

Projekt stanovení hodnoty podniku XYZ vybranými metodami oceňování

Bc. Josef Nováček

Diplomová práce
2005



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně

ABSTRAKT

V minulých letech firmy obrátily pozornost na metody a postupy, kterými mohou měřit a zvyšovat svoji hodnotu. Mnoho konzultantských firem a bank tvrdí, že jimi vyvinutá metoda je ta nejlepší. Tato diplomová práce představuje tři základní metody stanovení hodnoty podniku – dvě metody výnosové, metodu diskontovaného cash flow, metodu EVA a metodu substanční, která je metodou majetkového ocenění. Tyto modely oceňování jsou v této práci aplikovány při stanovení hodnoty konkrétní firmy.

ABSTRACT

In recent years, firms have turned to their attention increasingly to ways in which they can increase and measure their value. A number of competing measures, each with claims to being the "best" approach to value creation, have been developed and marketed by investment banking firms and consulting firms. This thesis examines the general basis for valuation models and provides an overview to the basic approaches to valuation - discounted two-stage cashflow valuation, two-stage EVA valuation and assets valuation. These models are then applied to a real firm.

Velice rád bych poděkoval panu doc. Ing. Josefu Hurtovi, CSc. za jeho cenné rady a připomínky při vedení mé diplomové práce.

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci psal sám a použité zdroje jsem citoval.

Josef Nováček

Ve Zlíně 12.5.2005

OBSAH:

ÚVOD	7
CÍL PRÁCE	8
1 IDEA PROJEKTOVÉHO ŘEŠENÍ	9
2 HYPOTÉZA	10
I. TEORETICKÁ ČÁST	11
3 KONFRONTACE IDEJE, HYPOTÉZY A LITERÁRNÍCH PRAMENŮ	12
3.1 VYMEZENÍ HLAVNÍCH CÍLŮ PODNIKU	12
3.2 VYMEZENÍ HODNOTY	13
3.2.1 <i>Shareholder value a stakeholder value</i>	13
3.2.2 <i>Hodnota podniku</i>	14
3.3 OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	15
3.3.1 <i>Důvody oceňování podniku</i>	15
3.3.2 <i>Metody ocenění podniku</i>	16
3.3.2.1 <i>Metody majetkového ocenění</i>	16
3.3.2.2 <i>Výnosové metody</i>	17
3.3.2.3 <i>Metoda analýzy tržní hodnoty</i>	22
3.3.3 <i>Náklady kapitálu</i>	23
II. PRAKTICKÁ ČÁST	25
4 ANALÝZA	26
4.1 ANALÝZA ODVĚTVÍ	26
4.1.1 <i>Obecné informace</i>	26
4.1.2 <i>Založení lékárny</i>	26
4.1.3 <i>Současný stav oboru a vyhlídky do budoucnosti</i>	27
4.2 POPIS OCEŇOVANÉHO PODNIKU	29
4.2.1 <i>Základní identifikace společnosti</i>	29
4.2.2 <i>Historie společnosti</i>	29
4.2.3 <i>Vlastnická struktura</i>	30
4.2.4 <i>Management</i>	30
4.2.5 <i>Zaměstnanci</i>	30
4.2.6 <i>Dodavatelé</i>	31
4.2.7 <i>Zdravotní pojišťovny</i>	31
4.2.8 <i>Pacienti</i>	31
4.2.9 <i>Konkurenti</i>	32
4.2.10 <i>Relevantní trh</i>	32
4.2.11 <i>Analýza pěti porterových sil</i>	34
<i>Současná konkurence v odvětví</i>	34
4.3 FINANČNÍ ANALÝZA	36
4.3.1 <i>Rozvaha</i>	36
4.3.1.1 <i>Aktiva</i>	36
4.3.1.2 <i>Pasiva</i>	38
4.3.1.3 <i>Vývoj pracovního kapitálu</i>	40
4.3.1.4 <i>Shrnutí k účetnímu výkazu rozvaha</i>	41
4.3.2 <i>Výkaz zisků a ztrát</i>	41
4.3.3 <i>Rozbor poměrových ukazatelů</i>	43
4.3.3.1 <i>Ukazatel rentability, výnosnosti</i>	43
4.3.3.2 <i>Ukazatel aktivity</i>	44
4.3.3.3 <i>Ukazatel likvidity</i>	45
4.3.3.4 <i>Ukazatel zadluženosti</i>	46

4.3.4	<i>Souhrnné ukazatele</i>	48
4.3.4.1	Altamanova analýza	48
4.3.4.2	IN Index.....	49
5	SYNTÉZA POZNATKŮ.....	50
6	DIAGNÓZA PROJEKTU.....	51
7	PROJEKTOVÉ ŘEŠENÍ.....	52
7.1	CHARAKTERISTIKA PROJEKTU	52
7.2	POSTUP REALIZACE PROJEKTU.....	53
7.3	FINANČNÍ PLÁN.....	55
7.3.1	<i>Prognóza tržeb</i>	55
7.3.2	<i>Plánovaná výsledovka</i>	56
7.3.3	<i>Rozdělení zisku a investice</i>	56
7.3.4	<i>Plánovaná rozvaha</i>	57
7.3.4.1	Dlouhodobý majetek.....	57
7.3.4.2	Oběžná aktiva	58
7.3.4.3	Vlastní kapitál.....	59
7.3.4.4	Cizí zdroje	59
7.3.4.5	Shrnutí.....	59
7.3.5	<i>Finanční analýza plánu</i>	60
7.3.5.1	Analýza rentability	60
7.3.5.2	Analýza aktivity	60
7.3.5.3	Likvidita	60
7.3.5.4	Zadluženost	61
7.4	VÝPOČET PRŮMĚRNÝCH VÁŽENÝCH NÁKLADŮ KAPITÁLU WACC.....	62
7.4.1	<i>Určení nákladů na vlastní kapitál</i>	62
7.4.1.1	Stanovení diskontní míry	63
7.4.2	<i>Určení nákladů na cizí kapitál</i>	68
7.4.3	<i>Výpočet WACC</i>	69
7.5	STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU	70
7.5.1	<i>Majetkové ocenění</i>	70
7.5.1.1	Postup práce.....	71
7.5.1.2	Rozdělení na provozně nutný a nenutný majetek	71
7.5.1.3	Ocenění provozně nenutných a nutných staveb a pozemku porovnávací metodou	71
7.5.1.4	Ocenění provozně nenutných staveb a pozemku výnosovou metodou věčné renty.....	72
7.5.1.5	Stanovení výnosové hodnoty provozně nutných staveb.....	75
7.5.1.6	Stanovení obvyklé ceny	76
7.5.1.7	Ocenění věci movitých.....	77
7.5.1.8	Oběžná aktiva	81
7.5.1.9	Brutto substanční hodnota společnosti.....	82
7.5.1.10	Závazky	82
7.5.1.11	Netto substanční hodnota společnosti k 31.12.2003.....	82
7.5.1.12	Závěr k majetkovému ocenění:.....	82
7.5.2	<i>Sestavení přeceněných účetních výkazů</i>	83
7.5.2.1	Dlouhodobý majetek.....	83
7.5.2.2	Oběžná aktiva	86
7.5.2.3	Vlastní kapitál.....	86
7.5.2.4	Cizí zdroje	87
7.5.2.5	Výkaz zisků a ztrát	87
7.5.3	<i>Výpočet WACC s přeceněnými aktivy</i>	87
7.5.4	<i>Ocenění výnosovými metodami</i>	87
7.5.4.1	EVA.....	88
7.5.4.2	Metoda diskontovaného čistého cash-flow	98
7.6	SOUHRNNÉ OCENĚNÍ A ZHODNOCENÍ.....	103
8	VERIFIKACE ŘEŠENÍ A JEHO RIZIKOVÁ ANALÝZA.....	106
9	DOPORUČENÍ PRO FIRMU.....	108
	SHRUTÍ.....	109

SEZNAM LITERATURY

SEZNAM ZKRATEK

SEZNAM TABULEK

SEZNAM OBRÁZKŮ

PŘÍLOHY

ÚVOD

Tato diplomová práce si klade za cíl stanovit hodnotu podniku k 31.12.2003 použitím několika metod vhodných pro stanovení hodnoty podniku jako ekonomického celku, který i nadále bude poskytovat služby v nezměněném rozsahu. Hodnota je pojem relativní, který se v čase mění v závislosti na vývoji budoucích užiteků, hodnotu podniku tedy můžeme vyjádřit pouze k určitému časovému okamžiku na základě znalosti účelu, pro který bylo ocenění prováděno. Hodnota podniku není totožná s cenou, jak je tomu obvykle u jiného zboží, hodnota a cena se rovnají jen výjimečně. Vztah hodnoty a ceny vtipně vyjádřil Oscar Wild, který o ekonomech řekl, že znají cenu všeho a hodnotu ničeho. Při stanovení tržní ceny podniku se určením hodnoty podniku stanoví pouze východisko pro cenové jednání.

Při oceňování podniku je nutné dodržet určitou posloupnost kroků. Prvním úkolem při oceňování podniku je stanovení účelu, pro který je ocenění zpracováno. Účel ocenění slouží jako podklad pro volbu vhodných metod oceňování. Při ocenění podniku je důležité shromáždit dostatek informací o podniku a to jak z interních zdrojů tak externích zdrojů. V informacích o podniku by se měly analyzovat skutečnosti z širšího i užšího okolí firmy. Při oceňování podniku byla zhodnocena makroekonomická situace, situace v oboru firmy, podnikatelský záměr a byla provedena finanční analýza a následně sestaveny finanční plán a plán investic na léta 2004-2007. Na základě zjištěných skutečností a provedených analýz a zpracovaných plánů, bylo přistoupeno k vlastnímu procesu oceňování. Při výpočtu hodnoty firmy byly použity dva druhy metod – metoda majetkového ocenění (substanční metoda) a dvě metody výnosové (EVA a FCFF).

První metodou použitou při stanovování hodnoty podniku byla hodnota substanční. Hodnoty stanovené při výpočtu substanční metodou byly použity při sestavení přeceněné rozvahy a přeceněného výkazu zisků a ztrát v období 2003-2007. Rozvaha s nově přeceněnými aktivy byla použita při stanovování hodnoty metodami EVA a FCFF.

Diplomová práce je zaměřena především na praktické využití oceňovacích metod. Kromě teoretické části, která poskytuje obecný přehled, je doplněna další vysvětlující teoretickou částí každá následující kapitola. Teorii je věnován menší prostor a čtenář je často odkazován na bohatou literaturu zabývající se oceňováním podniku.

CÍL PRÁCE

Cílem práce je stanovit tržní hodnotu podniku vybranými metodami oceňování a tím vytvořit základ pro cenové jednání při případném prodeji podniku.

1 IDEA PROJEKTOVÉHO ŘEŠENÍ

Na začátku 90. let vzniklo mnoho nových menších firem, které měly převážně formu společností s ručením omezeným a větší počet společníků. Protože již uplynulo několik let od počátku jejich fungování, dostavuje se jednak únava z podnikatelské činnosti a vyprchání počáteční euforie, v mnoha případech již došlo také k saturaci potřeb společníků, což samo o sobě vede k představě společníků vystoupit ze společnosti a nebo alespoň k určité sebereflexi a ke snaze nějakým způsobem kvantifikovat hodnoty vytvořené více než deseti lety úsilí, věnovaného firmě. Stanovení hodnoty firmy, jež je cílem mého projektu by tomu mělo napomoci.

2 HYPOTÉZA

Existují metody, kterými lze určit hodnotu podniku.

I. TEORETICKÁ ČÁST

3 KONFRONTACE IDEJE, HYPOTÉZY A LITERÁRNÍCH PRAMENŮ

V teoretické části budou představeny hlavní metody a postupy používané při stanovování hodnoty podniku. Podrobněji budou některé metody vysvětleny v analytické a projektové části při provádění samotných výpočtů.

Dříve než přistoupíme k vlastní teorii oceňování je užitečné se vrátit k základům ekonomie a vymezení některých pojmů.

3.1 Vymezení hlavních cílů podniku

Chce-li být podnik úspěšný, je nezbytné mít jasno v otázce cílů podniku, způsobu jeho vyjádření a měření. Názory na vymezení cílů podnikání i finančních cílů podniku jsou mezi ekonomy v tržní ekonomice neustále diskutovány a procházejí vývojem. Dříve se za základní cíl podnikání považovala maximalizace zisku. Postupem se však stává stále více předmětem kritických námitek, především z těchto důvodů.

1. Jde o statický přístup, který nebere v úvahu časovou dimenzi, nerozlišuje, ve kterém okamžiku bylo zisku dosaženo, nerozlišuje krátkodobé a dlouhodobé zisky. Je proto zdůrazňována potřeba aktualizovat zisky s ohledem na čas.

2. Zisk podniku je ovlivněn zvoleným pojetím výnosů a nákladů, metodou odpisování, tvorbou a rozpouštěním rezerv a nákladů příštích období. Proto se klade důraz na potřebu využívat cash flow pro hodnocení podniku a investičních variant.

3. Maximalizace zisku jako základní cíl podniku nebere v úvahu různý stupeň rizika, s nímž je zisku dosahováno. Předpokládá, že vyšší zisk je dosahován při stejném stupni rizika, což je nereálný předpoklad. Uvedené námitky vůči maximalizaci zisku jako cíle podnikání i hlavního finančního cíle vyústily v posledních letech v závěr, že: „Základním cílem podnikání je maximalizace tržní hodnoty firmy“; v podmínkách akciové společnosti maximalizace tržní ceny akcií. Vedle hlavního cíle existují i některé dílčí, krátkodobé finanční cíle. Patří mezi ně především průběžné zajišťování platební schopnosti (likvidity) podniku. Udržování platební schopnosti je základní podmínkou fungování podniku v tržní ekonomice. Současně by měl podnik dosahovat výše zisku, která mu umožní obnovu a rozvoj podniku. [8] str. 4

3.2 Vymezení hodnoty

3.2.1 Shareholder value a stakeholder value

Podnik by měl být vnímavý k přáním a potřebám zákazníků, hledat efektivní výrobní procesy, pečovat o kvalifikaci a potřeby svých pracovníků, prosadit se v domácím nebo i mezinárodním měřítku. Měl by tedy uspokojit všechny stakeholdery – všechny „zúčastněné“ podniku, kteří jsou nějakým způsobem spjati s daným podnikem. K nim patří poskytovatelé kapitálu - vlastníci (shareholders) a věřitelé, manažeři, zaměstnanci, dodavatelé, odběratelé, obec, stát aj. Všem těmto subjektům záleží na dlouhodobé existenci a dobré situaci daného podniku, každý z nich však sleduje svoje zájmy (např. cílem vlastníků je maximální zhodnocení svého vkladu, věřitelé chtějí dostat splátky dluhu a úroky, zaměstnanci usilují o maximální mzdu, dodavatelé se snaží o maximální ceny a množství dodané produkce, zákazníci požadují minimální ceny produkce, stát chce vybrat maximální daně atd.).

Jakým způsobem tedy měřit úspěšnost fungování podniku a jaké jsou faktory, které tento úspěch podmiňují? Každý subjekt, který je nějakým způsobem s činností podniku spojen, posuzuje svoji úspěšnost podle zhodnocení své investice a porovnává je s alternativními možnostmi, které mohl zvolit. Samotný podnikatel v podnikání realizuje svůj podnikatelský záměr za použití zdrojů (kapitálového trhu, trhu pracovních sil, surovin, atd.). Za tyto zdroje platí tržní cenu. To, co mu zůstane, představuje výnos jeho investice. Vlastníci tudíž nesou největší riziko. Výnos by se měl minimálně rovnat výnosu alternativní (stejně rizikové) investice. Pokud je výnos nižší a neexistuje východisko pro jeho zvýšení, měl by z tohoto podnikání odejít a své peníze investovat jinde. Tento odchod z podnikání se ale dotkne všech zúčastněných. Proto by měl být výnos pro vlastníka alespoň na úrovni jeho alternativního nákladu. Pokud dlouhodoběji podnik nepřidává svou činností hodnotu, není důvod pro vlastníky v takovém podniku setrvávat a raději svůj kapitál přesouvají jinam. To platí ve světě v procesu globalizace a přizpůsobování podmínek pro podnikání.

Je zjevné, že hodnota firmy je pro jednotlivé stakeholdery odlišná. Každý stakeholder posuzuje hodnotu firmy podle toho, co do ní vložil, resp. podle zhodnocení své investice.

Je důležité preferovat koncepci shareholder value, neboť je to současně jediná cesta ke zvyšování stakeholder value. Maximalizace hodnoty pro vlastníky je předpokladem pro zvyšování hodnoty pro všechny stakeholdery. Musíme si uvědomit, že pouze v případě, že dojde k uspokojení vlastníka, může dojít k uspokojení „stakeholderů“. Rozhodujícími stakeholdery jsou tedy shareholdeři, kteří nesou největší riziko. Jedině firma, která splňuje nároky vlastníků, může dlouhodobě existovat a přinášet prospěch všem zúčastněným (stakeholderům). [8] str.3

3.2.2 Hodnota podniku

Zboží se vyznačuje dvěmi základními vlastnostmi a to užitnou hodnotou a směnnou hodnotou. Užitná hodnota je souhrnem vlastností, které činí ze zboží statek, tj. jde o schopnost produktu být v budoucnu užitečný. Směnná hodnota je výrazem schopnosti zboží být předmětem směny. Směnná hodnota je v penězích vyjádřená hodnota zboží, které je předmětem směny, tvoří tak cenu tohoto zboží. Je výrazem nabídky a poptávky.

Hodnota podniku není objektivní vlastnost celku zvaného podnik, protože je založena na projekci budoucího vývoje. Jedná se tedy o odhad. Pokud tedy hodnota není objektivní vlastnost, nelze sestavit jednoznačný algoritmus, který by umožňoval hledanou hodnotu určit. Hodnota bude závislá jednak na účelu ocenění a jednak na subjektu, z jehož hlediska je určována.

Hodnota je při oceňování v podstatě ztotožněna s tržní hodnotou. Je to ekonomický pojem označující cenu, na které by se s největší pravděpodobností dohodli kupující a prodávající zboží nebo služby (v našem případě podniku), které jsou použitelné ke koupi. Hodnota není skutečnost, ale odhad pravděpodobné ceny, která by měla být zaplacená za zboží nebo službu v dané době v souladu s konkrétní definicí hodnoty. Ekonomický pojem hodnoty odráží názor trhu na užitky, které získá ten, kdo vlastní dané zboží nebo získá dané služby k datu ocenění. [3] str. 17

3.3 Oceňování podniku

3.3.1 Důvody oceňování podniku

Stanovení hodnoty podniku má v praxi vždy konkrétní cíl, na jehož základě se volí do jisté míry i metoda oceňování. Mezi hlavní důvody zjišťování hodnoty podniku patří zejména:

- snaha získat nový vlastní nebo cizí kapitál
- zájem prodat nebo koupit podnik, popřípadě majetkovou účast
- fúze podniku
- likvidace podniku
- získání informací o vývoji podniku
- fiskální důvody a jiné

Pro odhad hodnoty podniku se používá více metod, jejich použití je omezeno dostupností informací, obtížností postupů a je podřízeno funkci, které by ocenění mělo splnit. Obecně je potřebné při oceňování podniku dodržet tento postup:

1. Hodnotit podnik ze strategického hlediska, výsledkem hodnocení je kvalitativní rámec pro budoucí vývoj podniku a posouzení reálnosti čísel, která budou obsažena ve finančním plánu.
2. Ocenit podnik z finančního hlediska, ocenění obsahuje dva kroky:
 - a) přístup „going concern“ a „stand alone basis“ tj. ocenění podniku tak jak je, jak „stojí a běží“. Výchozím předpokladem je, že podnik i nadále bude mít shodný předmět činnosti a bude pokračovat ve své činnosti, jedná se tedy o předpoklad, že bude zachováno stávající nejlepší možné využití zařízení.
 - b) přístup založený na změně strategického hlediska, kdy se předpokládá, že nový vlastník přinese i změnu využívání majetku

Definování pojmu tržní hodnota je důležitou součástí každého ocenění podniku. Tato definice by měla minimalizovat možná nedorozumění mezi odhadcem a zadavatelem ocenění. Tržní hodnota bude definována následovně: „Tržní hodnotou podniku rozumíme finanční částku, kterou je možno získat prodejem majetku mezi dobrovolně a legálně jednajícím kupujícím a prodávajícím. Přitom obě zúčastněné strany mají zájem na uskutečnění transakce a nejsou ovlivněny jakýmkoli nátlakem nebo zvláštní motivací typu nekalé soutěže, ať již ze strany kupujícího nebo ze strany prodávajícího a znají všechna relevantní fakta podniku.“[3] str. 22

3.3.2 Metody ocenění podniku

Při představování jednotlivých metod se budeme v teoretické části zabývat jenom jejich základním popisem. Metody použité v této práci jsou dále podrobněji popsány při výpočtech v praktické části. Nejčastěji používané metody jsou založeny na:

- analýze majetku
- analýze výnosů
- analýze tržní hodnoty

3.3.2.1 Metody majetkového ocenění

Metody majetkového ocenění jsou založené na stavových veličinách a akcentují především majetkovou stránku podniku.. Substanční metoda se snaží korigovat nedostatky, které účetní metodu provázejí. Účetní metoda trpí nedostatky, které jsou spojeny s vlastní funkcí účetnictví a jeho hlavních principů.

3.3.2.1.1 Účetní hodnota vlastního kapitálu

Tato metoda je přes své vážné nedostatky velice jednoduchá a může nám poskytnout prvotní informace o hodnotě podniku, resp. vlastního kapitálu. U prosperujících podniků by tržní cena neměla být nižší než účetní hodnota

3.3.2.1.2 Metody zjištění věcné hodnoty, substanční hodnoty

Metoda věcné hodnoty má v Evropě velkou tradici. Metoda je založena na principu stanovení reprodukčních cen jednotlivých součástí majetku podniku za předpokladu going-concern principu. Tato metoda odstraňuje nedostatek předchozí metody sledující hodnotu majetku v historických cenách. Největší důraz je kladen na ocenění stálých aktiv. U těchto položek může docházet k největším rozdílům proti oceněním v historických cenách. Další oblastní oceňování jsou oběžná aktiva. Zde se provede případné přecenění zásob a stanoví se hodnota pohledávek dle jejich bonity. Na straně pasiv se oceňování zaměřuje na rezervy, závazky a úvěry. Zvláštní pozornost je třeba věnovat závazkům a pohledávkám plynoucím z podrozvahové evidence (leasing, ručitelské závazky). Tato metoda je velmi pracná, neboť oceňovaný soubor může být velice rozsáhlý a problém může být i postup jak stanovit odpovídající reprodukční cenu. I tato metoda je založena na principu going-

concern, pokud neočekáváme pokračování podniku je lepší zvolit likvidační metodu. Při této metodě se oceňují zvláště provozně nutná a nenutná aktiva.

