením finanční páky samozřejmě roste.

Na základě této případové studie se usuzuje, že úpravou finanční struktury BB by došlo k efektivnější kapitálové struktuře a realizaci vyššího výnosu pro vlastníka, kterým jsou ve výsledku všichni občané České republiky. Možnosti jsou různé, tato studie se pouze snažila ukázat, že prostor pro využití dluhového financování zde je a jeho výhody by převážily nevýhody.

### **Dodatek**

Výroční zpráva za rok 2020 byla zveřejněna po dokončení studie a vyplývá z ní, že rok 2020 byl výrazně úspěšnější, než bylo předpokládáno v modelu. Finanční model počítal s čistým ziskem kolem 160 mil. Kč (po očištění o úrokové a transakční náklady), ve skutečnosti ale čistý zisk dosáhl 305 mil. Kč. BB si přes restrikce a lockdowny (s dopadem zejména na on-trade segment) zachoval čistou ziskovou marži přes 10 %. Došlo ke zvýšení peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů o 125 mil. Kč na 1 301 mil. Kč a nedošlo k výplatě dividendy ani získání dluhového financování.

Finanční model měl být konzervativně nastaven, aby se ukázalo, zdali transakce funguje i při opatrném nastavení. Vzhledem k tomu, že rok 2020 dopadl lépe, než model prognózoval (vyšší marže a další růst peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů), byla by ve skutečnosti zvažovaná transakce pro BB, respektive jeho vlastníka, ještě výhodnější.

### **Literatura:**

- [1] Beer Global Market Report 2021 Including Market Size, Share & Growth Analysis, Global Beer Consumption Statistics. GlobeNewswire [online]. Los Angeles: GlobeNewswire, 2021 [cit. 2021-4-5]. Dostupné z: <https://www.globenewswire.com/newsrelease/2021/03/24/2198697/0/en/Beer-Global-Market-Report-2021-Including-MarketSize-Share-Growth-Analysis-Global-Beer-Consumption-Statistics.html>.
- [2] Beer. Statista [online]. Hamburg: Statista, 2021 [cit. 2021-4-5]. Dostupné z: <https://www.statista.com/outlook/cmo/alcoholic-drinks/beer/worldwide>.
- [3] Budějovický Budvar [online]. České Budějovice: Budějovický Budvar, 2021 [cit. 2021-4-5]. Dostupné z: <https://www.budejovickybudvar.cz/>
- [4] Capital IQ [online]. New York: S&P Global Market Intelligence, 2021 [cit. 2021-3-9]. Dostupné z: <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/solutions/sp-capital-iqplatform>.

- [5] Damodaran online [online]. New York: Aswath Damodaran, 2021 [cit. 2021-3-20]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
- [6] Chudomský, D. (2021): Kvantifikace výnosnosti vlastního kapitálu Budějovického Budvaru při alternativní finanční struktuře. Diplomová práce, vedoucí Šmídová R. Vysoká škola ekonomická v Praze, Katedra financí a oceňování podniku
- [7] LEVERAGED BUYOUT ANALYSIS. Street of Walls [online]. New York: Street of Walls, 2021 [cit. 2021-3-29]. Dostupné z: <http://www.streetofwalls.com/finance-trainingcourses/investment-banking-technical-training/leveraged-buyout-analysis/>
- [8] LJUNGGREN, PETTER. Dividend Recapitalization. Financial Edge [online]. New York: Financial Edge, 2020 [cit. 2021-3-29]. Dostupné z: <https://www.fe.training/freeresources/accounting/dividend-recapitalization/>
- [9] Makroekonomická predikce - leden 2021. Ministerstvo financí České republiky [online]. Praha: Ministerstvo financí České republiky, 2021 [cit. 2021-3-29]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejnys Sektor/makroekonomika/makroekonomickapredikce/2021/makroekonomicka-predikce-leden-2021-40599>
- [10] MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.
- [11] Private sector debt: loans, by sectors, consolidated - % of GDP. Eurostat [online]. Luxembourg City: Eurostat, 2021 [cit. 2021-3-4]. Dostupné z: <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tipspd25/default/table?lang=en>.
- [12] Total credit to non-financial corporations (core debt). Bank for international settlements [online]. Basilej: BIS, 2021 [cit. 2021-3-9]. Dostupné z: <https://stats.bis.org/statx/srs/table/f4.1>
- [13] Veřejný rejstřík podle subjektů: Výroční zprávy Budějovického Budvaru a ostatních popisovaných podniků [online]. Praha: Justice.cz, 2021 [cit. 2021-3-4]. Dostupné z: <https://or.justice.cz>

## **Kvantifikace výnosnosti vlastního kapitálu Budějovického Budvaru při alternativní finanční struktuře – případová studie**

*David Chudomský - Radana Šmídová*

### **ABSTRAKT**

Tento článek se zabývá finanční strukturou podniku a jejím vlivem na výnosnost pro vlastníka. V rámci případové studie je analyzován významný český pivovar Budějovický Budvar s konzervativní finanční strukturou. Hlavním cílem je analýza výnosnosti vlastního kapitálu při alternativní finanční struktuře podniku při zohlednění vyššího finančního rizika, které způsobila zvýšená finanční páka.

**Klíčová slova:** Rentabilita vlastního kapitálu; Kapitálová struktura; Dividendová rekapitalizace.

## **Quantification of return on equity of Budweiser Budvar with alternative financial structure - case study**

### **ABSTRACT**

This article focuses on financial structure and its impact on return on equity. In the case study an important Czech brewery Budweiser Budvar is analysed. The brewery is currently conservatively financially managed, thus the aim of the article is an analysis of change in return on equity with alternative capital structures while taking extra risk arising from higher leverage into account.

**Key words:** Return on Equity; Capital structure; Dividend recapitalization.

**JEL klasifikace:** G32