„Ocenění na základě analýzy majetku vede ke zjištění majetkové podstaty podniku, kterou často označujeme jako substanci, neboli substanční hodnotu (něm. Substanzwert). Substanční hodnota je zde pojímána jako zastřešující pojem pro všechny varianty majetkového ocenění.

Princip majetkového ocenění je jednoduchý a obecně srozumitelný. Majetková hodnota podniku je definována jako souhrn individuálně oceněných položek majetku. Od tohoto souhrnu je pak odečtena suma individuálně oceněných položek závazků. Majetkové ocenění lze členit v závislosti na tom, podle jakých zásad a předpokladů budeme oceňovat jednotlivé složky majetku. Prvním kritériem pro naše úvahy bude, zda předpokládáme další pokračování podniku či ne. Pokud vycházíme z předpokladu trvalé existence podniku, tj. going concern principu pak oceňujeme na principu reprodukční ceny. Pokud nepředpokládáme dlouhodobější existenci podniku, pak oceňujeme v likvidační hodnotě.“[3] str.281

3.3.2.1.3 Likvidační metoda

Při použití likvidační hodnoty se předpokládá prodej aktiv podniku po částech různým zájemcům. Princip této metody je založen na stanovení maximální dosažitelné ceny při prodeji jednotlivých aktiv na plně konkurenčním trhu. Ukončit činnost podniku likvidací je vhodné v případech, kdy metodou likvidační hodnoty je cena stanovena na vyšší úrovni než výnosovými metodami a vlastníci podniku netrvají na pokračování činnosti podniku.

3.3.2.2 Výnosové metody

Výnosové metody vycházejí z poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. Výnosové metody, založené obecně na očekávaných příjmech, jsou teoreticky nejsprávnější metodou. Největším problémem těchto metod je odhad budoucích výnosů podniku. Mezi nejpoužívanější výnosové metody patří:

- Metoda diskontovaného peněžního toku
- Metoda EVA
- Metoda kapitalizovaných zisků

3.3.2.2.1 Metoda EVA

Economic value added znamená ekonomikou přidanou hodnotu. Vychází z předpokladu, že cílem firmy je maximalizace zisku nikoli účetního, ale ekonomického. Ekonomický zisk je rozdílem mezi výnosy a ekonomickými náklady, které kromě účetních nákladů zahrnují i oportunitní náklady. Oportunitní náklady jsou peněžní částky, které byly ztraceny tím, že zdroje nebyly vynaloženy na nejlepší alternativní použití. Autory modelu Eva jsou – Stern, Stewart a kol. a metodu vypracovali na začátku 90.let. EVA má tři hlavní okruhy využití tohoto ukazatele:

- EVA jako nástroj finanční analýzy
- EVA jako nástroj řízení podniku a motivování pracovníků
- EVA jako nástroj ocenění podniku

Posledním okruhem využití se budeme zabývat v této diplomové práci. Ekonomický zisk v tomto pojetí přitom podnik dosahuje tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu, a to na rozdíl od účetního zisku včetně nákladů na vlastní kapitál. Zjednodušeně řečeno, pokud tedy podnik vykazuje kladný účetní zisk (ten je již snížen o placené úroky jako náklad na cizí kapitál), vykazuje též ekonomický zisk v případě, že je tento zisk větší než náklady na vložený vlastní kapitál. Jinými slovy, pokud podnik sice dosahuje kladný účetní zisk, ale tento zisk není natolik vysoký, aby kompenzoval všechna rizika vlastníků, pak vlastníci nedosahují ekonomického zisku, ale naopak ztráty.

$$EVA = NOPAT - WACC \times Capital \quad (1)$$

$$NOPAT = EBIT \times (1-t) \quad (2)$$

$$WACC = r_d \times (1-t) \times \frac{D}{C} + r_e + E \quad (3)$$

r_d – náklady na cizí kapitál, tj. úrok, t – sazba daně z příjmů právnických osob, D (debt) – cizí kapitál, C – celkový dlouhodobě investovaný kapitál, r_e – náklady na vlastní kapitál (očekávaná výnosnost vlastní kapitál), E – vlastní kapitál

K propočtu EVA tedy potřebujeme znát tři základní veličiny: hospodářský výsledek z operativní činnosti NOPAT, tomuto hospodářskému výsledku odpovídající aktiva (Capital, NOA) a průměrné vážené náklady kapitálu (WACC).

Účetní hlediska vždy neodpovídají potřebám hodnocení hospodářské situace, proto se často hovoří o potřebě úpravy dat poskytnutých účetnictvím na data, která s určitou pravděpodobností lépe odrážejí realitu. Východiskem pro výpočet NOA (Net operating assets) je plánovaná přeceněná rozvaha oceňovaného podniku. Postup výpočtu NOA bude vysvětlen v analytické části práce

Stejně jako u metody DFC lze rozlišovat tři metody výpočtu hodnoty EVA:

- metoda entity
- metoda equity
- metoda APV

Metoda entity je považována za základní model. NOPAT zahrnuje jak hospodářský výsledek použitelný pro akcionáře, tak i úroky cizího kapitálu, tj. výnosy věřitelů. Vzorec pro výpočet EVA entity :

$$V = NOA_0 + \sum \frac{NOPAT_t - WACC * NOA_{t-1}}{(1 + WACC)^t} + \frac{NOPAT_{T+1} - WACC * NOA_T}{WACC * (1 + WACC)^T} - D_0 + A_0 \quad (4)$$

$$V = NOA_0 + \sum \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC * (1 + WACC)^T} - D_0 + A_0 \quad (5)$$

V - hodnota vlastního kapitálu podniku

EVA_t – EVA v roce t počítaná metodou entity

NOA_0 – čistá operativní aktiva k datu ocenění

NOA_{t-1} – čistá operativní aktiva ke konci předchozího roku, tj. k počátku roku t

$NOPAT_t$ – operativní hospodářský výsledek po dani v roce

T – počet let explicitně plánovaných EVA

WACC – průměrné vážené náklady kapitálu

D_0 – hodnota úročených dluhů k datu ocenění

A_0 – ostatní, tj. neoperativní aktiva k datu ocenění

Poté je také nutné upravit hospodářský výsledek na formu NOPAT (net operating profit after tax), jenž je upravený operační výsledek hospodaření po odpočtu upravených daní.

NOA je chápán jako hodnota vázaná v aktivech nutných pro dosažení operačního zisku. Vymezení operačních aktiv může v konkrétních situacích být různé, závisí pouze na podnikatelské činnosti podniku. Při úpravách je však třeba zachovat vazby mezi operačními aktivy NOA a výsledkem hospodaření z operační činnosti, tj. NOPAT by měl obsahovat ty výnosy a náklady, které souvisejí s aktivy, které jsou součástí NOA. [4]

Propočet metody EVA probíhá obvykle ve dvou fázích. Budoucí období je možné rozdělit na dvě fáze, kde první zahrnuje období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze pak obsahuje zbytek časového horizontu od konce první fáze do nekonečna. Použití dvoufázové metody předpokládá, že jsme schopni určit hodnotu podniku po explicitně prognózované období. Doporučená délka první fáze se v literatuře liší. Vzorec pokračující hodnoty:

$$\text{Pokračující hodnota (PH) v čase } T = \text{EVA}_{T+1} / (i_k - g) \quad (6)$$

T – poslední rok prognózovaného období

i_k – průměrné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra (WACC)

g – předpokládané tempo růstu EVA

Do výpočtu vzorce je třeba použít odhad volného EVA nebo volného cash flow pro rok $T+1$, tedy pro první rok, kdy již není k dispozici plán. Pokud poslední rok plánu (T) neobsahuje nějaké mimořádné podmínky stanovíme tento odhad jako:

$$\text{EVA}_{T+1} = \text{NOPAT}_{T+1} - \text{NOA}_T * \text{WACC} \quad (1)$$

3.3.2.2.2 Metoda diskontovaného peněžního toku DFC

Hodnota dnes se vždy rovná budoucímu peněžnímu toku diskontovanému alternativním nákladem. Problém je definovat, co se pod pojmem peněžní tok skrývá, odhadnout výši těchto toků a v budoucnu stanovit diskontní sazbu – ostatně toto je největší problém všech diskontních modelů. Použitá míra diskontování by měla odrážet náklady těch co poskytují kapitál. Náklady příležitosti kteréhokoli investora.

Pro potřeby oceňování je stanoveno volné cash flow. Je to celkový peněžní příjem podniku po zdanění, který by byl k dispozici akcionářům podniku, kdyby podnik neměl žádný dluh. Disponibilní příjem není ovlivněn finanční strukturou podniku, ale finanční struktura má vliv na vážený průměr hodnoty kapitálu a tím i na hodnotu podniku.

Stanovení odpovídající kalkulační úrokové míry (diskontní sazby) na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu patří spolu s prognózou budoucích výsledků hospodaření k nejdůležitějším faktorům, které ovlivňují objektivnost ocenění podniku na bázi výnosů.

V běžném finančním plánu máme k dispozici prognózu cash flow provozního, cash flow investičního a finančního. Pro potřeby oceňování však není žádná z těchto variant přímo použitelná. V tomto případě je třeba určit kolik peněz je možno vzít z podniku, aniž bude narušen jeho předpokládaný vývoj. Lepší řešení je použít korigovaný výsledek hospodaření. [4]

DFC se může vyskytovat stejně jako EVA ve více variantách.

- metoda entity - počítá se s podnikem jako celkem
- metoda equity - počítá se s vlastním kapitálem
- metoda APV - upravená současná hodnota

Smyslem všech tří metod je zjistit hodnotu vlastního kapitálu. V práci bude využita metoda entity – tedy podnik bude brán jako jedna jednotka. Při použití metody DFC entity probíhá výpočet ve dvou krocích. Nejprve vyjdeme z peněžních toků, které by byly k dispozici jak pro vlastníky tak pro věřitele a jejich diskontováním získáme hodnotu podniku jako celku (budeme ji označovat jako hodnotu brutto). Od ní pak odečteme hodnotu cizího kapitálu a získáme hodnotu netto.

Standardní dvoufázová metoda je v praxi obvyklá stejně jako v případě použití metody EVA.

$$DFC = \sum_{t=1}^T FCFF_t \cdot (1+i)^{-t} + \frac{PH}{(i-g)} \quad (7)$$

$FCFF_t$ - volné cash flow v jednotlivých letech

i - diskontní míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu

t - délka první fáze

g - předpokládané tempo růstu

PH - pokračující hodnota druhé fáze

3.3.2.2.3 Metoda kapitalizovaných zisků

V německé praxi se dává přednost metodě kapitalizovaných zisků, která se opírá o minulé výsledky. Časová řada minulých zisků se upravuje na srovnatelnou reálnou úroveň a stává se základem pro výpočet tzv. trvalého zisku. Trvalý zisk je třeba chápat jako velikost prostředků, které je možno rozdělit vlastníkům. Tyto prostředky mohou být rozděleny, aniž by byla dotčena podstata podniku. Pro odhad trvalého zisku se používají dvě metody: paušální metoda a analytická metoda. Tato metoda je vhodná tam, kde je možno předpokládat větší dlouhodobý růst. [6]]

Paušální metoda je vážený průměr minulých upravených zisků:

Z_t = minulé upravené zisky

q_t = váhy, které určují význam zisku za určitý minulý rok pro odhad budoucího trvalého zisku

k = počet minulých let

$$\text{Trvalý zisk} = \sum_{t=1}^k q_t * Z_t \quad (8)$$

Výnosová hodnota:

$$\text{Výnosová hodnota} = \frac{Z_t}{i_k} \quad (9)$$

Z_t je trvalý zisk, i_k je kalkulovaná úroková míra

3.3.2.3 Metoda analýzy tržní hodnoty

Tržní hodnotou podniku rozumíme odhad ceny, za kterou by bylo možné podnik reálně prodat. Jde-li o podnik, jehož akcie jsou běžně obchodovány, lze vycházet z aktuálního kurzu akcií na veřejných trzích. Pokud se nejedná o akciovou společnost, jejichž akcie jsou běžně obchodovány, nebo má jinou právní formu, pak se vychází z aktuální ceny srovnatelných podniků. Metoda tržního porovnání je uplatňovaná ve 3 rovinách:

- srovnání s podobnými podniky, jejichž hodnota je známá
- srovnání s jinými podniky, které byly předmětem transakcí a známe jejich realizační cenu
- srovnání s podobnými podniky

3.3.3 Náklady kapitálu

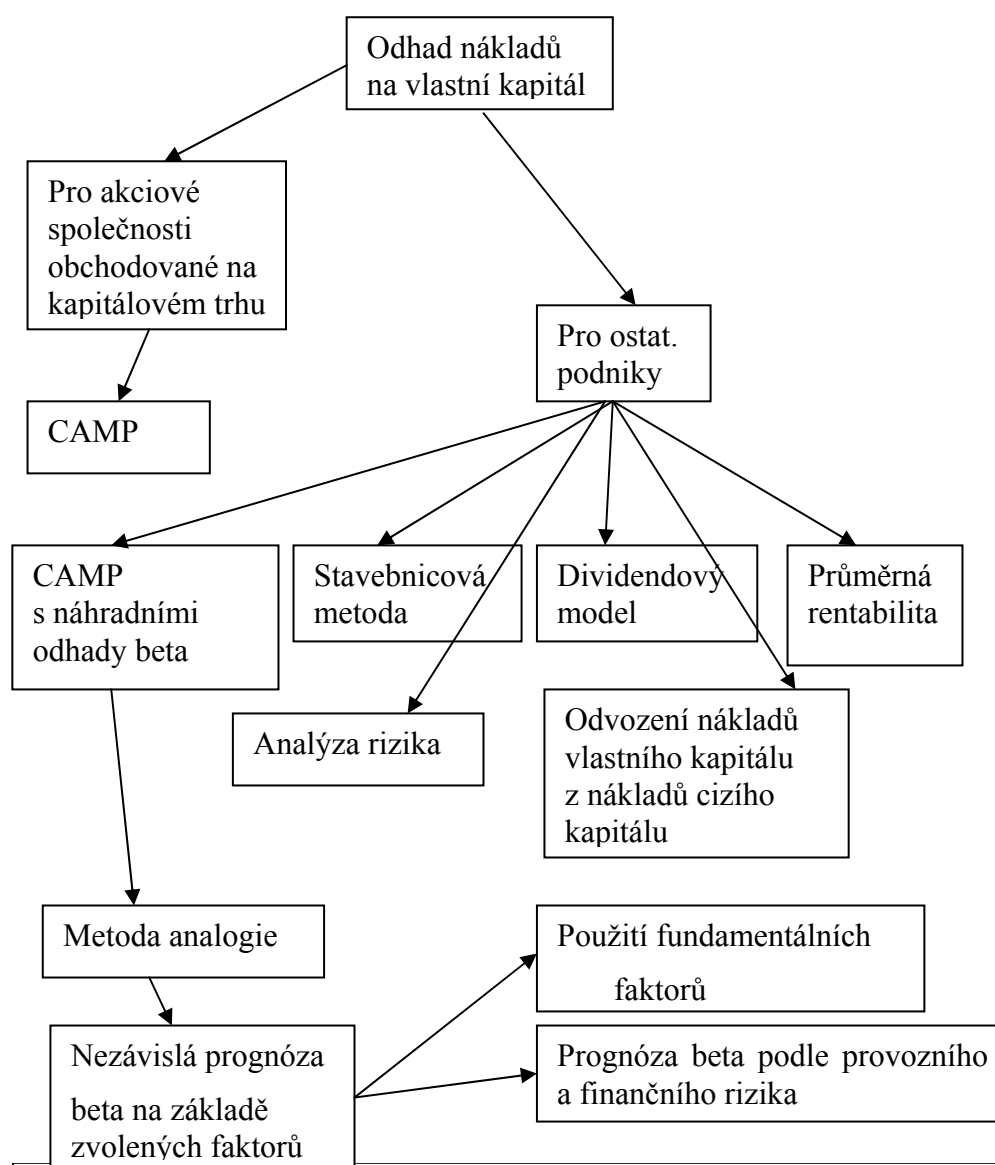
Náklady kapitálu představují minimální výnos projektu, který musí dosáhnout, aby byl akceptován. Každý z druhů použitého kapitálu má své náklady. Celkové náklady kapitálu jsou váženým aritmetickým průměrem nákladů jednotlivých druhů kapitálu.

Průměrné náklady kapitálu WACC jsou ve finančním rozhodování využívány:

- a) pro stanovení diskontní sazby při hodnocení efektivnosti investičních projektů. Struktura zdrojů užitých k financování má značný vliv na investiční projekt. Kapitálová struktura ovlivňuje hodnoty kritérií užitých k hodnocení ekonomické efektivnosti projektu. Dále ovlivňuje komerční životaschopnost a stabilitu projektu.
- b) mohou být využity v podobě mezních průměrných nákladů – pro stanovení optimální výše celkových kapitálových výdajů podniku
- c) mohou být použity jako rozhodovací kritérium pro tvorbu optimální kapitálové struktury podniku
- d) při oceňování podniku

Náklady cizího kapitálu můžeme vyjádřit jako výnos, který požadují věřitelé (investoři). Skutečné náklady cizího kapitálu jsou takové náklady, které zohledňují daně a náklady spojené s případnou emisí cenných papírů. Atraktivnost cizího kapitálu ve vztahu k vlastnímu kapitálu se na kapitálovém trhu mění v závislosti na vývoji úrokových měr. [6]

Náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním investorů (vlastníků). Výnosové očekávání je nutno odvozovat z možného alternativního výnosu kapitálu s přihlédnutím k riziku. Určit tyto náklady však v praxi patří k složitým úkolům finančního řízení. Další postup je více objasněn v praktické části.



Obrázek 1: Základní přístup k odhadu nákladů vlastního kapitálu

[6], str. 100

II. PRAKTICKÁ ČÁST

4 ANALÝZA

4.1 Analýza odvětví

4.1.1 Obecné informace

V České republice bylo podle ročenky České lékárnické komory ke konci roku 2004 provozováno 2157 lékáren a 231 odloučených oddělení výdeje léků. V těchto lékárnách pracovalo celkem 6657 lékárníků (což je v průměru 3,1 lékárníka na jednu lékárnou), 3685 laborantů a okolo 2000 tisíc ostatních pracovníků. [9]

Síť lékáren v ČR se statisticky jeví jako dostatečná – 4187 obyvatel na jedno pracoviště lékárny nebo odloučené oddělení výdeje léků je počet srovnatelný s vyspělými zeměmi Evropy. Na rozdíl od těchto zemí lze u nás otevřít lékárnou kdekoliv a vlastnit ji může kdokoliv (v případě, že sežene odborného zástupce, který je pak nositelem osvědčení). Dostupnost lékárenských služeb však není ve všech lokalitách stejná. V zásadě platí, že v místech s vyšší koncentrací odborné zdravotní péče a v místech s velkým pohybem obyvatel je síť lékáren naddimenzována. [9]

Z hlediska hustoty sítě lze konstatovat, že živelný vznik nových lékáren způsobil její nevyváženost. Typické je hromadění lékáren v centrech měst a v okolí velkých zdravotnických zařízení. Současný stav lze částečně optimalizovat zavedením regulace, tj. neudělení registrace nově vznikající lékárně při absenci předběžného souhlasu.

4.1.2 Založení lékárny

Pro zahájení a vedení provozu lékárny je mimo zaměstnanců a hmotného vybavení včetně zásob léků potřeba značný základní provozní kapitál. Na provoz lékáren se vztahují správní normy - zejména zákon č. 20/1966 Sb. o péči o zdraví lidu, ve znění pozdějších předpisů s navazujícími prováděcími předpisy, zákon č.160/1992 Sb. o zdravotní péči v nestátních zdravotnických zařízeních, ve znění pozdějších předpisů, s navazujícími prováděcími předpisy, zákon č. 48/1997 Sb., o veřejném zdravotním pojištění ve znění pozdějších předpisů a mnoho dalších jako například zákon č.79/1997 Sb. o léčivech, ve znění pozdějších předpisů. Počet těchto zákonných a podzákonných norem se blíží stovce. Otevření lékárny je složitý proces. Zájemce dokládá vztah k nebytovému prostoru, ve

kterém bude lékárna provozována, vizitaci Státního útvaru pro kontrolu léčiv, který kontroluje věcné a technické vybavení lékárny včetně prostorového uspořádání. Dokládá, že má odborného zástupce, který musí splňovat podmínky stanovené licenčním řádem České lékárnické komory (doložená odborná praxe, potvrzení o zdravotní způsobilosti, o odborné způsobilosti – atestaci, vyjádření představenstva, předsedy, či místopředsedy okresního či pražského sdružení lékárníků – místního orgánu ČLK, čestné prohlášení o bezúhonnosti, kopie dokladu o odborné, případně specializované způsobilosti personálu s kvalifikací farmaceut a farmaceutický asistent a jejich čestné prohlášení). Obdobné doklady včetně výpisu z rejstříku trestů jsou požadovány krajským zdravotním radou při žádosti o registraci lékárny.

S vydanou registrací pak proces pokračuje přes výběrové řízení k zajištění smluvních vztahů se zdravotními pojišťovnami, které umožňují lékárně standardním způsobem vyúčtovávat léky a zdravotnické prostředky vydané na recept či poukaz jejich pojištěnců.

V zásadě platí, že lékárenskou péči hradí zdravotní pojišťovna i bez smlouvy, ale většinou za mnohem nevýhodnějších podmínek (delší doba lhůty splatnosti, častější nedodržení lhůt splatnosti). Opožděné platby zdravotních pojišťoven, nemocnic a jiných zdravotnických zařízení přivedly mnoho lékáren k druhotné platební neschopnosti a k finančním problémům.

Dalším významným bodem, který je třeba v budoucnosti řešit, je navrhované zavedení jednotných doplateků u léčiv předepisovaných na lékařský předpis, změnit a jasně deklarovat pravidla cenotvorby léčiv, která by byla výhodná jak pro pacienty, tak pro zdravotní pojišťovny, stát i pro samotné lékárny. [9]

4.1.3 Současný stav oboru a vyhlídky do budoucnosti

V lékárnách bylo v roce 2003 přijato více než 88 mil. kusů receptů, cca 1 634 tis. kusů poukazů na zdravotnické prostředky a více než 570 tis. kusů žádanek a objednávek na léčiva a zdravotnické prostředky. Výdaje za léčiva a zdravotnické prostředky činily celkem 36 436 mil. Kč. Tržby od zdravotních pojišťoven dosáhly 25 695 mil. Kč, doplatky pacientů a volný prodej činily cca 8 930 mil. Kč. Na 1 lékárnou v roce 2003 připadlo v průměru 47 064 receptů (v roce 2002 to bylo 49 291 ks receptů). Průměrný počet poukazů na lékárnou v loňském roce byl 872 ks, tj. mírný pokles proti roku 2002, kdy poukazů bylo v průměru 898 ks. Žádanek na léčiva od zdravotnických zařízení bylo za loňský rok 214,

žádanek na zdravotnické prostředky od zdravotnických zařízení pouze 16 ks. Zde se projevuje koncentrace zdravotních zařízení na odběry z nemocničních lékáren. [14]

Údaje o objemech léčivých přípravků procházejících distribučním řetězcem byly získány od distributorů sledováním jejich dodávek do lékáren, dalších zdravotnických zařízení a prodejcům vyhrazených léčiv.

Ve srovnání krajů podle tržeb za rok 2003 Praha obsadila první místo s 21 831 tis. Kč na lékárně. Následuje Jihomoravský a Moravskoslezský kraj. Nejnižší tržby v průměru jsou v kraji Libereckém, a to 16 517 tis. Kč oproti republikovému průměru 19 453 tis. Kč. [14] (Viz. Příloha XIV: Lékárny podle obrátu tržeb za rok 2003)

V poslední době se na poli lékárenských služeb stále více začínají prosazovat nadnárodní společnosti, které u nás už před několika lety začaly provozovat řetězce lékáren. Již nyní vlastní okolo 30 % provozoven. [9]

Trend je takový, že od majitelů, kteří už nejsou schopni z ekonomických důvodů lékárně provozovat, nebo kteří odcházejí do důchodů, kupují jejich provozovny. Mezi největší seskupení patří provozovatelé majetkově propojení s distribučními společnostmi. Koncentrace trhu vytváří pro samostatné podnikání lékárníků čím dál obtížnější prostředí. Zvyšující se konkurence v celém odvětví snižuje ziskovost lékáren.

Lékařenské řetězce spojené nebo vlastněné distribučními společnostmi mají velkou vyjednávací schopnost co se týče cen léků a komunikují přímo s výrobcí léčiv. Jsou schopny si vyjednat vysoké množstevní slevy. Vzhledem ke klesající ziskovosti z realizace léčiv se lékárny orientují stále více na ostatní sortiment, který je však velmi široký a nízkoobratový, takže ve většině případů (kromě center měst) ekonomiku lékárny nezlepší. Jedním z příkladů, který ilustruje vývoj v odvětví je snaha společnosti Droxi, která chce již od začátku roku 2004 otevřít vedle drogerií zhruba dvacet lékáren. Záměrem společnosti je spojit lékárně s drogerií do tzv. "drugstoru", jež jsou k vidění ve Velké Británii a Spojených státech. České lékařnické komory se však nelíbí, že se k léčivým přípravkům takto může dostat i neodborný personál. Proto žádost společnosti Droxi zamítla. Droxi se domnívá, že ČLK jednala protiprávně a s pomocí soudu nakonec otevřela první lékárně v Brně a na sklonku roku 2005 další otevře i v Praze. [15] Z toho plyne, že malé samostatné lékárny nemohou v budoucnosti konkurovat cenou léků, ale mohou soupeřit pouze v kvalitě poskytovaných služeb, neboli v tzv. lékařnickém

farmaceutickém servisu, který se stává jedním ze stěžejních bodů práce v lékárnách. Dotazy na aplikaci a uchovávání léčiv, stejně jako na jejich účinek, vedlejší a nežádoucí účinky se dostávají stále častěji do popředí rozhovoru lékárníka s pacientem a zdá se, že se lékárnický (farmaceutický) servis jeví nejen jako strategie, ale především jako budoucnost povolání lékárníka.

4.2 Popis oceňovaného podniku

V následující kapitole bude oceňovaná společnost popsána z mnoha hledisek a bude vymezeno její postavení na trhu.

4.2.1 Základní identifikace společnosti

Majitelé lékárny si nepřáli aby bylo zveřejňováno jméno ani sídlo společnosti, jejich přání plně respektuji. V následujícím textu bude Lékárna XYZ s.r.o. označována jako „oceňovaný podnik“, „oceňovaná společnost“ nebo „oceňovaná lékárna“.

Obchodní jméno: Lékárna XYZ s.r.o.

Základní kapitál k 31.12.2003 činí: 102000 Kč

Vznik společnosti: 1.1.1994

Předmět činnosti: Poskytování lékařských služeb

4.2.2 Historie společnosti

Oceňovaná lékárna s.r.o. vznikla v roce 1994 privatizací státní lékárny. Navázala na dlouholetou tradici lékáren na tomto místě. První lékárna zde vznikla v roce 1934 a bez přerušení činnosti pokračuje až dodnes. Objekt ve kterém lékárna sídlí byl již od počátku postaven k tomuto účelu. Tvoří jej bytové a nebytové prostory (bytové prostory- 4 nájemní byty, nebytové prostory – prostor lékárny a ordinace lékařů). K objektu patří ještě pozemek. Lékárna s.r.o. začínala s 5 zaměstnanci v roce 1994 a v následujících letech se počet se ustálil na 10 zaměstnancích. V roce 1997 byla provedena kompletní rekonstrukce interiéru lékárny a vybavení laboratoře. V roce 1999 došlo k vybudování počítačové sítě a umístění několika pracovních stanic na táru. V síti je celkově 11 počítačů, lékárna využívá informační lékařský systém od firmy LEKIS. Během let dochází k postupným opravám objektu.

4.2.3 Vlastnická struktura

Společnost s.r.o. má 3 společníky. Všichni jsou jednatelé společnosti a každý vlastní 33% podíl. Jeden ze společníků je vlastníkem osvědčení na poskytování lékárenských služeb.

4.2.4 Management

Management lékárny je tvořen společníky. Všichni jsou vysoce kvalifikovanými pracovníky s dlouholetou praxí v oboru. Svoje odborné farmaceutické vzdělání si neustále doplňují. Silnou stránkou managementu je vysoká motivace a vysoké pracovní nasazení, společníci jsou skutečnými osobnostmi, které dokážou vést svůj tým, umí vytvořit pozitivní klima v kolektivu, jdou sami příkladem, velmi dobře plánují a vedou běžné činnosti. Mezi slabé stránky managementu patří jeho přetíženost, zahleděnost do provozní oblasti podniku, nedostatečné delegování. Pro zahlcenost běžnými úkony nemá management čas a sílu tvořit vize a strategie do budoucna, strategie, které by přispěly k expanzi lékárny a zvyšování tržního podílu. Je to dáno především tím, že po letech vedení lékárny jsou již trochu unaveni, určitou roli hraje také věk.

4.2.5 Zaměstnanci

Pracovníci lékárny jsou vysoce kvalifikovanými odborníky. Zacházet s léky, komunikovat s klienty a vykonávat všechny odborné zdravotnické práce mohou pouze lékárníci a farmaceutické laborantky. U pracovníků lékárny je kladen vysoký důraz na kontinuální vzdělávání, které si doplňují na edukačních seminářích nejenom v oborech farmaceutických, ale i v oborech spojených s vedením podniku. Z 10 zaměstnanců (včetně 3 společníků) má 6 dokončeno vzdělání na farmaceutických fakultách, 3 jsou absolventy středního odborného studia. Členství v České lékárnické komoře, která usiluje o vzdělávání lékárníků, rozvoj a pokrok ve farmacii je pro lékárníky povinné. Vysoká kvalifikace musí být také náležitě ohodnocena, což se projevuje na vysokých osobních nákladech (viz. Příloha III a Příloha VII). K vedení podvojného účetnictví lékárna využívá služeb účetní firmy a daňového poradce. Účetnictví podléhá ze zákona auditu.

4.2.6 Dodavatelé

Lékárna nakupuje od více distributorů léky, léčivé přípravky a prostředky zdravotní techniky. Velkou část sortimentu (90%) nakupuje od 3 distributorů (Phoenix, Purus, Pharmos), při dodávkách nechce být závislá pouze na jednom dodavateli, i když by to bylo z finančního hlediska výhodné (menší přírážka distributora). Lékárna důsledně volí spektrum zejména volně prodejných přípravků a doplňkového sortimentu. Při jeho výběru jednoznačně zohledňuje kvalitu produktu a exkluzivitu jeho prodeje v lékárně. Objednávka léčiv probíhá několikrát denně, dodavatelé pružně reagují na potřeby lékárny. Vzhledem k současné šíři sortimentu není možné mít všechny položky na skladě.

4.2.7 Zdravotní pojišťovny

1/3 léčiv je vydána ve volném prodeji za hotové. 2/3 vydaných léčiv a prostředků zdravotní techniky jsou na lékařský předpis nebo na lékařský poukaz. Tyto recepty jsou fakturovány zdravotním pojišťovnám (z 90 % Všeobecné zdravotní pojišťovně). Důležité je zajištění smluvních vztahů se zdravotními pojišťovnami, které umožňují lékárně standardním způsobem vyúčtovávat léky, zdravotnické prostředky vydané na recept či poukaz jejich pojištěncům. V zásadě platí, že lékárenskou péči hradí zdravotní pojišťovna i bez smlouvy, ale většinou za mnohem nevýhodnějších podmínek (delší doba lhůty splatnosti, častější nedodržení lhůt splatnosti). Lékárna má s pojišťovnami sjednanou měsíční lhůtu splatnosti, která je často ale překračována (viz. analýza aktivity, finanční analýza).

4.2.8 Pacienti

Lékárna funguje na stejném místě již více než 70 let a těší se dobrému jménu. V roce 1994 se současní majitelé vrátili k původnímu názvu lékárny, které nesla od svého vzniku v třicátých letech až do znárodnění v padesátých letech minulého století. Vzhledem k tomu, že lékárna funguje v menším městě (podle České lékárnické komory připadá průměrně na jednu lékárnu 4187 osob) [9], mají jak pacienti tak zaměstnanci lékárny v mnoha případech navázán osobní vztah. Lékárna dodává léky také do městského domova důchodců, bohužel nedodává do blízké nemocnice. Podle názoru zaměstnanců lékárny je v posledních letech patrné, že lidé stále více pečují o své zdraví. Dalším trendem je, že

zejména mladší generace se ohlíží na své zaměstnání a k lékaři chodí jen v nejnútnejších případech a pokud je to možné raději si koupí příslušný volně prodejný přípravek.

4.2.9 Konkurenti

Konkurenty lékárny jsou především další lékárny. V současné době jsou ve městě dvě. Na sklonku roku 2005 nebo na začátku roku 2006 má být ve městě otevřena další lékárna. Tento vývoj byl zohledněn také v další části práce při finančním plánování. Dalšími konkurenty lékárny jsou do jisté míry také obchody s „bioprodukty“ a drogerie. Konkurence v oboru je čím dál silnější, největšími konkurenty malých autonomních lékáren jsou však lékárenské řetězce vlastněné distribučními společnostmi, které vzhledem k své vyjednávací síle jsou schopny nakupovat léčiva za výrazně nižší cenu. Vznik konkurenční lékárny vlastněné lékárenským řetězcem ve městě nebo v blízkém okolí by přinesl velké problémy všem lékárnám.

4.2.10 Relevantní trh

V následující tabulce je uvedena velikost českého trhu a jeho vývoj. Je patrné, že přes zvyšující se tržby klesá počet prodaných balení. Vývojová tendence je taková, že se stále více na trhu uplatňují kvalitnější, modernější a účinnější léky.

	KČ (MLD)	ZMĚNA (%)	BALENÍ (MIL.)	ZMĚNA (%)
2001	44,242	16,2	342,92	6,28
2002	48,032	5,16	338,3	-0,67
2003	52,216	5,75	346,03	-0,77
2004	53,976	11,88	327,55	4,91

Tabulka 1: Údaje o objemech distribuovaných léčivých přípravků v mld. Kč, počtu balení v ČR období 2001-2004 (v běžných cenách)

Zdroj: Státní ústav pro kontrolu léčiv www.sukl.cz [14]

„Výdaje na léky rostou především v důsledku zavádění nákladnějších léků. Vlivem pokroku medicíny - prosazují se stále kvalitnější ale dražší léky. Mírný nárůst lze pozorovat v posledních letech i v celkové spotřebě léků podle definovaných denních dávek. Ceny léků v České republice jsou od roku 1992 ovlivněny především evropským trhem. Vliv české ekonomiky ovlivňuje zvyšování cen na vstupech do zdravotního systému v ostatních položkách, jen omezeně se promítá do položek léků a mezd.“ [14]

	Tempo růstu tržeb podniku, v běžných cenách	Růst odvětví lékárnictví v běžných cenách	Míra inflace, roční index	Vývoj HDP ČR v běžných cenách	Tržby v tis. Kč (při neměnných podmínkách)
1998	4,00%	4,0%	110,7	9,50%	37896
1999	4,90%	5,0%	102,1	3,40%	39765
2000	4,90%	5,3%	103,9	4,30%	41547
2001	7,50%	16,2%	104,7	8,70%	44667
2002	4,40%	5,2%	101,9	5,20%	46613
2003	9,60%	5,8%	101,8	6,00%	51094
	Předpověď	Předpověď			Předpověď
2004	2,90%	5,2%	102,7	7,10%	52566
			Předpověď	Předpověď	
2005	4,90%	5,1%	102,3	5,20%	55128
2006	4,60%	4,9%	102,7	6,00%	57690
2007	4,40%	4,6%	102,3	7,10%	60252
					Regresní analýza Závislost na čase $x = 34632 + 2562 \cdot t$ Korelační koeficient 0,987153765

Tabulka 2: Vývoj hlavních makroekonomických ukazatelů, odvětví a tržeb lékárny
v období 1998-2007

(HDP: ČSÚ www.czso.cz [13], Inflace ČSÚ www.czso.cz [13], Růst odvětví
v lékárnictví www.sukl.cz [14] Předpověď vývoje tržeb - vlastní výpočet)

Pomocí regresní analýzy byl naznačen vývoj tržeb lékárny za předpokladu stále stejných podmínek. Výhled českého hospodářství je také pozitivní a to jak vývoj inflace tak vývoj HDP v běžných a stálých cenách. Budoucí tržby oceňované lékárny, které byly vypočítány regresní analýzou, odpovídají předpokladům růstu lékárenského odvětví jako celku, jenž si udržuje stálý růst. Pro sestavení finančního plánu na základě všech známých okolností bude zvolen v budoucnu růst tržeb ve výši 3 %, který pouze eliminuje vliv inflace na velikost tržeb v budoucnosti.

Ve spádové oblasti města žije okolo 18 tisíc obyvatel. Pacienti většinou kupují a vyzvedávají léky na recept v lékárnách ve městě své spádové oblasti bezprostředně po

návštěvě lékaře. Podle kvalifikovaného odhadu majitelů oceňované lékárny až do konce roku 2003 měla lékárna 65% podíl na tržbách ve své spádové oblasti. Na základě tohoto kvalifikovaného odhadu a na základě znalosti tržeb lékárny ve sledovaném období můžeme stanovit hodnotu relevantního trhu celé oblasti působnosti lékárny.

(v tis. Kč)	2 000	2 001	2 002	2 003
Tržby oceňované lékárny 65% relevantního trhu	41 547	44 667	46 613	51 094
Relevantní trh celkem	63 918	68 718	71 712	78 606

Tabulka 3: Relevantní trh v období 2000-2003

V roce 2004 a 2005 si lékárna svůj podíl na trhu uchová. V roce 2006 začne provoz třetí lékárny -od začátku roku 2005 je vydáno stavební povolení. Podle odhadů majitelů společnosti toto způsobí jednorázový pokles tržeb o 25 % roce 2006. Na druhou konkurenční lékárnu bude mít nástup konkurence menší vliv, vzhledem k jejímu výhodnému umístění v budově polikliniky. Tedy v letech 2004 a 2005 budeme předpokládat růst tržeb na úrovni 3 %, v roce 2006 jednorázový propad tržeb o 25 %, způsobený nástupem nové konkurence a v roce 2007 opět 3 % růst.

4.2.11 Analýza pěti porterových sil

Tato analýza se zaměřuje na pět klíčových oblastí, které mohou ovlivnit podnik. Jsou v ní v podstatě shrnuty informace předchozí analýzy.

Současná konkurence v odvětví

Konkurence v odvětví poskytování lékárnických služeb je vysoká a neustále roste. Konkurenci v odvětví v posledním období zvyšují především stále se rozšiřující lékárenské řetězce, nově vznikající soukromé lékárny a v budoucnosti také on-line lékárny. Konkurenty jsou také různé prodejny bioproduktů, které konkurují lékárně na poli potravinových doplňků a některých volně prodejných přípravků

Ohrožení ze strany nově vstupujících firem

Ohrožení ze strany vstupu nových firem je vysoké. Jak již bylo psáno výše. Lékárnické řetězce mají výhodu nižších cen při nákupu léku, protože mohou ve velké míře využívat množstevních slev. Tuto vyjednávací sílu malé lékárny nemají. Oceňovaná lékárna se může také cítit ohrožena vstupem nového lékárenského subjektu do města, ve

kterém působí. Lékárna poskytuje svoje služby regionálně a vstup nového subjektu by znamenal snížením tržeb pro všechny lékárnické subjekty v daném regionu. Podle dostupných informací bude ve městě na konci roku 2005 otevřena nová konkurenční lékárna, což povede ke snížení tržeb asi o 25 % ve sledovaných obdobích 2006 a 2007.

Možnost substituce výrobků

Léky a lékárenské služby k sobě substitut nemají. Určitým substitutem k malé části lékárenského zboží je zboží v drogeriích.

Vliv odběratelů

Odběratelé - pacienti nemají příliš na výběr ze substitutů a jestliže potřebují dané výrobky a služby, nemohou příliš ovlivnit jejich cenu. Určitou vyjednávací sílu mají velcí odběratelé jako domovy důchodců a nemocnice. Mezi odběratele patří také zdravotní pojišťovny, které často za výkony lékárny neplatí včas. Maximální ceny léčiv, které zdravotní pojišťovny proplácí jsou stanoveny aktualizovanými sazebníky ministerstva zdravotnictví.

Vliv dodavatelů

Vliv dodavatelů není příliš silný. Na trhu existuje množství dodavatelů. Lékárna není s žádným smluvně vázána. Většinu léků odebírá stabilně od 3 lékárenských dodavatelů. Přesto při nákupu většího množství zboží lze dosáhnout množstevních slev.

Bariéry vstupu

Bariérami vstupu jsou především složitost administrativního procesu, vysoké nároky na odbornost a kvalifikovanost pracovní síly a vysoké kapitálové náklady na zřízení. Velkou bariérou vstupu je také složitý proces vytvoření vztahu mezi lékárnou a pacienty při vzniku nové lékárny.

Strategie podniku

Udržení tržeb v současné výši. Vysoká dynamika růstu tržeb ve sledovaném období se v následujících letech s nejvyšší pravděpodobností nebude opakovat. Bude třeba klást velký důraz na hospodaření a neustále zlepšovat své služby. V horizontu několika let bude třeba zavést on-line lékárnictví a popřípadě otevřít ještě jednu provozovnu (ať lékárnu či výdejnu léků).

4.3 Finanční analýza

V rámci oceňovaného podniku by finanční analýza měla prověřit finanční zdraví podniku v období 2000-2003 a vytvořit základ pro finanční plán.

4.3.1 Rozvaha

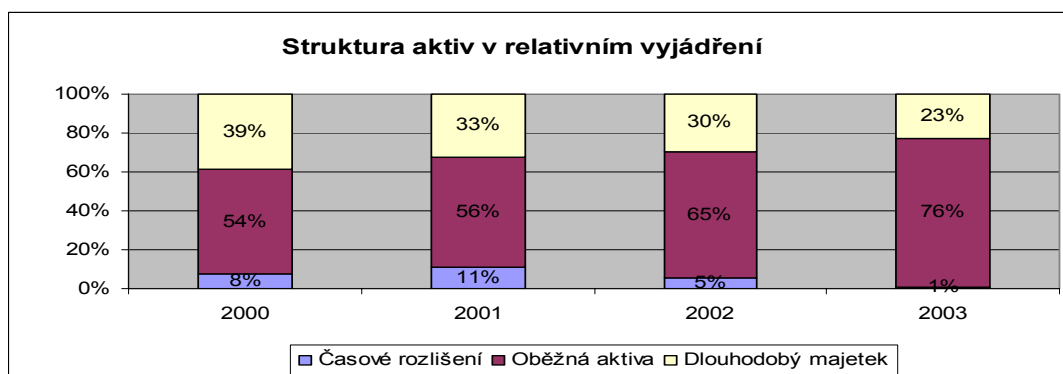
Základním krokem při zpracování analýzy finanční situace je analýza bilanční sumy. V tomto případě sledujeme, jak se celková bilanční suma v čase změnila. Ve zdravých a stabilizovaných společnostech platí, že bilanční suma v čase roste. V letech 2000 až 2002 roste bilanční suma velmi pozvolna v roce 2003 skokově o 1884 tis, tj. o 15 %. Růst bilanční sumy souvisí především se zvýšením krátkodobých pohledávek a prostředků na bankovním účtu. (viz. Příloha I. a Příloha II.)

4.3.1.1 Aktiva

Ve sledovaném období relativně i absolutně klesá podíl dlouhodobého majetku (stálých aktiv) na celkových aktivech a nedochází k žádným výrazným investicím. Aktiva jako celek však rostou – jejich růst je způsoben růstem podílu oběžných aktiv na celkových aktivech.

Rok	2000	2001	2002	2003
Aktiva celkem	12376	12448	12615	14499
Dlouhodobý majetek	4776	4055	3733	3318
Oběžná aktiva	6658	7003	8203	11091
Časové rozlišení	942	1390	679	90

Tabulka 4: Struktura aktiv v absolutním vyjádření



Obrázek 2: Struktura aktiv v relativním vyjádření

Ve sledovaném období absolutně i relativně roste podíl oběžných aktiv. Celkový absolutní růst je 40 % v období 2000 až 2003.

Rok	2000	2001	2002	2003
Oběžná aktiva	6658	7003	8203	11091
Zásoby	1096	1808	2165	2205
Dlouhodobé pohled.	0	0	0	0
Krátkodobé pohled.	3944	3057	4220	6017
Krátkodobý fin. maj.	1618	2139	1818	2869

Tabulka 5: Struktura oběžných aktiv v absolutním vyjádření 2000-2003

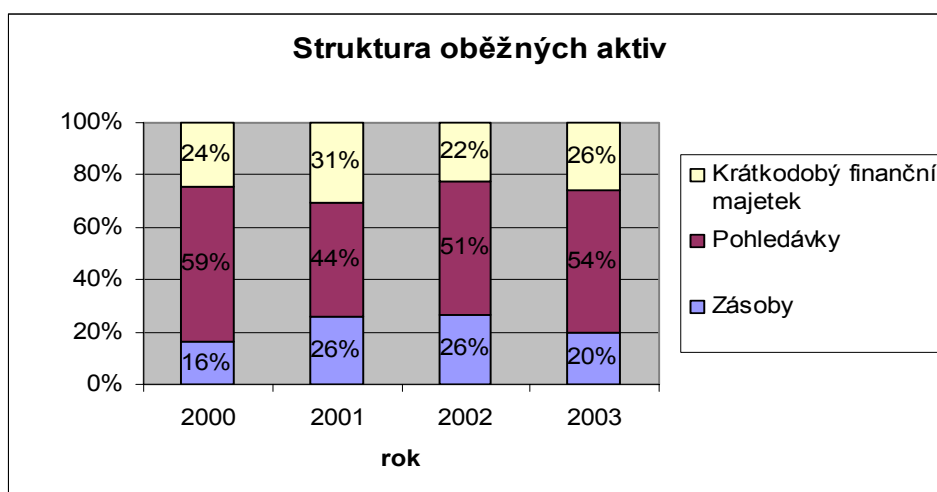
Jednotlivé složky oběžných aktiv si již dlouhodobě drží stejný poměr. Majitelé lékárny jsou velmi konzervativní a proto dávají přednost vysokému stavu běžného účtu, místo aby volné finanční prostředky například investovali do krátkodobých cenných papírů, do likvidních cenných papírů nebo do devizového trhu. Určité rezervy existují také v oblasti řízení stavu zásob na skladě a v oblasti řízení krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů. Od roku 2001, kdy došlo ke snížení jejich podílu na oběžných aktivech, v letech 2002 a 2003 dochází opět k jejich růstu. Absolutní a relativní růst krátkodobých pohledávek a krátkodobých závazků souvisí také s dynamikou zvyšování tržeb ve sledovaném období. Krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů převyšují krátkodobé závazky. Lékárna platí svým dodavatelům průměrně za kratší dobu (Tabulka 6), než dostává zapláceno – toto je další z důvodů k vysokému stavu prostředků na běžném účtu, čímž zajišťuje likviditu i v případě, že dojde ke značnému zpoždění plateb zdravotními pojišťovnami aniž dojde ke zpoždění plateb dodavatelským společností.

rok		2000	2001	2002	2003
Doba inkasa pohledávek (dny)	$\frac{\text{Pohledávky}}{(\text{Tržby} / 360)}$	34,17	24,64	32,59	42,39
Doba splatnosti krátkodobých závazků (dny)	$\frac{\text{Závazky}}{(\text{Tržby} / 360)}$	30,04	25,19	23,82	25,46

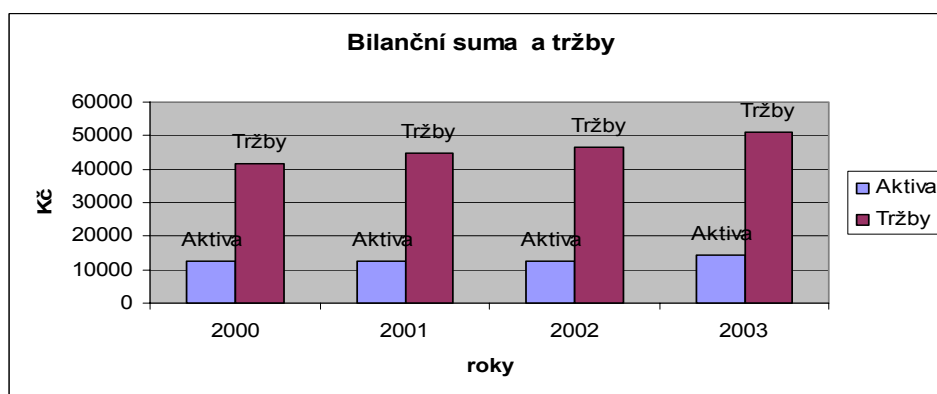
Tabulka 6: Vývoj doby inkasa pohledávek a splatnosti závazků

rok	2000	2001	2002	2003
Pohledávky z obchod. vztahů	3869	3056	4216	5929
Závazky z obchodních vztahů	2742	1745	2329	2288

Tabulka 7: Srovnání vývoje krátkodobých pohledávek a závazků z obchodních vztahů



Obrázek 3: Struktura oběžných aktiv v relativním vyjádření 2000-2003



Obrázek 4: Vývoj aktiv a tržeb v období 2000-2003

4.3.1.2 Pasiva

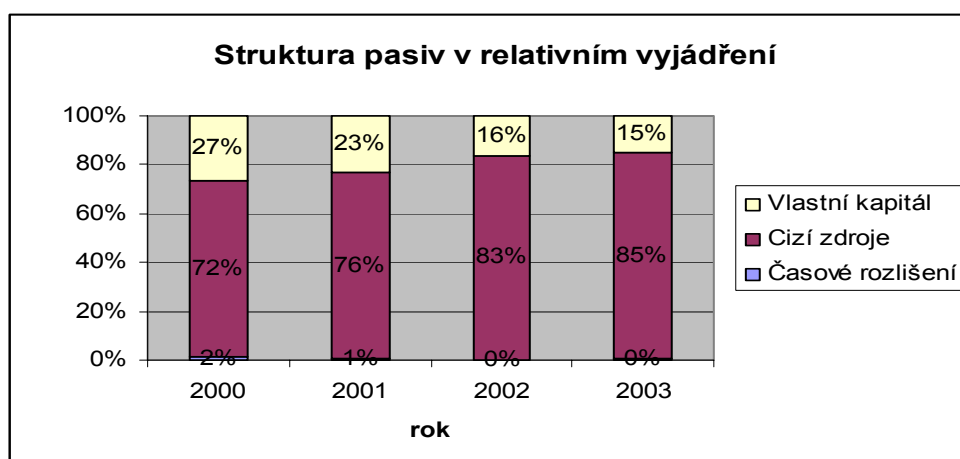
Celková bilanční suma se vyvíjí shodně s aktivy (princip bilanční rovnosti). Základní kapitál má stále stejnou hodnotu, jenž je dána právní formou společnosti (s.r.o.) Podstatné jsou položky Výsledek hospodaření minulých let a Výsledek hospodaření běžného období. Společnost dosahuje velmi dobrých výsledků a zisk i tržby ve sledovaném období každý rok rostou.

rok	2000	2001	2002	2003
EAT	624	1359	1421	2014
Tržby	41547	44667	46613	51094

Tabulka 8: Tržeb a zisku po zdanění v období 2000-2003

Druhou podstatnou složkou ve struktuře financování jsou cizí zdroje. Společnost již od roku 1999 nemá žádné dlouhodobé bankovní úvěry. Podstatnou část cizích zdrojů tvoří

rezervy podle zvláštních předpisů (na opravu střechy, na opravu sklepních prostor, na opravu venkovní kanalizace, na opravu ordinace lékařů a nájemních bytů patřících k objektu). Významnou částí cizích zdrojů jsou také krátkodobé závazky a z nich především krátkodobé závazky z obchodních vztahů - které se však i přes rostoucí tržby drží stále na konstantní úrovni. Zajímavé je srovnání krátkodobých aktiv a krátkodobých pasiv (Tabulka 10), zde by měla platit rovnováha mezi krátkodobými aktivy a pasivy. Na první pohled je patrné, že od roku 2002 krátkodobé pohledávky značně převyšují krátkodobé závazky. Nic významného to neindikuje, společnost by se však měla zaměřit na to, aby se rozdíl dále nezvyšoval a aby pohledávky byly hrazeny včas. S nedobytností pohledávek společnost neměla až na výjimky v minulosti významnější potíže. Opožděné platby více zdravotních pojišťoven v jeden okamžik by však mohly narušit finanční stabilitu.



Obrázek 5: Struktura pasiv v relativním vyjádření

rok	2000	2001	2002	2003
Cizí zdroje	8872	9476	10533	12319
Rezervy	5446	6352	7449	8705
Krátkodobé závazky	3467	3125	3084	3614
Závazky z obch.vztahů	2742	1745	2329	2288
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0
Ostatní závazky	725	1380	755	1326

Tabulka 9: Struktura cizích zdrojů 2000-2003

rok	2000	2001	2002	2003
Krátkodobé pohledávky	3944	3057	4220	6017
Krátkodobé závazky	3467	3125	3084	3614

Tabulka 10: Srovnání krátkodobých aktiv a pasiv

4.3.1.3 Vývoj pracovního kapitálu

Rozdílové ukazatele slouží k analýze a řízení finanční situace podniku s orientací na jeho likviditu. Čistý pracovní kapitál je definován jako rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými závazky a má významný vliv na jeho platební schopnost.

rok	2000	2001	2002	2003
ČPK	3191	3878	5119	7477

Tabulka 11: Čistý pracovní kapitál v letech 2000-2003

Hodnota ukazatele ve sledovaném období roste. Tyto hodnoty souvisí především s růstem peněžních prostředků na bankovním účtu a zvyšováním pohledávek a z druhé strany s konstantními hodnotami krátkodobých závazků ve sledovaném období. Tento ukazatel naznačuje, že společnost má dobrou likviditu.

Další rozdílový ukazatel čistých pohotových prostředků ČPP, určující likviditu právě splatných krátkodobých závazků, to jenom potvrzuje. (Jedná se o rozdíl mezi pohotovými peněžními prostředky a okamžitě splatnými závazky, předpokládáme, že polovina krátkodobých závazků je právě splatných). Ukazatel je nejvyšším stupněm likvidity. Společnost má velmi vysokou likviditu a je schopna velmi rychle dostát svým závazkům, to souvisí také s poměrně vysokým stavem běžného účtu. Majitelé jsou velice konzervativní a místo toho aby investovali volné prostředky například do likvidních cenných papírů, krátkodobých cenných papírů nebo do cizích měn a tím získávali výnosy ještě mimo hlavní funkci podniku, volí raději jistotu běžného účtu.

rok	2000	2001	2002	2003
Krátkodobé závazky/2	1733,5	1562,5	1542	1807
Peněžní prostředky	1618	2139	1819	2869
Čisté pohotové prostředky	-115,5	576,5	277	1062

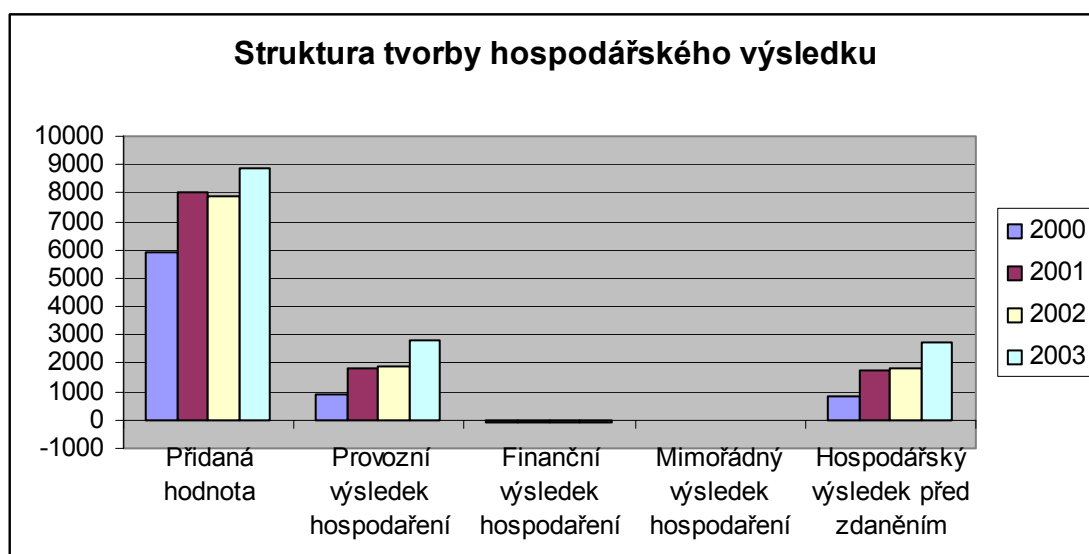
Tabulka 12: Čisté pohotové prostředky 2000-2003

4.3.1.4 Shrnutí k účetnímu výkazu rozvaha

Bilanční suma ve sledovaném období roste. Na straně aktiv se však snižuje podíl dlouhodobého majetku a zvyšuje podíl oběžného majetku především krátkodobých pohledávek z obchodního styku a zůstatku na běžném účtu. Podíl krátkodobých pohledávek z obchodního styku roste spolu s tržbami. Společnost ve sledovaném období nemá žádné bankovní úvěry ani dlouhodobé závazky. Hospodářský výsledek běžného období také roste každým rokem. Dominantní položkou cizích zdrojů jsou rezervy podle zvláštních právních předpisů, které jsou tvořeny na opravy. U cizích zdrojů postupně roste také položka krátkodobých závazků z obchodních vztahů, jež také souvisí se zvyšujícími se tržbami. Krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů rostou však rychleji než krátkodobé závazky z obchodních vztahů. Společnost by se měla zaměřit na to, aby se rozdíl nadále nezvětšoval a poměr mezi nimi se přibližoval 1:1.

4.3.2 Výkaz zisků a ztrát

Pro účely ocenění je podstatný nejen dosažený hospodářský výsledek, ale především důležité je, jak bylo tohoto hospodářského výsledku dosaženo. Je potřeba prozkoumat, zda hospodářský výsledek vzniká v části provozní a jak se podílí část finanční a mimořádná. Detailnější pohled na tvorbu hospodářského výsledku a úroveň nákladovosti poskytují přílohy (viz. Příloha III – Výkaz zisků a ztrát a Příloha IV. Agregovaný výkaz zisků a ztrát a vertikální analýza výkazu zisků a ztrát).



Obrázek 6: Struktura tvorby hospodářského výsledku

Pro oceňovaný podnik je nejvýznamnější řádek 1 výkazu zisků a ztrát tj. tržby z prodeje zboží. Výnosy z ostatních oblastí jsou zanedbatelné. Velmi pozitivní je každoroční nárůst tržeb ve sledovaném období, s tím, že v roce 2003 došlo ke skokovému zvýšení tržeb o 4481 tis. Kč neboli o 9 % oproti roku 2002.. Zvýšení tržeb je způsobeno jednak mírným zdražováním léčiv a jednak zvýšením objemu expedovaných (vydaných) léčiv. Další možností tvorby výnosů v budoucnosti je využití volných finančních prostředků k finančním investicím. (viz Příloha IV).

	2000	2001	2002	2003
Tržby za prodej zboží	41547	44667	46613	51094
Výroba	255	260	260	250
Ostatní provozní výnosy	44	38	23	24
Výnosy celkem	41846	44965	46896	51368

Tabulka 13: Vývoj struktury výnosů v 2000-2003

2001/2000	2002/2001	2003/2002
1,075	1,044	1,096

Tabulka 14: Index vývoje tržeb 2000-2003

Nejvýznamnější část nákladových položek jsou náklady vynaložené na prodané zboží, které ve sledovaném období rostou proporcionalně se zvyšujícími se tržbami. Další významnou položkou je položka osobní náklady, která je konstantní v celém sledovaném období, v budoucnu bude nejspíše mírně růst. V lékárně pracuje 10 zaměstnanců, tento počet je ustálený a v budoucnu se nebude výrazně měnit. Položka výkonová spotřeba je ve sledovaném období také konstantní.

	2000	2001	2002	2003
Náklady vynaložené na prod.zboží	34026	35024	37350	40911
Výkonová spotřeba	1851	1882	1633	1575
Osobní náklady	4237	4286	4272	4225
Daně a poplatky	17	10	14	14
Odpisy dlouhod.nehm. a hmot.maj.	895	895	604	497
Ostatní náklady	119	186	105	174
Změna stavu rezerv a op.pol.	-161	906	1097	1256
Mimořádné náklady			1	

Tabulka 15: Vývoj struktury nákladů v období 2000-2003

Výsledkem každoročního zvyšování tržeb, které rostou rychleji než náklady, je každým rokem zlepšující se hospodářský výsledek. Velmi významný je také vývoj „haléřového“ ukazatele tržeb a výnosů (viz. Příloha V.), jenž uvádí poměr náklady / výnosy a náklady / tržby na 1 Kč. Poměr mezi náklady a výnosy, respektive tržbami na 1 Kč se každý rok snižuje viz. Tabulka 17.

	2000	2001	2002	2003
HV před zdaněním	863	1778	1821	2715
Daň	239	419	399	701
HV po zdanění	624	1359	1421	2014

Tabulka 16: Hospodářský výsledek 2000-2003

	2000	2001	2002	2003
Náklady celkem/výnosy	0,9794	0,9605	0,9611	0,9471
Náklady celkem/tržby	0,9864	0,9669	0,9670	0,9522

Tabulka 17: Haléřový ukazatel výnosů a tržeb.

4.3.3 Rozbor poměrových ukazatelů

Velmi důležitým jsou poměrové ukazatele. Pomáhají získat rychlý přehled o základních finančních charakteristikách podniku.

4.3.3.1 Ukazatel rentability, výnosnosti

Rentabilita, výnosnost vloženého kapitálu je měřítkem schopnosti podniku vytvářet nové zdroje, dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu.

		2000	2001	2002	2003
Rentabilita celkových aktiv ROA	EBIT/Aktiva	7%	14%	14%	19%
Rentabilita tržeb	EBIT/Tržby	2%	4%	4%	5%
Obrat celkových aktiv	Tržby/Aktiva	3,36	3,59	3,70	3,52
Rentabilita kapitálu ROCE	EBIT/(Vlastní kap.+ rezervy+dl.závazky+dl.bank úvěry)	10%	19%	19%	25%
Rentabilita vlastního kapitálu ROE	EAT/Vlastní kap.	19%	47%	68%	95%
Finanční páka	Aktiva/Vlastní kap.	3,737	4,284	6,074	6,817
Nákladovost tržeb	Náklady/Tržby	0,986	0,967	0,967	0,952
Mzdová náročnost	Mzdové náklady/Tržby	0,076	0,071	0,068	0,060
Tržby na zaměstnance	Tržby/počet zaměstnanců	4154	4466	4661	5109

Tabulka 18: Vývoj rentability podniku 2000-2003

EBIT chápeme jako zisk před zdaněním a úroky. Rentabilita podniku je podle všech vypočítaných ukazatelů ve sledovaném období stále rostoucí. Nejvýznamnější je to především u rentability celkových aktiv. Rentabilita tržeb roste pomalejším tempem. Větší vypovídací schopnost než Rentabilita vlastního kapitálu a ukazatel Finanční páky má ukazatel Rentability kapitálu (jak vlastního tak cizího kapitálu) ROCE. Ukazatele Rentabilita vlastního kapitálu ROE a Finanční páka jsou zkresleny. Společnost vykazuje v rozvaze vysoký stav rezerv - v položce rezervy podle zvláštních právních předpisů, „rezervy představují tu část záměrně nevykázaného zisku, zadrženu jednak na případná reálná rizika související s podnikáním (např. podnik uzavřel nevýhodnou smlouvu, při jejímž plnění mu vzniknou náklady převyšující ekonomický přínos), jednak na přesně vymezené účely (jako např. na záruční opravy či restrukturalizaci podniku např. účelová typická rezerva na opravu hmotného majetku. Tvorba rezervy na tento účel však není v souladu se světově uznávanými standardy). Rezervy nelze chápat tak, že by je bylo možno vytvářet libovolně, vždy musí být zdůvodněny minulými událostmi či reálně očekávanými okolnostmi. Rezervy se tvoří zahrnutím do nákladů, takže vykázaný zisk je nižší.“ [1] str.13. S rentabilitou také souvisí nákladovost tržeb, která má ve sledovaném období klesající tendenci což je velmi pozitivní. Ukazatel mzdové náročnosti je naopak po celou dobu konstantní a ukazatel tržby na zaměstnance rostoucí.

4.3.3.2 Ukazatel aktivity

Ukazatelé aktivity informují, jak podnik využívá jednotlivé majetkové části. Zde lze pracovat s ukazateli počtu obrátů nebo dobou obrátu, jinak řečeno jde o hodnocení vázanosti kapitálu v aktivech.

		2000	2001	2002	2003
Obrat aktiv	Tržby/aktiva	3,4	3,6	3,7	3,5
Doba obratu aktiv (dny)	Aktiva/(tržby/360)	107,2	100,3	97,3	102,1
Relativní vázanost dl. majetku	Dlouhodobý majetek/tržby	11%	9%	8%	6%
Obrat zásob	Tržby/zásoby	37,9	24,7	21,5	23,1
Doba obratu zásob (dny)	Zásoby/(tržby/360)	9,5	14,7	16,7	15,5
Obrat pohledávek	Tržby/pohledávky	10,7	14,6	11,0	8,6
Doba inkasa pohledávek (dny)	Pohled./(tržby/360)	34,1	24,6	32,5	42,3
Doba splatnosti kr. závazků (dny)	Krátkodobé záv./(tržby/360)	30,1	25,2	23,8	25,5
Doba splatnosti kr. závazků z obchodních vztahů	Krátkodobézáv./(tržby/360)	14,1	17,9	16,1	15,2

Tabulka 19: Vývoj ukazatelů aktivity 2000-2003

Obrat aktiv má mírně rostoucí průběh - je to trend žádoucí, znamená že relativní vázanost aktiv klesá. Ukazatele aktivity zvyšují ukazatele rentability. K nejdůležitějšímu zjištění dojdeme při porovnání doby inkasa pohledávek a splatnosti krátkodobých závazků. Rozdíl mezi nimi se neustále zvětšuje. To znamená, že například v roce 2003 lékárna úvěruje svoje odběratele 18 dní. Ještě markantnější je rozdíl mezi dobou splatnosti krátkodobých závazků z obchodních vztahů a dobou inkasa pohledávek - v roce 2003 lékárna úvěruje svoje odběratele průměrně 27 dní. Doba obratu aktiv klesá, což je jev pozitivní. Ukazatel relativní vázanosti dlouhodobého majetku má klesající průběh - tento ukazatel měří, do jaké míry se daří zvyšovat objem tržeb bez dalšího rozšiřování kapacity měřené dlouhodobým majetkem. Doba obratu zásob se zvyšuje – je to trend nežádoucí, zásoby rostou relativně rychleji než tržby.

4.3.3.3 Ukazatel likvidity

Likvidita vyjadřuje schopnost podniku hradit své závazky. Při hodnocení likvidity je důležité vzít na vědomí jednu podstatnou skutečnost, a sice, že oběžný majetek neprodukuje žádný zisk, naopak v oběžném majetku má podnik vázány své zdroje. Na jedné straně tedy existuje snaha o udržení likvidity tak nízké, jak je to jen možné, na druhou stranu tak vysoké, aby bylo možné hradit své závazky.

		2000	2001	2002	2003
Běžná likvidita III.stupně	Oběžná aktiva / (kr. záv.+ kr.bank úvěry a výpomoci)	1,92	2,24	2,66	3,07
Pohotová likvidita II.stupně	Kr. pohled. + finanční majetek / (kr.závazky + kr.bank úvěry)	1,60	1,66	1,96	2,46
Okamžitá likvidita I.stupně	Fin.majetek / (kr.záv. + kr.bank.úvěry)	0,46	0,68	0,58	0,79

Tabulka 20: Vývoj likvidity v období 2000-2003

Běžná likvidita je ukazatel, který v čitateli zahrnuje všechny složky oběžného majetku. Jsou v něm zahrnuty i zásoby, které však často nesplňují tak docela hledisko likvidity. Ve sledovaném období běžná likvidita neustále roste - růst souvisí s růstem oběžných aktiv v letech 2000-2003. Pohotová likvidita je přesnějším vyjádřením schopnosti podniku dostát krátkodobým závazkům, v čitateli je již odečtena položka zásob, otázkou však zůstává, jaká je pravděpodobnost inkasa pohledávek. Z ukazatele aktivity vypočteném v předchozím bodě vyplývá, že doba inkasa se za sledované období prodloužila z průměru 34 dnů na 42 dnů, pravděpodobnost inkasa pohledávek je ze zkušenosti téměř jistá. Lékárna nemá až na výjimky negativní zkušenosti s nedobytnými pohledávkami, vždy se jim zatím situaci podařilo vyřešit. Také pohotová likvidita ve sledovaném období roste. Okamžitá likvidita je nejpřísnějším ukazatelem likvidity, měří schopnost podniku uhradit svoje závazky právě v tento okamžik. Vzhledem k vysokému stavu běžného účtu vykazuje okamžitá likvidita dobré hodnoty. Ukazatel ve sledovaném období neustále roste.

4.3.3.4 Ukazatel zadluženosti

Ukazatel zadluženosti charakterizuje jednak zadluženost vlastního kapitálu, jednak základní proporce vlastního a cizího kapitálu. Jedná se tedy o ukazatel věřitelského rizika a o ukazatele finančního rizika.

		2000	2001	2002	2003
Celková zadluženost	Cizí zdroje/Aktiva celkem	0,72	0,76	0,83	0,85
Míra zadluženosti	Cizí zdroje/ Vlastní kapitál	2,69	3,26	5,07	5,79
Doba splácení dluhu	(Cizí zdroje-rezervy)/provozní CF		1,48	1,05	0,80

Tabulka 21: Zadluženost 2000-2003

Výsledky ukazatele zadluženosti jsou velmi negativní. Podle mého názoru však neodrážejí skutečnost. Cizí kapitál je ze značné části tvořen rezervami, společnost nemá žádné bankovní úvěry. viz. Tabulka: 9. Kislingerová má na tuto věc následující názor: [1] str. 178: „Protože rezervy představují položky, které zatěžují náklady a věcně nesouvisí s hlavním předmětem činnosti, tj. s kapacitou, jeví se věcně správnější o jejich rozměr rozšířit vlastní kapitál“ a dále pokračuje: „Rezervy představují v rámci vymezení investovaného kapitálu určitý problém, který podle našeho názoru není zcela uspokojivě vyřešen. V praxi lze postupovat asi takto:

- Rezervy charakteru skutečných závazků (například rezervy na garanční opravy) zařadit mezi dlouhodobý cizí kapitál a odhadnout náklady na tento kapitál (pravděpodobně na úrovni nákladů na vlastní kapitál)
- Ostatní rezervy považovat za specifický vlastní kapitál (equity equivalents). Jejich přiřazení k vlastnímu kapitálu představuje jejich hypotetické rozpuštění do výnosů. Proto pokud se jedná o rezervy, jejichž tvorba byla uplatněna jako daňově uznatelný náklad, je v tomto případě třeba zvýšit daňové závazky o potenciální daňové zatížení plynoucí z rozpuštění těchto rezerv.“[1]

Subjektivně bylo stanoveno, že polovina rezerv společnosti byla zařazena do rezerv, které představují reálný dluh, v konkrétním případě nutnost oprav majetku a polovinu rezerv byl rozšířen vlastní kapitál. Tímto rozdělením rezerv se budeme řídit i v následujících kapitolách.

rok		2000	2001	2002	2003
Celková zadluženost	Cizí zdroje/Aktiva celkem	0,50	0,51	0,54	0,55
Míra zadluženosti	Cizí zdroje/Vlastní jmění	1,02	1,04	1,17	1,23
VK(Vk původní + 1/2 rezerv) (tis.Kč)		6035	6082	5802	6480
Cizí zdroje (1/2 rezerv + ostatní cizí zdroje) (tis.Kč)		6149	6300	6809	7967

Tabulka 22: Zadluženost po úpravě vlastního a cizího kapitálu o rezervy 2000-2003

Podle této logiky se podíváme ještě jednou na ukazatele zadluženosti. Přesuneme položku rezerv do vlastního kapitálu. O tuto položku se sníží současně hodnota vlastního kapitálu. Ukazatel ihned podstatně mění strukturu a podle mého názoru lépe vystihuje stav oceňovaného podniku.

4.3.4 Souhrnné ukazatele

4.3.4.1 Altmanova analýza

Altmanova analýza představuje jednu z možností, jak vyhodnotit souhrnně zdraví podniku prostřednictvím jednoho čísla. Altmanův Z faktor v sobě zahrnuje všechny podstatné složky finanční analýzy, tj. rentabilitu, likviditu, zadluženost i strukturu kapitálu. Jednotlivým parametrům je přiřazena váha, která je odrazem jeho významnosti pro finanční zdraví podniku. Existují dva tvary rovnice. Pro následující výpočet použijí rovnici pro společnosti uzavřené nebo společnosti, které nejsou obchodovány na kapitálovém trhu. [1] str. 82

Z faktor = (EBIT/aktiva) x 3,107 + (tržby/aktiva) x 0,998 + (tržní hodnot. vl. kap. /cizí kapitál) x 0,420 + (nerozdělený zisk/aktiva) x 0,847 + (čistý pracovní kapitál (WC)/aktiva) x 0,998. (10)

	2000	2001	2002	2003
(EBIT/aktiva) x 3,107	0,2166	0,4437	0,4485	0,5817
(tržby/aktiva) x 0,998	3,3503	3,5811	3,6878	3,5169
(tržní hodnot. vl. kap. /cizí kapitál) x 0,420	0,1567	0,1288	0,0828	0,0725
(nerozdělený zisk/aktiva) x 0,847	0,1762	0,0976	0,0365	0
(čistý pracovní kapitál (WC)/aktiva) x 0,998	0,2573	0,3109	0,4049	0,5146
Z faktor	4,1574	4,5622	4,6604	4,6858

Tabulka 23: Vývoj Z faktoru 2000-2003

Vyhodnocení Z faktoru: pro společnosti ve výborném finančním zdraví platí, že Z je vyšší než 2,90 interval <1,21-2,89> šedá zóna a méně než 1,2 bankrot. [1] str.82

Faktor Z ukázal, že společnost se těší výbornému finančnímu zdraví. Zdánlivá jednoduchost analýzy může vést k zavádějícím výsledkům, nicméně je užitečným prostředkem pro rychlé zjištění finančního zdraví podniku.

4.3.4.2 IN Index

Vychází z Altmanovy analýzy, ale je přizpůsoben více podmínkám ČR. Byl sestaven manžely Neumaierovými v polovině 90-tých let [1] str. 83.

$$IN = 0,15 \times \text{aktiva/cizí zdroje} + 0,11 \times \text{EBIT/úroky} + 4,61 \times \text{EBIT/aktiva} + 0,72 \times \text{tržby/aktiva} + 0,1 \times \text{oběžná aktiva / (kr.závazky+kr.bankovní úvěry)} \quad (11)$$

	2000	2001	2002	2003
0,15 x aktiva/cizí zdroje	0,2092	0,1970	0,1796	0,1765
0,11 x EBIT/úroky	0	0	0	0
4,61 x EBIT/aktiva	0,3214	0,6584	0,6654	0,8632
0,72 x tržby/aktiva	2,4170	2,5835	2,6604	2,5372
0,1 x oběžná aktiva / (kr.závazky+kr.bankovní úvěry)	0	0	0	0
IN Index	2,9477	3,4390	3,5055	3,5770

Tabulka 24: Vývoj IN Indexu 2000-2003

IN index vyšší než 2 znamená, že podnik se těší výbornému finančnímu zdraví. Dostali jsme v podstatě stejné výsledky jako při Altmanově analýze.

5 SYNTÉZA POZNATKŮ

V předešlých kapitolách diplomové práce byly nejprve představeny nejčastější metody používané při stanovování hodnoty podniku. Na základě dostupných informací z lékárenských a jiných periodik byla analyzována obecná situace v oboru lékárenství a byly vymezeny hlavní trendy v oboru. Poté byla lékárna představena a byla popsána z pohledu okolí firmy, managementu, zaměstnanců, dodavatelů, zákazníků, konkurentů a relevantního trhu. Byl stanoven její možný budoucí vývoj na relevantním trhu a možný růst tržeb. Společnost je také hodnocena z pohledu Porterova modelu pěti konkurenčních sil.

Lékárnictví je přes vysoké bariéry vstupu velmi atraktivní pro nově vstupující subjekty, především pro lékárnické řetězce vlastněné distribučními společnostmi, které buď zakládají nové nebo kupují již zaběhnuté lékárny. Již několik let dochází ke snižování ziskových marží a tento trend bude nadále pokračovat. Problémem odvětví jsou opožděné platby zdravotních pojišťoven a nemocnic lékárnám, které dovedly mnoho lékáren k druhotné platební neschopnosti. Také oceňovaná lékárna je ohrožena nově vnikající konkurencí, jenž povede ke zmenšení podílu na relevantním trhu.

Finanční analýza společnosti poskytla podklady k tomu, aby bylo možné vytvořit obrázek o struktuře aktiv a pasiv, o rentabilitě, zadluženosti a aktivitě firmy a její schopnosti dostát svým závazkům a také poskytnout informace pro sestavení finančních plánů. Bilanční suma firmy se každým rokem ve sledovaném období 2000 - 2003 zvyšuje. Klesá podíl dlouhodobých aktiv, což si v budoucnu vyžádá investice. Na straně aktiv by si firma měla dát v budoucnosti pozor na zvyšující se podíl krátkodobých pohledávek ve struktuře oběžných aktiv a jejich poměr k krátkodobým závazkům na straně pasiv. Firma dosahuje ve sledovaném období zisku. Rentabilita podnikání je vysoká a lékárna nemá žádné bankovní úvěry. Cizí zdroje jsou z největší části tvořeny rezervami. Firma má vysokou likviditu, souvisí to také s poměrně vysokým stavem běžného účtu. Souhrnné ukazatele Z faktor (Altmanova analýza) a IN Index naznačují, že se oceňovaný podnik těší výbornému finančnímu zdraví.

Vzhledem k situaci a vývoji v celém odvětví si Lékárna XYZ s.r.o. uvědomuje výhody stanovení její hodnoty, která může tvořit základ pro cenové jednání při případném prodeji nebo při strategickém rozhodování v budoucnosti.

6 DIAGNÓZA PROJEKTU

Majitelé podniku neznají jinou než účetní hodnotu svého podniku, která však o skutečné hodnotě napoví jen málo. Při případném jednání o prodeji podniku nemají stanovenou žádnou tržní hodnotu, od které by se mohla jednání odvíjet.

Projekt je zaměřen na stanovení hodnoty podniku vybranými metodami.

7 PROJEKTOVÉ ŘEŠENÍ

7.1 Charakteristika projektu

Název projektu: Projekt stanovení hodnoty firmy XYZ vybranými metodami oceňování

Zpracovatelský tým: Vedoucí diplomové práce - doc. Ing. Josef Hurta, CSc.

Management firmy - RNDr. Eva Javůrková

Diplomant - Josef Nováček

Historie projektu: Výzvou pro řešení tohoto projektu byla potřeba zjistit hodnotu Lékárny XYZ s.r.o., kvůli vývoji v lékárenském odvětví, kde dochází k růstu lékárenských řetězců. Hodnota, jenž bude výsledkem této práce, by mohla být jedním z podkladů k jednání o prodejní ceně při případném prodeji firmy a také jako vodítko pro další strategické rozhodování.

Požadavky firmy: Stanovte hodnotu Lékárny XYZ s.r.o.

Co se již udělalo: Management firmy předal podklady potřebné pro stanovení hodnoty podniku (účetní závěrky za roky 2000-2003) a poskytl nezbytné konzultace.

Hlavní cíl projektu: Sestavit finanční plán, analyzovat předpokládaný vývoj v odvětví, přecenit aktiva a stanovit hodnotu podniku výnosovými a majetkovými metodami a tím vytvořit základ pro cenové jednání při případném prodeji, dělení firmy nebo strategickém rozhodování v budoucnosti

Kritéria úspěchu: Po skončení projektu by měla být managementu firmy předložena stanovená hodnota firmy, která je výsledkem věrohodné myšlenkové konstrukce a postupu, který je možné obhájit.

Omezení projektu: Účetní závěrka za rok 2004 ještě nebyla zpracována, proto nebylo možno použít informace z účetnictví za toto období.

Podmínky projektu: Při práci budou managementem firmy poskytnuty informace o stávajícím stavu a poskytnuty konzultace, které vyřeší případné nejasnosti.

7.2 Postup realizace projektu

Nejdříve byl stanoven cíl práce, kterým je stanovení hodnoty podniku vybranými metodami za účelem určení tržní ceny podniku při případném prodeji. Byl vytvořen pracovní tým. Poté byla shromážděna data jak interní (účetní závěrka za roky 2000 až 2003) a také data externí (odborná literatura, odborné články, analýzy atd.), které v práci cituji. Pro kvalitní stanovení hodnoty je nezbytné mít jak informace z podniku, tak i o prostředí, ve kterém podnik působí (mikro a makroprostředí). Na fázi shromažďování dat navazuje fáze analytická, která obsahuje analýzu odvětví lékárenství, makroekonomickou analýzu a analýzu relevantního trhu, postavení oceňované lékárny na něm a finanční analýzu účetních výkazů za období 2000-2003.

Na základě informací získaných předchozími kroky bude v další části práce sestaven finanční plán na období 2004-2007. Dalším krokem je výpočet nákladů na vlastní a cizí kapitál, k samotnému výpočtu průměrných nákladů na kapitál bude přistoupeno až při stanovování hodnoty lékárny výnosovými metodami z důvodu určení správného poměru mezi vlastním a cizím kapitálem podniku. Dalším krokem je pak již stanovení hodnoty podniku.

Nejdříve je využita metoda majetková, konkrétně substanční. Aktiva podniku budou rozdělena na provozně nutná a provozně nenutná a bude stanovena jejich hodnota. Následuje stanovení hodnoty podniku brutto a po odečtení závazků hodnoty netto. Hodnota provozně nenutného majetku bude přičtena až na konci. Na základě substanční hodnoty majetku bude sestavena přeceněná rozvaha a přeceněný výkaz zisků a ztrát, který se stane základem pro oceňování podniku výnosovými metodami.

V tento moment může dojít k výpočtu WACC, průměrných nákladů kapitálu, aby byl správně vyjádřen poměr mezi cizím a vlastním kapitálem, tentokrát už v tržní hodnotě.

Následuje výpočet výnosovými metodami. Nejdříve bude použita metoda EVA. Aktiva budou upravena na NOA (čistá operační aktiva), hospodářský výsledek na NOPAT a s využitím vypočítaných WACC a tempa růstu g (g vzešel ze strategické analýzy na začátku práce) bude stanovena hodnota podniku metodou EVA. Za základ metody DFC bude také použita přeceněná výsledovka a výkaz zisků a ztrát a již vypočtený NOPAT jako korigovaný výsledek hospodaření, poté bude vypočítána změna nutného investovaného kapitálu a volný cash flow bude diskontován průměrnými náklady vlastního kapitálu.

Dalším krokem je stanovení hodnoty firmy kombinovanou metodou, v níž každému výsledku vypočítanému jednou metodou ocenění je přiřazena váha a bude vypočítán vážený průměr. Následuje celkové hodnocení výsledků a závěr práce.

7.3 Finanční plán

Lékárna bohužel nemá vypracován finanční plán. Proto musím vypracovat finanční plán sám, nejdříve je třeba vytvořit jednotlivé výsledkové a rozvahové veličiny na základě historického vývoje a trendů, které vzešly z předchozí finanční analýzy a na základě konzultace s majiteli firmy a analýz vývoje celého odvětví. V následujícím finančním plánu budou vytvořeny tyto výkazy :

- plán tržeb na základě prognózy a plánu prodeje
- plánová výsledovka
- plán peněžních toků
- plánovaná rozvaha
- rozpočet investičních výdajů
- rozpočet dlouhodobého externího financování

7.3.1 Prognóza tržeb

Predikce budoucího vývoje tržeb je odvozena od strategické analýzy. Dynamický vývoj tržeb za prodej zboží posledních 4 let (viz. Tabulka 15: Index vývoje tržeb 2000-2003) se již s největší pravděpodobností nebude opakovat. Pro sestavení finančního plánu na základě všech známých okolností bude zvolen v budoucnu růst tržeb o 3 % ročně, který je o něco vyšší než je růst inflace (viz kapitola 4.2). I ostatní část výnosů – výroba, ostatní provozní výnosy porostou stejným tempem, finanční výnosy a mimořádné výnosy jsou zanedbatelné, firma nebude prodávat žádný dlouhodobý majetek, proto také nebude mít žádné tržby z jeho prodeje. Výnosy tedy porostou 3 % ročně v letech 2004 a 2005. Podle dostupných informací, bude na sklonku roku 2005 otevřena ve městě konkurenční lékárna, což bude znamenat jednorázové snížení tržeb o 25 % (viz kapitola 4.2) V roce 2006 a v roce 2007 budou tržby opět růst o 3 % ročně, což odpovídá přibližně očekávanému růstu české ekonomiky ve sledovaném období 2006 a 2007. Vzhledem k takovéto mimořádné změně v budoucnosti nelze při sestavování finančního plánu použít čistě ani jednu metodu (metodu procentuálního podílu na tržbách, regresní metodu - metodu poměrových finančních ukazatelů, analýzu nulového bodu, finanční modely).

7.3.2 Plánovaná výsledovka

Začneme plánováním výsledovky. Od tržeb, o kterých jsme hovořili výše, se budou odvíjet také náklady na prodané výrobky. Z finanční analýzy provedené v analytické části budeme předpokládat, že náklady na prodané výrobky kopírují vývoj tržeb za prodané výrobky (které se v našem případě téměř rovnají výnosům), stejně se budou vyvíjet náklady také v plánované výsledovce, tedy růst 3 % ročně. Tržby za prodané výrobky a služby zůstanou na stejné výši, protože není pravděpodobné, že by lékárna připravovala více přípravků vlastní výroby (odborně magistraliter přípravky).

	2001/2000	2002/2001	2003/2002
Index vývoje tržeb za prodané zboží	1,0745	1,0429	1,0953
Index vývoje nákl. na prod. zboží	1,0293	1,0664	1,0953

Tabulka 25: Indexy vývoje tržeb a nákladů na prodané zboží

Osobní náklady se budou v budoucnu zvedat průměrně 3 procenta ročně. Odpisy se budou vyvíjet na základě investičního plánu. Rezervy, které firma v předchozích 4 letech vytvořila na vrub nákladů, se budou v druhé polovině sledovaného období čerpat (kromě roku 2004, kdy se budou ještě tvořit – v roce 2004 – tvorba rezerv 1 milion Kč, v roce 2005 čerpání ve výši 1500 tis.Kč, 2006 čerpání 1680 tis.Kč a 2007 čerpání 800 tis.Kč). Čerpání rezerv se projeví ve zvýšení výkonové spotřeby a zvýšení položky Služby. Změna rezerv se projeví na poklesu krátkodobých finančních prostředků ve stejné výši. Nákladové úroky stejně jako doposud nebudou existovat. Výnosové úroky budou růst. Hospodářský výsledek z finanční činnosti bude i nadále dosahovat záporných hodnot a to především díky nejrozumnějším bankovním poplatkům.

Po odečtení splatné daně z příjmu, jenž bude pro oceňovaný podnik pozitivně ovlivněna klesající sazbou (v roce 2004 – 31 %, 2005 – 29 %, 2006 – 26 % a v roce 2007 - 26 %), dopočteme výsledný hospodářský výsledek za účetní období. Ten v podstatě kopíruje provozní hospodářský výsledek. Jeho vrchol je očekáván v roce 2005, pak v roce 2006 dojde k propadu, ale od roku 2007 bude docházet k postupnému růstu viz. Příloha VII : Plánovaný výkaz zisků a ztrát

7.3.3 Rozdělení zisku a investice

V letech 2004 a 2005 bude zisk rozdělen mezi majitele podniku. V letech 2006 a 2007 zůstává větší část zisku nerozdělena. V roce 2007 zadrží podnik téměř všechny zisky z

činnosti. Investice budou spíše investicemi udržovacími (tabulka 26). Negativní vliv na hospodářský výsledek budou mít především v druhé polovině období snižující se tržby.

7.3.4 Plánovaná rozvaha

Při sestavování plánované rozvahy jsem vycházel z historických účetních výkazů a vizí, které mi vedení podniku prozradilo z oblasti investování, řízení zásob a dalšího rozvoje firmy. Viz Příloha VIII : Plánovaná rozvaha .

7.3.4.1 Dlouhodobý majetek

Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek se v následujících letech příliš zvyšovat nebude. Investice, které budou prováděny, jsou zpracovány v investičním plánu. V roce 2005 je plánována investice do čekárny, kde se rozšíří výdejní prostor. V letech 2004 budou každý rok probíhat investice do samostatných movitých věcí – ať to bude nová výpočetní technika, která již dosluhuje nebo nové vybavení laboratoře.

Investiční plán

Plán investic	2004	2005	2006	2007
Stavby				
Původní –odpisy	177	177	177	177
-zůstatková hodnota	2946	2769	2590	2415
Nový- pořizovací hodnota		540		
- odpisy 1/30 z pořizovací ceny		18	18	18
- zůstatková hodnota		522	504	486
Celkem - odpisy stavby	177	195	195	195
- zůstatková hodnota	2946	3291	3094	2901

Plán investic	2004	2005	2006	2007
Samostatné movité věci				
Původní – odpisy	40	40		
- zůstatková hodnota	40	0		
Nový- pořizovací hodnota	600			
- odpisy 1/6 z pořizovací ceny	100	100	100	100
- zůstatková hodnota	500	400	300	200
Nový- pořizovací hodnota		420		
- odpisy 1/6 z pořizovací ceny		70	70	70
- zůstatková hodnota		350	280	210
Nový- pořizovací hodnota			240	
- odpisy 1/6 z pořizovací ceny			40	40
- zůstatková hodnota			200	160
Nový- pořizovací hodnota				120
- odpisy 1/6 z pořizovací ceny				20
- zůstatková hodnota				100
Celkem - odpisy samost.mov.věc	140	210	210	230
- zůstatková hodnota	540	750	780	670
Nehmotný majetek	0	0	0	0
Pozemky	56	56	56	56

	2004	2005	2006	2007
ODPISY CELKEM	317	405	405	425
Zůst. Cena	3542	4097	3930	3627
Přeceněný samostatný mov. majetek původní	1196	894	725	591
zůstatková cena i s přeceněným samost. mov. Majetkem	1736	1644	1505	1261
nové odpisy	0	0	0	0
rezervní fond z přecenění	1196	894	725	591

Tabulka 26 : Investiční plán v letech 2004- 2007

7.3.4.2 Oběžná aktiva

Vývoj zásob poroste nejspíše stejným tempem jako vývoj tržeb tj. 3 % ročně. Pomoc při optimalizaci zásob při objednávání je do značné míry řízeno podnikovým informačním systémem LEKIS, který firma používá od roku 2000. Dlouhodobé pohledávky se u firmy ve sledovaném období nevyskytovaly, nebudeme s nimi tedy počítat ani nadále. Firma bude více sledovat objem krátkodobých pohledávek a proto se v budoucnu, i přes zvyšující se objem tržeb oproti roku 2003, v období 2004 a 2005 nezvýší, v období 2006 a 2007 klesnou vzhledem k jednorázově sníženým tržbám. Krátkodobý finanční majetek se bude zvyšovat se zvyšujícími se tržbami a pak se bude snižovat úměrně snižujícím se tržbám v roce 2006 a 2007. Vývoj aktiv časového rozlišení lze jen těžko určovat, jedná se o

aktuální položky a řeší časovou nesourodost mezi náklady a výdaji. Proto budeme předpokládat, že jejich hodnota zůstane stejná jako v roce 2003. V období 2006 – 2007 bude docházet k prudkému snížení stavu finančního účtu, který bude způsoben čerpáním rezerv a také snížením tržeb v tomto období. Viz Výkaz plánovaného Cash flow, který se nachází v Příloze IX: Plánovaný výkaz Cash flow.

7.3.4.3 Vlastní kapitál

Vlastní kapitál v letech 2004-2005 poroste oproti roku 2003 díky HV v běžném období, který bude kopírovat růst tržeb. V letech 2005-2007 a v budoucích letech bude třeba čerpat rezervy na opravu hmotného majetku, které byly v minulém období vytvořeny na vrub nákladů, avšak dojde ke snížení hospodářského výsledku vlivem předpokládaného snížení tržeb.

7.3.4.4 Cizí zdroje

Cizí zdroje se v následujících 4 letech nebudou zvyšovat, budou spíše konstantní nebo se mírně snižovat. Firma nemá žádné dlouhodobé závazky ani bankovní úvěry a nepředpokládá, že bude nějaké v následujících 4 letech mít. S plánovaným růstem tržeb však vzrostou krátkodobé závazky v položce Krátkodobé závazky z obchodních vztahů o 3 % ročně, kopírující vývoj tržeb v období 2004-2005. Sníží se o 20 % v roce 2006 a v roce 2007 opět porostou. Vzhledem k tomu, že firma v průběhu sledovaného období rezervy více tvořila než čerpala, se zákonitě tato situace musí obrátit. V následujícím čtyřletém období se očekává jejich snížení. V roce 2005 dojde ještě k tvorbě rezerv, v dalších letech pak pouze k jejich čerpání.

7.3.4.5 Shrnutí

Na základě výše uvedených předpokladů byl sestaven plán výkazu zisků a ztrát, výkaz plánovaného cash flow a plánovaná rozvaha. Všechny výkazy jsou uvedeny v přílohách Výkaz zisků a ztrát Příloha VII, Příloha VIII: Plánovaná rozvaha a Příloha IX: Plánovaný cash flow.

7.3.5 Finanční analýza plánu

Nyní provedeme krátkou analýzu finančního plánu, tj. plánované rozvahy z Přílohy VIII:

Plánovaná rozvaha

7.3.5.1 Analýza rentability

		2004	2005	2006	2007
Rentabilita celkových aktiv ROA	EBIT/Aktiva	20%	30%	12%	15%
Rentabilita tržeb	EBIT/Tržby	6%	8%	4%	4%
Obrat celkových aktiv	Tržby/Aktiva	3,40	3,63	3,30	3,85
Rentabilita kapitálu ROCE	EBIT/(Vlastníkap.+rezervy+dl.závazky+dl.bank úvěry)	26%	38%	17%	22%

Tabulka 27: Vývoj rentability finančního plánu

Rentabilita se drží na vysoké úrovni v letech 2004-2005. V roce 2006 dojde k předpokládanému propadu tržeb a tím i k propadu EBITU - náklady se nesníží, naproti tomu se tržby propadnou o předpokládaných 25 procent. V roce 2006 předpokládáme zvyšující se rentabilitu tržeb i aktiv. Podle mého názoru ukazatel, který nejlépe vystihuje stav podniku, je ROCE (vzhledem k vysokým stavům rezerv podniku). Tento ukazatel dosahuje vrcholu v roce 2005, v roce 2006 prudce klesá a v roce 2007 opět roste.

7.3.5.2 Analýza aktivity

Obrat aktiv má, i přes propad v roce 2006, mírně rostoucí průběh - je to trend žádoucí, znamená, že relativní vázanost aktiv klesá. Doba obratu aktiv se snižuje, což je také pozitivní.

		2004	2005	2006	2007
Obrat aktiv	Tržby/aktiva	3,40	3,63	3,30	3,85
Doba obratu aktiv	Aktiva/(tržby/360)	105,82	99,14	109,06	93,42

Tabulka 28: Vývoj aktivity finančního plánu

7.3.5.3 Likvidita

Likvidita obecně stále vykazuje vysoké hodnoty. Dochází však k jejímu poklesu. Oběžná aktiva jsou neproduktivní částí majetku. Pouze u likvidity I. stupně došlo

k znepokojivému propadu – propad má dvě příčiny, jednou z nich je snížení finančních prostředků vzhledem k čerpání z rezervního fondu na opravy, druhou je propad tržeb způsobený vstupem nové konkurence. Nejde však o nic závažného, při krátkodobé nelikviditě může firma tento problém řešit krátkodobým bankovním úvěrem.

		2004	2005	2006	2007
Běžná likvidita III.stupně	Oběžná aktiva/(kr. záv.+kr.bank úvěry)	3,46	3,25	2,87	2,43
Pohotová likvidita II.stupně	Krátkodobé pohl+finanční majetek / kr. závazky+kr.bank úvěry	2,80	2,59	2,24	1,80
Okamžitá likvidita I.stupně	Fin.majetek / kr.záv.+kr.bank.úvěry	1,04	0,87	0,77	0,20

Tabulka 29: Vývoj likvidnosti finančního plánu

7.3.5.4 Zadluženost

Ukazatele zadluženosti jsou opět zkresleny vysokým stavem rezerv. Firma ve sledovaném období nepředpokládá čerpání žádného úvěru. Hodnota celkové zadluženosti je stále téměř konstantní.

		2004	2005	2006	2007
Celková zadluženost	Cizí zdroje/Aktiva celkem	0,85	0,78	0,78	0,82
Míra zadluženosti	Cizí zdroje/Vlastní kapitál	5,77	3,70	3,56	4,60

Tabulka 30: Vývoj zadluženosti 2004 - 2007

Při analýze zadluženosti finančního plánu se dostáváme ke stejnému problému jako při analýze zadluženosti skutečné rozvahy.

7.4 Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu WACC

Náklady kapitálu hrají velice významnou roli při stanovování hodnoty podniku, proto jim je v této práci věnována mimořádná pozornost. Náklady kapitálu představují minimální výnos projektu, který musí dosáhnout, aby byl akceptován. Každý z druhů použitého kapitálu má své náklady. Celkové náklady kapitálu jsou váženým aritmetickým průměrem nákladů jednotlivých druhů kapitálu.

Stanovení průměrných vážených nákladů kapitálu je nezbytné pro vlastní stanovení hodnoty podniku. Jejich stanovení podléhá následujícím předpokladům:

- WACC jsou jednou ze základních veličin potřebných pro určení hodnoty podniku výnosovými metodami.
- WACC představují diskontní míru pro výpočet současné hodnoty očekávaných výnosů
- WACC zahrnují jak náklady cizího kapitálu, tak náklady vlastního kapitálu

Obecný vzorec pro průměrné vážené náklady kapitálu zní:

$$WACC = r_e * E/C + r_d * D/C * (1-T) \quad (12)$$

r_e je náklad na vlastní kapitál (return on equity)

r_d je náklad na cizí kapitál (return on debt)

E je vlastní kapitál (equity)

D je cizí, explicitně úročený kapitál (debt)

C je kapitál celkem (capital)

T je sazba daně z příjmu právnických osob (tax)

Výpočet WACC se standardně provádí ve čtyřech postupných krocích. Nejdříve určíme váhy jednotlivých složek kapitálu, následně náklady cizího a vlastního kapitálu a nakonec vlastní výpočet WACC.

7.4.1 Určení nákladů na vlastní kapitál

Odhad nákladů vlastního kapitálu vyjadřuje očekávanou míru výnosu investorů s ohledem na míru rizika spojenou s touto investicí. Pro stanovení požadované míry výnosu vlastního kapitálu bylo využito několik modelů. Nakonec byl z hodnot vypočítán aritmetický průměr za jednotlivé roky.

7.4.1.1 Stanovení diskontní míry

7.4.1.1.1 Metoda CAMP

„Podstata modelu CAMP (Capital Asset Pricing Model) vychází z rozlišení mezi diverzifikovatelným a nediverzifikovatelným rizikem. Nediverzifikované riziko, označované jako systematické, je vyvoláno faktory zasahujícími všechny subjekty na kapitálovém trhu (tj. HDP, inflace, měnové kurzy atd.). Model CAMP vystihuje vztah mezi systematickým rizikem a požadovanou výnosností konkrétního aktiva. Očekávaná výnosnost aktiva tedy závisí na bezrizikové úrokové míře, prémii za tržní riziko a faktoru beta. Beta je zde jediný faktor, který se váže ke konkrétnímu podniku. Výsledná očekávaná výnosnost je pak použita jako hledaný náklad vlastního kapitálu. Beta je vyjádřením úrovně jednotlivého aktiva, a to relativně k riziku kapitálového trhu jako celku. Riziko je chápáno jako odchylka výnosnosti daného cenného papíru od jeho průměrné výnosnosti.“
Mařík [9,s.182]

Základní tvar modelu CAMP:

$$r_e = r_f + \beta [E(R_m) - r_f] \quad (13)$$

r_e - jsou náklady vlastního kapitálu

β - koeficient beta, který vyjadřuje, zda riziko konkrétního aktiva je větší ($\beta > 1$) nebo menší

($\beta < 1$) než riziko kapitálového trhu jako celku, je tedy vyjádřením systematického rizika tohoto aktiva

$E(R_m)$ - očekávaná výnosnost kapitálového trhu

r_f - výnosnost bezrizikových aktiv

$E(R_m) - r_f$ riziková premie kapitálového trhu odpovídající systematickému riziku tohoto trh

7.4.1.1.1.1 Náklady vlastního kapitálu

Výnos bezrizikových aktiv jsem určil pomocí váženého výnosového indexu státních dluhopisů se zbývajícím dobou splatnosti 3 a více let (gpri3+), který k 1.lednu 2005 činil 3,946 %. Index je dostupný na stránkách www.patria.cz. Jelikož však stanovuji hodnotu

podniku k 1.1.2004, respektive k 31.12.2004 použijí hodnotu (grip3+) k 1.1.2004 která činí 4,527 %. [11]

Riziková prémie trhu ($E(R_m) - r_f$), která vyjadřuje rozdíl mezi průměrnými výnosy u reprezentativního tržního indexu a výnosy bezrizikových aktiv, je stanovena pomocí geometrického průměru pozorování měřených v letech 1929-2002 mezi akciemi a státními obligacemi v USA. Tato hodnota činila 5,17 %. viz. [www.damodaran.com](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/) [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/] sekce Updated Data [3] str. 186

Pro výpočet bude využit postup, který uvádí Mařík [3], str.188: „Jelikož prémie trhu je použita z amerického kapitálového trhu je třeba ji přizpůsobit podmínkám České republiky. Tuto tzv. rizikovou premii země zjistíme dle následujícího vzorce:

$$\text{Riziková prémie země} = \text{Riziko selhání země} * \frac{\text{Volatilita trhu akcií}}{\text{Volatilita vládních dluhopisů}} \quad (14)$$

[3] 187

Riziko selhání země zjistíme jako rozdíl mezi výnosností podnikových obligací USA se stejným ratingem například podle Standard & Poor's (www.standardandpoors.com) jako má Česká republika tj. A+, a vládními obligacemi USA, které mají nejvyšší rating AAA. Riziko selhání země k 1. lednu 2004 činí 0,64% [12]. Volatilita trhu akcií je vyjádřena pomocí relativní směrodatné odchylky indexu PX-50 za období let 2000 až 2003, a to v hodnotě 23,86 % [16] Volatilita vládních obligací je vyjádřena pomocí relativní směrodatné odchylky indexu grip3+, a to na úrovni 12,03 % [11]. Výsledná riziková prémie země bude ještě upravena o rozdíl mezi dlouhodobou prognózou inflace v České republice (3 %) prognóza ekonomiky [13] prosinec 2004 a USA (1,75 %) [10] a získáme konečných 2,52 %.“

Další možností bylo použít již údaje z tabulky S&P, kde pro rating země A+ je ohodnocen dodatečnou rizikovou premii 1,2 %. [1] str.196 Pro další výpočet však použijeme hodnotou 2,52 %.

Pro stanovení β byl použit náhradní způsob, kdy β nebude odhadováno z historických vztahů mezi výnosem trhu a výnosem lékárny, ale β bude odhadnuto přímo pomocí analýzy provozního a finančního rizika. Riziková prémie lékárny se pak vypočte

jednoduchým způsobem. Základními faktory které vymezují riziko β v tomto rámci jsou obchodní riziko a finanční riziko.

$$\beta = 1 + \text{obchodní riziko} + \text{finanční riziko} \quad (15)$$

Obchodní riziko zahrnuje riziko specifické pro společnost a riziko, které ovlivňuje všechny společnosti. Když odhadujeme β , bereme v úvahu jen rizika, která ovlivňují všechny společnosti. Podle kritérii byl hodnocený podnik zařazen do kategorie kde zájem o produkty a služby není příliš citlivý na výkyvy konjunktury, poptávka po produkci společnosti je méně elastická - tyto faktory snižují systematické obchodní riziko, naopak skutečnost, že lékárna patří k menším firmám a produkce a služby lékárnou poskytované jsou méně diverzifikované bude systematické riziko zvyšovat. Na základě těchto faktorů jsem zařadil oceňovaný podnik do třídy 3 s nulovou rizikovou přírážkou. [3] str.125.

Dalším rizikem je riziko finanční. Je to riziko, které vzniká v důsledku zadlužení společnosti. Lze předpokládat, že více zadlužená firma bude citlivěji reagovat na změny trhu. Oceňovaný podnik nemá žádný úročený závazek. Proto zařadíme společnost do kategorie 2., které odpovídá zadluženosti do 20 % a snížíme koeficient β o 0,1.

$$\beta = 1 + 0 - 0,1 = 0,9$$

Po zjištění všech parametrů je výsledná cena vlastního kapitálu metodou CAMP k 1.1.2004 rovna $r_e = 4,527 \% + (5,17 \% + 2,52 \%) * 0,9 = 11,448 \%$

Výsledek pro předchozí a budoucí rok se liší pouze o hodnotu bezrizikové úrokové míry a proto je možné vypočítat touto metodou i hodnoty pro další roky.

Další možnost jak zjistit koeficient β je využít průměrné údaje za určitý obor nebo odvětví. Tato metoda se nazývá také metoda analogie. Výhodou je větší statistická spolehlivost. Jako východisko můžeme například použít průměrné koeficienty beta pro odvětví při nulovém zadlužení, které uvádí A. Damodaran. (www.damodaran.com) [10] Tyto koeficienty jsou počítány ze zahraničních trhů, ale lze je použít například pro kontrolu stanovení beta jinými postupy. Oceňovaný podnik odpovídá těmto parametrům, protože nemá žádná úročená pasiva.

	<i>Industry Name</i>	<i>Number of Firms</i>	<i>Average Beta</i>	<i>Unlevered Beta</i>
1.1.2005	Pharmacy Services	14	0.78	0.74
1.1.2004	Pharmacy Services	15	0,89	0,83
1.1.2003	Pharmacy Services	16	0,90	0,82
1.1.2002	Pharmacy Services	15	0,92	0,84
	průměr za sledované obd.			0,81

Tabulka 31: Odvětvové průměry lékárenských služeb β (www.damodaran.com)

$$\beta_Z = \beta_N (1 + (1-d) \cdot CK/VK) \quad (16)$$

β_Z - beta vlastního kapitálu zadlužené firmy

β_N - beta vlastního kapitálu při nulovém zadlužení

d - sazba daně z příjmu

CK - cizí kapitál (bez veškerých neúročených cizích zdrojů)

VK – vlastní kapitál

V našem případě $\beta_Z = 0,81 \cdot (1 + (1-30) \cdot 0/VK) = 0,81$

Při srovnání odvětvových průměrů s výsledkem který byl dosažen odhadem přímo pomocí analýzy provozního a finančního rizika, jsme došli k podobnému výsledku.

Po zjištění všech parametrů je výsledná cena vlastního kapitálu metodou CAMP k 1.1.2004 rovna $r_e = 4,527 \% + (5,17 \% + 2,52 \%) \cdot 0,81 = 10,461 \%$

7.4.1.1.2 Stanovení diskontní míry stavebnicovou metodou podle Maříka [3],s.127

V zemích, kde není příliš rozvinutý kapitálový trh, lze vyvodit rizikovou přírážku na základě odborných odhadů. Riziková přírážka se tvoří buď jako celek v závislosti na charakteristice podniku, nebo jako souhrn dílčích položek. První postup vychází buď z expertních odhadů nebo z uzancí. Příklad rizikových premií podle kategorií podniků uvádí Mařík [3],s.128.

Firma byla zařazena podle této klasifikace do kategorie 1:

- zavedený podnik
- omezená konkurence
- finančně stabilní
- výkonné vedení
- stabilní minulý vývoj

- počítá se stabilním vývojem v budoucnosti

V této kategorii je stanovena riziková prémie 6-10%. Pro lékárnu je odhadnuta riziková prémie ve výši 8 %. Náklady vlastního kapitálu tedy stanovíme jako

$$r_e = r_f + \text{přirážka za riziko. Pro rok 1.1.2004 platí } r_e = 4,527 + 8 = 12,527 \%$$

	2005	2004	2003	2002	2001
bezriziková úroková míra	3,946	4,527	4,232	5,113	6,322
riziková přirážka v kategorii 1	8	8	8	8	8
náklady vlastního kapitálu	11,946	12,527	12,232	13,113	14,322

Tabulka 32: Náklady vlastního kapitálu stanovené metodou podle Maříka [3],s.127
Bezriziková úroková míra stanovena jako vážený výnosový index státních dluhopisů se zbývajícím dobou splatnosti 3 a více let (gpri3+) na [11].

7.4.1.1.3 Stavebnicový model

Patří mezi modely, které se opírají o průměrnou výnosnost podniků v rámci odvětví. Obdobně jako u modelů východiskem zůstává bezriziková míra výnosu. Tento přístup však v ČR naráží stále na nedostatečnou informační základnu. Co se týče poskytovatelů lékárnických služeb nenašel jsem informace žádné. Hodnocení vychází z předchozí finanční analýzy, kde hodnocený podnik dosahoval dobrých hodnot.

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{\text{podnikatelské}} + r_{\text{finstab}} + r_{\text{finstr}} \quad (17)$$

			2005	2004	2003	2002	2001
r_f	bezriziková přirážka		3,946	4,527	4,232	5,113	6,322
r_{LA}	vlastní kapitál		5	5	5	5	5
$r_{\text{podnikatelské}}$	přirážka za produkční sílu	EBIT/aktiva	0	0	0	0	0
$r_{\text{finstability}}$	přirážka za finanční stabilitu	celková likvidita	0	0	0	0	0
r_{finstr}	přirážka za riziko dělení produkční síly	EBIT/úroky	0	0	0	0	0
r_e	náklady vlastního kapitálu		8,946	9,527	9,232	10,113	11,322

Tabulka 33: Výpočet vlastního kapitálu podniku stavebnicovou metodou

Bezriziková úroková míra stanovena jako vážený výnosový index státních dluhopisů se zbývajícím dobou splatnosti 3 a více let (gpri3+) [11].

r_{LA} - pro podniky které mají vlastní jmění menší než 100 mil Kč, riziková přírážka 5%

$r_{podnikatelské}$ - EBIT/aktiva je v průměru průmyslu - přírážka 0%

$r_{finstab}$ - celková likvidita, podnik má velmi dobrou likviditu- přírážka 0%

r_{finstr} - podnik nepoužívá žádné úročené cizí zdroje- přírážka 0%

Nyní stanovíme průměrné náklady vlastního kapitálu zprůměrnováním výsledků vypočítaných předchozími metodami. Metodou CAMP s použitím beta koeficientu vypočítaného pomocí analýzy provozního a finančního rizika, s použitím beta koeficientu jako průměru odvětví, stanovení diskontní míry stavebnicovou metodou podle Maříka [3]s.127 a nakonec stavebnicovou metodou podle Kislingerové [1],s.201

%	2005	2004	2003	2002	2001
CAMP fin.,prov.	10,867	11,448	11,153	12,034	13,243
CAMP odv.průměr	10,175	10,756	10,461	11,342	12,551
Stavebnicová metoda Mařík	11,946	12,527	12,232	13,113	14,322
Stavebnicová metoda Kislingerová	8,946	9,527	9,232	10,113	11,322
Průměrné náklady VK v %	10,350	11,065	10,769	11,650	12,850

Tabulka 34: Průměrné náklady vlastního kapitálu 2001-2005

Náklady na poslední dva roky plánovaného období budou stanoveny ve výši nákladů na vlastní kapitál roku 2005 tj. 10,35%.

7.4.2 Určení nákladů na cizí kapitál

Cena, kterou lékárna platí za cizí úročný kapitál, je jednoduše zjistitelná. Lékárna nemá žádný úročený cizí kapitál. Náklady na cizí kapitál budou stanoveny ve výši nákladů na vlastní kapitál. Rezervy představují v rámci vymezení investovaného kapitálu určitý problém, který podle našeho názoru není zcela uspokojivě vyřešen. V praxi lze postupovat asi takto:

- Rezervy charakteru skutečných závazků (například rezervy na garanční opravy) zařadit mezi dlouhodobý cizí kapitál a odhadnout náklady na tento kapitál (pravděpodobně na úrovni nákladů na vlastní kapitál)
- Ostatní rezervy považovat za specifický vlastní kapitál (equity equivalents). Jejich přiřazení k vlastnímu kapitálu představuje jejich hypotetické rozpuštění do výnosů.

Proto pokud se jedná o rezervy, jejichž tvorba byla uplatněna jako daňově uznatelný náklad, je v tomto případě třeba zvýšit daňové závazky o potencionální daňové zatížení plynoucí z rozpuštění těchto rezerv.

Subjektivně bylo stanoveno, že polovina rezerv společnosti byla zařazena do rezerv, které představují reálný dluh, v konkrétním případě nutnost oprav majetku a o polovinu rezerv byl rozšířen vlastní kapitál. [3]

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Rezervy podle zvláštních práv.předpis	5446	6352	7449	8705	9705	8205	6525	5725
náklady na rezervy % (podle nák.VK)		12,85	11,7	10,77	11,06	10,35	10,35	10,35
"rezervy jako VK " (tis. Kč)		3176	3725	4353	4853	4103	3263	2863
"rezervy jako cizí kapitál" (tis.Kč)		3176	3725	4353	4853	4103	3263	2863

Tabulka 35: Náklady na cizí kapitál

7.4.3 Výpočet WACC

Výpočet WACC bude proveden až po přecenění aktiv a vytvoření přeceněné rozvahy v následující kapitole, z důvodu stanovení správných poměrů mezi vlastním a cizím kapitálem. Na tuto skutečnost klade velký důraz [4] str.55: „ Je třeba upozornit, že pro dosažení správného výsledku je nutné, aby byly náklady kapitálu přepočítány z tržní hodnoty vlastního a popřípadě i cizího kapitálu, v praxi se tento krok obvykle řeší odhadem cílové struktury kapitálu v tržních cenách.“

7.5 Stanovení hodnoty podniku

7.5.1 Majetkové ocenění

U lékárny předpokládáme její další fungování v budoucnosti, proto budeme oceňovat na úrovni reprodukční ceny. Cílem tohoto ocenění je nalézt odpověď na zdánlivě jednoduchou otázku, kolik by stálo znovuvybudování podniku, který je předmětem hodnocení. Výsledkem je ocenění, pro které často používáme pojem substanční hodnota v užším slova smyslu. Tuto substanční hodnotu však můžeme chápat a vyčíslovat různými způsoby.

Především rozlišujeme substanční hodnotu netto a brutto. Substanční hodnotu brutto získáme, zjistíme-li aktuální reprodukční ceny stejného nebo obdobného majetku a ty snížíme o případné opotřebení. Je to tedy hodnota znovupořízení aktiv podniku. Pokud od této hodnoty odečteme dluhy, zjistíme substanční hodnotu netto, tedy ocenění vlastního kapitálu. Konečným cílem ocenění bývá obvykle zjištění hodnoty netto, ale hodnota brutto má také svoji důležitou vypovídací schopnost. Dále budeme rozlišovat případ, kdy jsme schopni zahrnout do ocenění veškerá hmotná i nehmotná aktiva, a kdy nikoli. Hlavní problém spočívá, jak již bylo zmíněno, v nehmotných aktivech. Zde se totiž jedná nejen o tzv. identifikovatelný majetek, jako jsou patenty, ochranné známky, software atd. ale i veškeré know-how, vztahy k odběratelům a dodavatelům, organizace v podniku, kvalifikace personálu, pověst podniku a podobně.

Pokud bychom byli schopni vyčíslit veškeré náklady na znovuvybudování podniku přesně v tomto stavu, v jakém je k datu ocenění včetně zmíněných nehmotných položek, hovoříme o tzv. úplné substanční hodnotě podniku. Tuto hodnotu jsme však schopni zjistit v praxi jen výjimečně. Proto do výpočtu substanční hodnoty zahrneme pouze samostatně vymezitelný a manipulovatelný majetek, a to jak hmotný, tak nehmotný, mluvíme o neúplné substanční hodnotě. Tento případ v praxi převažuje. [3], str. 284.

Dále je třeba podobně jako u výnosového ocenění (hodnota podniku výnosovými metodami bude počítána v následující kapitole), rozlišovat majetek nezbytný pro základní podnikání, tedy majetek provozně nutný a provozně nenutný. U majetku, který není potřebný k provozu, nemá smysl zjišťovat za kolik by se dal pořídit, ale za kolik by se dal odprodat, budeme jej tedy oceňovat čistými prodejními cenami. Při oceňování majetku jsem však pro provozní i neprovozní majetek používal metody tržního porovnání a metodu

výnosovou. (U neprovozního majetku jde o spíše o metodu kontrolní, ale vzhledem k tomu, že společnost nemá v úmyslu prodávat neprovozní část svého majetku, má tato metoda také smysl).

7.5.1.1 Postup práce

Nejdříve byla provedena inventura a soupis majetku (zdroj: dokladová inventura společnosti), dále byl majetek rozdělen do skupin podle místa užívání oboru a technických parametrů. Pro každý majetek by měl být vypracován znalecký posudek, což vzhledem k rozsahu a účelu této práce není možné.

Dalším krokem je určení provozně nutného majetku, tedy majetku nezbytně nutného pro provozování podnikatelské činnosti a ostatního majetku, který není potřebný k provozu. Pouze s provozně nutným majetkem je počítáno při ocenění substanční metodou. Tento majetek bude oceněn cenou obvyklou a jeho hodnota bude připočtena až v poslední fázi oceňování. Tento majetek se ocení na úrovni prodejní ceny, protože majetek může být prodán bez narušení podstaty podnikání.

7.5.1.2 Rozdělení na provozně nutný a nenutný majetek

Mezi provozní majetek lékárny patří vybavení lékárny – samostatné movité věci a soubory movitých věcí a finanční majetek provozní. Mezi neprovozní aktiva patří pozemek, 4 nájemní byty, ordinace lékařů a finanční majetek neprovozní.

7.5.1.3 Ocenění provozně nenutných a nutných staveb a pozemku porovnávací metodou

Mezi provozně nenutná aktiva patří pozemek, jedná se o stavební pozemek, o výměře 625 m². K ocenění pozemku je použito porovnávací metody, která vychází ze skutečných kupních cen podobných pozemků realizovaných v dané lokalitě k 31.12.2003. K určení ceny pozemku posloužila také cenová mapa, která je zpracovaná v jiných podobných městech. Cena pozemku byla stanovena na 500 tisíc korun.

Ocenění provozně nepotřebných staveb nebo jejich částí byla provedena taktéž porovnávací metodou. V budově lékárny jsou také 4 byty a jedna ordinace lékařů. Byty mají průměrně 80 m². Porovnávací metodou byla stanovena cena každého bytu na 800 tis. Kč. Cena ordinace o výměře 50 m² na 500 tis. Kč. Celkem k 31.12.2003 je 3700 tis.

Hodnota provozně nutné části objektu, tj. prostor lékárny byla porovnávací metodou stanovena na 1500 tis. Kč.

Provozně nutné a nutné stavby a pozemek	(tis.Kč)
4 nájemní byty	3200
Ordinace lékařů	500
Pozemek	500
Provozně nutné stavby a pozemek celkem	4200
Provozně nutné -prostor lékárny	1500
Celkem	5700

Tabulka 36: Ocenění provozně nutných a nutných staveb a pozemků porovnávací metodou k 31.12.2003

7.5.1.4 Ocenění provozně nutných staveb a pozemku výnosovou metodou věčné renty

Ocenění výnosovou metodou věčné renty. Výpočet vychází z celkového ročního výnosu nemovitosti (tj. nájemného), od kterého se odečtou roční náklady spojené s vlastnictvím a provozem nemovitosti. Takto zjištěný provozní zisk z nemovitosti běžně označovaný také jako čistý roční výnos, který bude plynout z nemovitosti v budoucnosti, se pomocí odúročení převede na současnou hodnotu, jež představuje výnosovou hodnotu. Tento přístup vychází z fikce konstantního (reálného) čistého výnosu z nemovitosti, jde tedy o výpočet věčné renty.[3], str. 302.

Nejprve se stanoví čisté roční nájemné dosažitelné v daném místě a čase pro danou nemovitost nebo části nemovitosti, v našem případě pro neprovozní nemovitý majetek. V případě lékárny vyjdeme z předpokládaného tržního nájemného k 31.12.2004, 62,5 Kč/m² za měsíc za bytové prostory a 140 Kč/m² za nebytové prostory, tj. na nájemném se utrhá ročně $(62,5 \text{ Kč/m}^2 \cdot 80 \cdot 4 + 140 \text{ Kč/m}^2 \cdot 50) \cdot 12 = 324 \text{ tis. Kč ročně}$.

Dále pak určíme náklady spojené s provozem nemovitosti na údržbu, správu, ztráty na nájemném a amortizace. Provozní náklady jako daň z nemovitosti a pojištění nebudeme uvažovat. Náklady na správu nemovitosti tj. náklady na zajišťování oprav a údržby a další dosahuje obvykle 2-6% hrubého ročního výnosu [3] str.303 . Sazba bude stanovena na 5% Tj. $324 \cdot 0,05 = 16,2 \text{ tis.}$

Náklady na opravy a udržování se stanovují obvykle jako 1,5% z reprodukční hodnoty p.a. [3] str. 303 Tj. v našem případě $0,015 \cdot 3700 = 50 \text{ tis.}$

Pro výpočet amortizace, kdy se příslušné částky ukládají koncem roku a počítá se s úrokem a s úroky z úroků (složené úrokování), platí pro výši nutné roční úložky X vztah pro střadatele:

$$X = \frac{C * i}{q^n - 1} \quad (18)$$

X ... částka, kterou je nutno každoročně uložit

C ... časová cena stavby, (nákladová - reprodukční - cena ke dni odhadu, po přiměřeného opotřebení)

i ... úroková míra setinná (setina úrokové míry v procentech); vzhledem k tomu, že se jedná o kapitál postupně vkládaný do banky, je zde třeba uvažovat nikoliv s nominální, ale s reálnou úrokovou mírou

q ... úročitele ($q = 1 + i$)

n ... doba dalšího trvání stavby, do zchátrání nebo generální opravy, nejvýše 30 roků.

Ocenění **výnosovou hodnotou**, které je čistě ekonomickým posouzením, nezávislým na nákladech na pořízení nemovitosti. Na základě čistého reálně dosažitelného nájemného z nemovitosti v daném místě a čase, se zvážení jeho vývoje do budoucnosti, se vypočte součet všech předpokládaných budoucích příjmů z nemovitosti, odúročených (diskontovaných) na současnou hodnotu. Výsledek reprezentuje částku, kterou by bylo třeba uložit do peněžního ústavu, aby budoucí výnosy v jednotlivých letech byly stejné, jako předpokládané čisté příjmy z nemovitosti. [7]

Časová cena stavby je stanovena porovnávací metodou na 3700 tis Kč, úroková sazba i je stanovena jako bezriziková úroková sazba $r_f = 4 \%$, protože investice do nemovitostí je podle mého názoru nejméně rizikovou investicí, proto byla stanovena na úrovni bezrizikové výnosové míry. Doba dalšího trvání stavby do zchátrání nebo generální opravy byla stanovena na 20 let.

$$X = 3700 * 0,04 / ((1 + 0,04)^{20} - 1) = 124,25 \text{ tis. Kč}$$

Dále pak vypočítáme současnou hodnotu. Čistý roční výnos představuje pro vlastníka nemovitosti částku, kterou bude inkasovat v případě provedených znovuobnovovacích investic pro nekonečně dlouhou dobu. Pro výpočet současné hodnoty tohoto výnosu lze aplikovat vzorec pro výpočet současné hodnoty věčné renty

$$SH = \frac{\check{C}RV}{i} \quad (19)$$

SH - současná hodnota (tedy výnosová hodnota)

$\check{C}RV$ – čistý roční výnos

i – diskontní míra

Čisté roční nájemné bylo stanoveno na **134 tis Kč**. Současná hodnota k 1.1.2004 je $SH = 134 / 0,04 = 3350$ tis, viz. Tabulka 37

Výpočet výdajů	
Roční amortizace	124
Roční náklady na běžnou údržbu a opravu	50
Správa nemovitosti	16
Roční nájemné z pozemku (je-li majetkem jiného subjektu)	0
Celkové výdaje ročně	190
Výpočet čistého ročního nájemného	
Příjmy ročně	324
Výdaje ročně	190
Čisté roční nájemné	134
Předpoklad dlouhodobých konstatních příjmů nájemného?	ano
Čisté roční nájemné	134
Míra kapitalizace pro výpočet výnosové hodnoty (použijeme r_f k 1.1.2004)	4%
Výnosová hodnota v dokončeném pronajímatelném stavu	3350
Výnosová hodnota v současném stavu	3350

Tabulka 37: Výpočet výnosové hodnoty současného stavu nemovitých provozně nenutných aktiv k 31.12.2003

U provozně nenutných aktiv by bylo dostačující určit jejich hodnotu pouze porovnávací metodou – protože tato aktiva nejsou provozně nutná a je možné je prodat bez omezení produkční funkce podniku. Výnosová metoda věčné renty měla sloužit pouze pro kontrolu výsledku. Hodnota vypočítaná výnosovou metodou je však nižší, než hodnota vypočítaná porovnávací metodou (a to i přes použití diskontní míry na úrovni bezrizikové).

Podle mého názoru je to způsobeno tím, že v regionu kde se nemovitost nachází, jsou poměrně nízké nájem bytových prostor a vzhledem ke všem prostředkům, které jsou nutné do nemovitostí investovat, není pronájem bytových prostor rentabilní.

7.5.1.5 Stanovení výnosové hodnoty provozně nutných staveb

Nyní stanovíme hodnotu provozně nutných aktiv. Nejdříve provozně nutné nemovitosti. Budeme postupovat stejným způsobem jako u provozně nenutných nemovitostí. Porovnávací metodou stanovíme cenu provozovny lékárny na 1500 tis. Kč k 31.12.2003

Nejprve se stanoví čisté roční nájemné dosažitelné v daném místě a čase pro danou nemovitost nebo části nemovitosti. V případě lékárny vyjdeme z předpokládaného tržního nájemného k 1.1.2004, 140 Kč/m² za měsíc za nebytové prostory (140 m²), tj. na nájemném se utrží ročně $(140 \cdot 140) \cdot 12 = 235200$ Kč.

Dále pak určíme náklady spojené s provozem nemovitosti na údržbu, správu, ztráty na nájemném a amortizaci. Provozní náklady jako daň z nemovitosti a pojištění nebudeme uvažovat. Náklady na správu nemovitosti tj. náklady na zajišťování oprav a údržby a další dosahuje obvykle 2-6% hrubého ročního výnosu [3] str.303. Sazba bude stanovena na 5% Tj. $235 \cdot 0,05 = 11,75$ tis.

Náklady na opravy a udržování se stanovují obvykle jako 1% z reprodukční hodnoty p.a.[3] str. 303. Tj. v našem případě $0,01 \cdot 2500 = 25$ tis.Kč

Vypočítáme amortizaci $X = 1500 \cdot 0,04 / ((1,04)^{10} - 1) = 50,37$ tis. Kč

Časová cena stavby je stanovena porovnávací metodou na 1500 tis Kč, úroková sazba i je stanovena jako bezriziková úroková sazba $r_f = 4\%$, (protože vyššího výnosu v bance v současné době nedosáhneme) a dalšího trvání do zchátrání nebo generální opravy 10 let (u nebytových prostor je tato doba kratší než u bytových prostor).

Výpočet výdajů	
Roční amortizace	125
Roční náklady na běžnou údržbu a opravu	25
Správa nemovitosti	12
Roční nájemné z pozemku(je-li majetkem jiného subjektu)	0
Celkové výdaje ročně	162
Výpočet čistého ročního nájemného	
Příjmy ročně	235
Výdaje ročně	162
Čisté roční nájemné	73
Předpoklad dlouhodobých konstatních příjmů nájemného?	ano
Čisté roční nájemné	73
Míra kapitalizace pro výpočet výnosové hodnoty (použijem rf k 1.1.2004)	4%
Výnosová hodnota v dokončeném pronajímatelném stavu	1825
Výnosová hodnota v současném stavu	1825

Tabulka 38: Výpočet výnosové hodnoty současného stavu nemovitých provozně nutných aktiv k 31.12.2003

7.5.1.6 Stanovení obvyklé ceny

Obvyklá cena (CO) je cena, na kterou by bylo možno za konkrétní věc jako předmět prodeje a koupě v rozhodné době a místě dosáhnout. Vlastní tržní cena se tvoří až při konkrétním prodeji resp. koupi a může se od zjištěné hodnoty i výrazně odlišovat. Pro zjištění obecné ceny nemovitostí se v převážné většině případů jako podklad použijí metody použité v předchozích kapitolách a jejich prostý aritmetický průměr - tzv. metoda střední hodnoty nebo metoda váženého průměru.

„Stále je třeba mít na paměti rozdíl mezi hodnotou a cenou. Hospodářství má svůj cyklus s obdobími recese a konjunktury. Nemovitosti jsou věcmi dlouhodobějšího charakteru; cena za ně dosahovaná může být v jistých časových obdobích i velmi odlišná od jejich hodnoty.“[7]

Obvyklá cena provozně nenutných stálých nemovitých aktiv je stanovena jako aritmetický průměr odhadnutých cen porovnávací metodou a metodou výnosovou. Výsledky, kterých bylo dosaženo těmito dvěma metodami se příliš neliší.
 $(3700+3350)/2=3525 \text{ tis.Kč}$

Obvyklá cena provozně nutných stálých nemovitých aktiv je stanovena jako aritmetický průměr hodnot odhadnutých porovnávací a výnosovou metodou. Dosažené výsledky těmito dvěma metodami se také příliš neliší. $(1825+1500)/2=1662$ tis. Kč

7.5.1.7 Ocenění věcí movitých

V minulých bodech došlo k určení hodnoty provozně nutného nemovitého majetku, tedy majetku nezbytně nutného pro provozování podnikatelské činnosti a ostatního nemovitého majetku, který není potřebný k provozu. Pouze s provozně nutným majetkem je počítáno při ocenění substanční metodou. Veškeré movité věci byly zařazeny do majetku provozně nutného.

Nejdříve byla provedena inventura a soupis majetku (zdroj: dokladová inventura společnosti), dále byl majetek rozdělen do skupin podle místa užívání oboru a technických parametrů. Pro každý majetek by měl být vypracován znalecký posudek, což vzhledem k rozsahu a účelu této práce není možné.

Následuje stanovení výchozí ceny (VSC). V případě stanovení VSC jsou přepočítány pořizovací ceny pomocí tabulky indexů cen výrobců vydané Českým statistickým úřadem:

- majetek pořízený před rokem 1999 včetně bude přepočten indexem: 1,054
- majetek pořízený v letech 2000-01 včetně bude přepočten indexem 1,019
- majetek z roku 2002 bude přepočten indexem 0,997
- majetek pořízený v roce 2003 bude přepočten indexem 1,001

[3] str. 314

Následné stanovení technické hodnoty dle následujícího vzorce:

$$TH = \frac{VTH * (100 - ZA) * (100 + / - PS)}{10^4} \quad (20)$$

kde:

VHT - výchozí technická hodnota v %

ZA - základní amortizační křivky s stupnice

PS - přírážka (+) nebo srážka (-) dle zjištěného technického stavu při prohlídce

U veškerého majetku ve vlastnictví lékárny byla stanovena výchozí technická hodnota ve výši 100 %. Životnost jednotlivých druhů majetku byla stanovena subjektivním odhadem a na základě amortizačních křivek byla určena základní amortizace ZA. viz. Příloha X: Amortizační křivky

Přirážka nebo srážka se stanoví na základě výsledku prohlídky. Přirážkou se ohodnotí zejména prokazatelné zvýšení užitné hodnoty po provedené běžné opravě nebo pokud je zřejmé, že stroj byl minimálně využíván. Srážkou se ohodnotí zejména zjevná porucha některého dílu stroje, vyšší opotřebení. Přirážky a srážky byly stanoveny odhadem dle subjektivního hodnocení při prohlídce, u osobních vozidel - 0,5 % za každých najetých 1000 km.

Osobní automobil je amortizován podle amortizační křivky pro stroje s životností 10 let. Osobní automobily jsou 3, jejich průměrný věk je 5 let a průměrně mají najeto 120 tis. km - tj. srážka $120 \cdot 0,5 = 60\%$

$$TH = 100 \cdot (100 - 60) \cdot (100 - 60) / 10^4 = 16\%$$

Pořizovací cenu vynásobíme indexem cen průmyslových výrobců a dostaneme VSC. V našem případě vzhledem ke stáří automobilů to bude $2100 \cdot 1,054 = 2213,4$.

Časovou cenu vypočítáme podle vzorce:

$$\check{C}C = VSC(K\check{c}) \cdot TH(\%) / 100 \quad (21)$$

$$\check{C}C = 2213,4 \cdot 16\% / 100 = 354$$

Takovýmto způsobem postupujeme i v dalších případech. Pro vybavení lékárny a laboratoře byla použita křivka pro majetek s životností 15 let, pro vybavení kanceláře a hardware křivka pro majetek s životností 5 let, pro software křivka pro majetek s životností 10 let a pro kategorii různý majetek křivka pro majetek s životností 5 let.

Provozně potřebný movitý majetek				
	Pořizovací cena (tis.Kč)	Průměrné stáří (roky)	TH (%)	ČC (Kč)
Osobní motorová vozidla	2100	5	16%	354
Vybavení lékárny a laboratoře	2562	8	28%	756
Kancelářská technika a výpočetní technika	848	5	10%	89
Software	680	5	28%	196
Různý majetek	530	3	16%	86

Tabulka 39: Stanovení hodnoty potřebného movitého majetku k 31.12.2003
substanční metodou

	arúm. let	tržní cena (tis. Kč)
Osobní motorová vozidla	5,3	350
Vybavení lékárny a laboratoře	8	800
Kancelářská technika a výpočetní technika	5	100
Software	5	200
Různý majetek	3	100

Tabulka 40: Stanovení hodnoty potřebného movitého
majetku k 31.12.2003 porovnávací metodou

Hodnoty stanovené porovnávací metodou (odhady vytvořené managementem) se příliš neliší od hodnot stanovených substanční metodou. Téměř shodný výsledek potvrzuje správnost odhadu. Substanční hodnotu provozně nutného movitého majetku vypočítáme jako aritmetický průměr dosažených ocenění porovnávací a substanční metodou tj.

$$((354+756+89+196+86)+(350+800+100+200+100))/2= 1515 \text{ tis. Kč}$$

Stejným způsobem oceníme i majetek v následujících letech k 31.12 2004, 2005, 2006, 2007.

Provozně potřebný movitý majetek	3 1.12.2003			
	Pořizovací cena	Průměrné stáří	TH	ČC
Osobní motorová vozidla	2100	5	16%	354
Vybavení lékárny a laboratoře	2562	8	28%	756
Kancelářská technika a výpočetní technika	848	5	10%	89
Software	680	5	28%	196
Různý majetek	530	3	16%	86
Celkem				1481

Provozně potřebný movitý majetek	31.12.2004			
	Pořizovací cena	Průměrné stáří	TH	ČC
Osobní motorová vozidla	2100	6	13%	287
Vybavení lékárny a laboratoře	2562	9	24%	614
Kancelářská technika a výpočetní technika	848	6	8%	71
Software	680	6	20%	143
Různý majetek	530	4	15%	81
Celkem				1196

Provozně potřebný movitý majetek	31.12.2005			
	Pořizovací cena	Průměrné stáří	TH	ČC
Osobní motorová vozidla	2100	7	10%	221
Vybavení lékárny a laboratoře	2562	10	18%	486
Kancelářská technika a výpočetní technika	848	7	3%	26
Software	680	7	15%	107
Různý majetek	530	5	10%	54
Celkem				894

Provozně potřebný movitý majetek	31.12.2006			
	Pořizovací cena	Průměrné stáří	TH	ČC
Osobní motorová vozidla	2100	8	6%	132
Vybavení lékárny a laboratoře	2562	11	16%	432
Kancelářská technika a výpočetní technika	848	8	0%	0
Software	680	8	15%	107
Různý majetek	530	6	10%	54
Celkem				725

Provozně potřebný movitý majetek	31.12.2007			
	Pořizovací cena	Průměrné stáří	TH	ČC
Osobní motorová vozidla	2100	9	6%	132
Vybavení lékárny a laboratoře	2562	12	13%	351
Kancelářská technika a výpočetní technika	848	9	0%	0
Software	680	9	12%	83
Různý majetek	530	7	5%	25
Celkem				591

Tabulka 41: Ocenění provozně nutného movitého majetku
a softwaru v období 2004-2007

7.5.1.8 Oběžná aktiva

Zásoby ve firmě jsou oceněny účetními hodnotami, k 31.12.2003 činí hodnota zásob 2205 tis. Kč. Lékárna si své pohledávky pečlivě hlídá, v minulosti až na výjimky neměla problémy se zaplacením od svých dodavatelů. Pohledávky můžeme proto převzít v účetní výši. K 31.12.2003 hodnota činí 6017 tis. Kč, veškeré pohledávky jsou splatné do jednoho roku.

Finanční majetek je možné rozdělit také na provozně nutný a na provozně nenutný. Vycházíme z předpokladu, že je dostatečné aby okamžitá likvidita byla 30 % (finanční majetek / krátkodobé závazky) pak z 2869 tis. Kč na bankovním účtu k 31.12. 2003 je 1030 tis. Kč provozně nutný finanční majetek a 1785 tis. Kč provozně nenutný finanční majetek.

Okamžitá likvidita	2003	2004	2005	2006	2007
Fin.maj./kr.závazky	0,3	0	0	0	0,30
Krátkodobé závazky	3614	3434	3504	3077	3137
Fin. majetek původní	2869	3663	2440	1992	810
Finanční majetek provozně nutný	1084	1030	1051	923	941
Finanční majetek provozně nenutný	1785	2633	1389	1068	0

Tabulka 42: Provozně nutné finanční prostředky

Hodnota provozně nutných oběžných aktiv je $2205+1030+6017=9252$ tis. Kč

Hodnota provozně nenutných oběžných aktiv je 1785 tis.Kč

7.5.1.9 Brutto substanční hodnota společnosti

Brutto hodnota provozně nutných aktiv k 31.12.2003 = Hodnota provozně nutných stálých nemovitých aktiv + hodnota provozně nutného movitého majetku + software + hodnota provozně nutných oběžných aktiv = 3525 + 1515 + 9252 = **14292 tis. Kč**

Hodnota provozně nenutných aktiv k 31.12.2004 = hodnota provozně nenutných nemovitých aktiv + hodnota provozně nenutného movitého majetku + hodnota provozně nenutných oběžných aktiv = 1662 + 0 + 1785 = **3447 tis. Kč**

7.5.1.10 Závazky

Závazky společnosti, tedy cizí zdroje financování, jsou tvořeny převážně závazky z obchodních vztahů. Vzhledem k tomu, že firma nikdy neměla problémy se splácením svých závazků, a že všechny závazky jsou splatné do jednoho roku, jsou závazky oceněny v nominální hodnotě 2288 tis. Kč. Závazky vůči zaměstnancům a závazky ze sociálního zabezpečení jsou oceněny v nominální hodnotě tj. 840 tis. Kč, závazky k finančnímu úřadu má smysl převést na současnou hodnotu vzhledem k splatnosti k 30.6.2004 tj.

$471 / 1,055 = 446$ (diskontujeme hodnotou diskontní míry 11,1% p.a., která je použita u výnosových metod).

Hodnota závazků Lékárny k 31.12.2004 se rovná **3574 tis. Kč**

7.5.1.11 Netto substanční hodnota společnosti k 31.12.2003

Brutto substanční hodnota provozně nutných aktiv – závazky = **10718 tis.Kč**

Hodnota provozně nenutných aktiv k 31.12.2003 se rovná **3447 tis.Kč**.

7.5.1.12 Závěr k majetkovému ocenění:

Metody založené na stavových veličinách akcentují především majetkovou stránku podniku. Účetní hodnota pak trpí nedostatky, které jsou spojeny s vlastní funkcí účetnictví a jeho hlavních principů. Substanční metoda se snaží tyto nedostatky korigovat. Hlavní důraz je položen na čisté reprodukční náklady, které by byly spojeny se znovupořízením majetkové základny podniku (substance brutto). V případě, že v rozpočtu zohledníme

stávající dluhy podniku, pak získáme přepočtenou hodnotu vlastního kapitálu (tj. hodnotu substance netto). Substanční metoda, jak již bylo řečeno, ponechává stranou ocenění nekvantifikovatelných nehmotných složek jako goodwill, pracovní síla, organizační struktura, vybudovaná síť dodavatelů a odběratelů – proto tuto substanční hodnotu nazýváme neúplnou. To je dilema substanční metody. V zásadě platí, že substanční metoda představuje dolní hranici, tj. za kolik je ochoten prodávající prodat. Majetkové ocenění bere v úvahu především majetkovou bázi, na kterou nahlíží jednak z pohledu going concern principu, jednak jako na jakýsi smysluplný celek, kapacitu.

7.5.2 Sestavení přeceněných účetních výkazů

Pro stanovení hodnoty podniku výnosovými metodami (EVA a DCF) bylo nutné převést aktiva a pasiva na skutečné hodnoty k 31.12.2003. A poté podle toho přecenit celou plánovanou rozvahu. Za základ byly přejaty hodnoty, které byly stanoveny při výpočtu substanční hodnoty podniku při majetkovém ocenění (konkrétně hodnoty stanovené porovnávací metodou u nemovitých aktiv a movitý majetek metodou na oceňování strojů a zařízení).

7.5.2.1 Dlouhodobý majetek

7.5.2.1.1 Dlouhodobý nehmotný majetek

Mezi nehmotný majetek byl k 31.12.2003 zařazen přeceněný software informačního systému podniku, který byl již odepsán. Jeho hodnota byla stanovena pomocí substanční metody oceňování v předchozí kapitole. Toto přecenění proběhlo každý následující rok podle stejného principu. (viz Tabulka 41 : Ocenění provozně nutného movitého majetku a softwaru v období 2004-2007).

7.5.2.1.2 Dlouhodobý hmotný majetek

Pozemky byly přeceněny podle postupu v předchozí kapitole z 56 tis. Kč na 500 tis. Kč. Stavby byly přeceněny již v předchozí kapitole, pro další postup byly rozděleny na provozní a neprovozní. Stavby a pozemky byly do rozvahy zařazeny v hodnotách stanovených metodou tržního porovnání. viz. Tabulka 36.

Zároveň s navýšením hodnoty staveb došlo také navýšení hodnoty odpisů ve stejném poměru. Při přecenění bylo počítáno také s plánem investic, který byl stanoven při sestavování původních plánů, před přeceněním aktiv. (Tabulka 26).

Stavby a pozemky přeceněné	2003	2004	2005	2006	2007
původní odpis stavby		342	342	342	342
ZC	5200	4858	4516	4174	3832
Nový- pořizovací hodnota			540		
- odpisy 1/30 z pořizovací ceny			18	18	18
- zůstatková hodnota			522	504	486
stavby celkem		4858	5038	4678	4318
Pozemek	500	500	500	500	500
Celkem - odpisy stavby		342	360	360	360
- zůstatková hodnota stavby a pozemku dohromady	5700	5358	5538	5178	4818
Provozní stavby přeceněné					
odpisy provozních staveb		90	90	90	90
ZC	1500	1410	1320	1230	1140
Nový- pořizovací hodnota			540		
- odpisy 1/30 z pořizovací ceny			18	18	18
- zůstatková hodnota			522	504	486
Celkem - odpisy stavby		90	108	108	108
- zůstatková hodnota	1500	1410	1842	1734	1626
Neprovozní stavby a pozemky přeceněné					
Odpisy		252	252	252	252
ZC neprovozní stavby	3700	3448	3196	2944	2692
Pozemky ZC	500	500	500	500	500
ZC	4200	3948	3696	3444	3192

Tabulka 43 : Přeceněná provozní a neprovozní nemovitá aktiva 2003-2007

Stavby a pozemky	2003	2004	2005	2006	2007
Původně stavby	3183	2946	3291	3094	2901
Přeceněné stavby	5200	4858	5038	4678	4318
Původně pozemek	56	56	56	56	56
Přeceněný pozemek	500	500	500	500	500
Celkem	5700	5358	5538	5178	4818
Oceňovací rozdíl pozemky	444	444	444	444	444
Oceňovací rozdíl stavby	2017	1912	1747	1584	1417
Oceňovací rozdíl celkem - stavby a pozemky	2461	2356	2191	2028	1861
Celkem - odpisy stavby	0	342	360	360	360
Původní odpisy staveb	0	177	195	195	195
Navýšení odpisů	0	165	165	165	165

Samostatné movité věci	2003	2004	2005	2006	2007
Stav v rozvaze	79	540	750	780	670
Přeceněné i s investicemi daného roku	1285	1593	1537	1398	1178
Software	196	143	107	107	83
Celkem	1 481	1736	1644	1505	1261
Oceňovací rozdíl	1 402	1196	894	725	591
odpisy	40	140	210	210	230
původní odpisy	40	140	210	210	230
Navýšení odpisů	0	0	0	0	0
	2003	2004	2005	2006	2007
Oceňovací rozdíl celkem	3863	3552	3085	2753	2452
Celkem opisy	0	482	570	570	590

Tabulka 44: Oceňovací rozdíl , navýšení odpisů u majetku společnosti
(softwaru, staveb, pozemků a samostatných movitých věcí)

Přeceněna byla také nemovitá aktiva v položce Samostatné movité věci a soubor movitých věcí. K přecenění došlo při stanovení substanční hodnoty podniku metodou hodnocení strojů a zařízení viz. Tabulka 41: Ocenění provozně nutného movitého majetku a softwaru v období 2004-2007. Celá přeceněná rozvaha je v Příloze XII: Přeceněná rozvaha. Přeceněná provozní a neprovozní aktiva, oceňovací rozdíl a navýšení odpisů jsou shrnuty v tabulkách 43 a 44.

7.5.2.2 Oběžná aktiva

Položky oběžných aktiv Zásoby a Pohledávky zůstaly ve stejné výši jako v původní plánované rozvaze. Finanční prostředky se snížily o rozdíl mezi původním a přeceněným výsledkem hospodaření, který klesl v důsledku zvýšení odpisů nově přeceněného majetku. (viz Příloha XI: Přeceněný výkaz zisků a ztrát). V položce časového rozlišení nedošlo k žádným změnám.

7.5.2.3 Vlastní kapitál

Vlastní kapitál se zvýší o položku oceňovací rozdíl majetku a závazků viz. Tabulka 44: Oceňovací rozdíl, navýšení odpisů u majetku společnosti (softwaru, staveb, pozemků a samostatných movitých věcí). V položce hospodářský výsledek běžného období dojde ke snížení, kvůli navýšení odpisů přeceněného majetku (viz Příloha XI: Přeceněný výkaz zisků a ztrát). Tabulka 45: Vliv změny přeceněných odpisů na přeceněný hospodářský výsledek běžného období. Ke snížení o stejnou částku dojde také v položce Krátkodobý finanční majetek.

	2 003	2 004	2 005	2 006	2 007
Odpisy původní	497	317	405	405	425
Hospodářský výsledek před zdaněním	2 715	3318	4520	1727	1741
Odpisy přeceněné	497	482	570	570	590
Hospodářský výsledek před zdaněním	2715	3153	4355	1562	1576
HV po zdanění původní	2 014	2289	3119	1277	1286
HV po zdanění přeceněný	2 014	2176	3004	1156	1167
Rozdíl	0	113	115	121	119

Tabulka 45: Vliv změny přeceněných odpisů na přeceněný hospodářský výsledek běžného období

7.5.2.4 Cizí zdroje

Cizí zdroje zůstanou ve stejné výši jako v původní plánované rozvaze.

7.5.2.5 Výkaz zisků a ztrát

Ve výkazu zisků a ztrát dojde k navýšení odpisů ve stejném poměru jako bude navýšení majetku. Toto navýšení v důsledku vede ke snížení hospodářského výsledku běžného období, jak je naznačeno v tabulce Tabulka 45: Vliv změny přeceněných odpisů na přeceněný hospodářský výsledek běžného období a v Příloze XI : Přeceněný výkaz zisků a ztrát.

7.5.3 Výpočet WACC s přeceněnými aktivy

Až nyní v tomto momentě mohou být vypočítány průměrné náklady kapitálu, poté co byla vytvořena přeceněná rozvaha.

Průměrné vážené náklady kapitálu pro výpočet výnosové hodnoty činí:

	2003	2004	2005	2006	2007
Náklady na VK v %	10,77	11,06	10,35	10,35	10,35
Vlastní kapitál (tis. Kč)	5989	5840	6201	5471	4931
Rezervy jako vlastní kapitál (tis.Kč)	4353	4853	4103	3263	2863
Rezervy jako cizí kapitál (tis.Kč)	4353	4853	4103	3263	2863
VK i s rezervami (tis. Kč)	10342	10693	10304	8734	7794
Kapitál celkem (tis.Kč)	18362	19032	17963	15093	13873
Cizí úročený kapitál (polovina rezerv) (tis.Kč)	4353	4853	4103	3263	2863
Náklady na rezervy jako náklady VK v %	10,77	11,06	10,35	10,35	10,35
WACC = $r_E \cdot E/C + r_D \cdot D/C \cdot (1-T)$ v %	7,83	8,19	7,57	8,39	8,11

Tabulka 46: Výpočet průměrných nákladů kapitálu WACC z přeceněných aktiv

7.5.4 Ocenění výnosovými metodami

Tato skupina metod vychází z poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. U hospodářských statků, ke kterým patří i podnik, jsou tímto užitekem očekávané výnosy. Z hlediska teorie je nejsprávnější za tyto výnosy považovat konkrétně skutečné příjmy plynoucí z oceňovaného statku jeho držiteli. Existují tyto základní výnosové metody:

- metoda diskontovaného peněžního cash flow (DFC)
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- metoda ekonomické přidané hodnoty EVA
- do skupiny metod výnosových se zařazují také metody kombinované, které kombinují výnosové ocenění s oceněním majetkovým.

Při hledání tržní hodnoty si musíme klást otázku, jaké výnosy u oceňovaného podniku očekává příslušný trh. Tyto obecně očekávané výnosy pak také diskontujeme diskontní mírou na úrovni výnosnosti požadované trhem, tj. jakýmsi průměrným investorem.

Výnosové metody EVA a DFC jsou vhodné pro oceňování v případě prosperujících podniků (oceňovaný podnik tento předpoklad splňuje), pokud lze sestavit pro podnik zdůvodněný finanční plán (viz předchozí kapitoly) a z něho výnosové ocenění vyvodit.

7.5.4.1 EVA

Ekonomický zisk v tomto pojetí přitom podnik dosahuje tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu, a to na rozdíl od účetního zisku včetně nákladů na vlastní kapitál. Zjednodušeně řečeno, pokud tedy podnik vykazuje kladný účetní zisk (ten je již snížen o placené úroky jako náklad na cizí kapitál), vykazuje též ekonomický zisk v případě, že je tento zisk větší než náklady na vložený vlastní kapitál. Jinými slovy, pokud podnik sice dosahuje kladný účetní zisk, ale tento zisk není natolik vysoký, aby kompenzoval všechna rizika vlastníků, pak vlastníci nedosahují ekonomického zisku, ale naopak ztráty. [3] str. 245

$$EVA = NOPAT - WACC \times \text{Capital} \quad (1)$$

$$NOPAT = EBIT \times (1-t) \quad (2)$$

$$WACC = r_d (1-t) \times D/C + r_e + E \quad (3)$$

r_d – náklady na cizí kapitál, tj. úrok, t – sazba daně z příjmů právnických osob, D (dept) – cizí kapitál, C – celkový dlouhodobě investovaný kapitál, r_e – náklady na vlastní kapitál (očekávaná výnosnost vlastního kapitálu), E – vlastní kapitál

K propočtu EVA tedy potřebujeme znát tři základní veličiny: hospodářský výsledek z operativní činnosti NOPAT, tomuto hospodářskému výsledku odpovídající aktiva (Capital, NOA) a průměrné vážené náklady kapitálu (WACC).

Účetní hlediska vždy neodpovídají potřebám hodnocení hospodářské situace, proto se často hovoří o potřebě úpravy dat poskytnutých účetnictvím na data, která s určitou pravděpodobností lépe odrážejí realitu. WACC byly určeny v minulých kapitolách a odrážejí skutečné rozdělení majetku. Další dvě složky výpočtu tj. NOA a NOPAT budou určeny dále. Při výpočtu hodnoty EVA budeme používat metodu entity.

7.5.4.1.1 Úprava NOA (Čistá provozní aktiva)

Východiskem pro výpočet NOA (viz Příloha XII) je plánovaná přeceněná rozvaha oceňovaného podniku.

Čistá provozní aktiva se zjišťují ve 3 krocích.

- Z aktiv nejdříve vyčleníme neoperativní aktiva, tedy aktiva, která nejsou nezbytná pro základní činnost podniku. Důvod k vyřazení neprovozních aktiv je ten, že by neprovozní aktiva měla být oceňována samostatně, nikoliv společně s aktivy sloužícími k hlavnímu provozu podniku. (K rozdělení na provozně nutná a nenutná aktiva již došlo při ocenění substanční metodou).
- Naopak aktiva, která účetně vykazována nejsou, ale která jsou nezbytná pro základní činnost podniku, je třeba aktivovat.
- A nakonec je třeba aktiva snížit o neúročený cizí kapitál
- Popřípadě je třeba účetní aktiva převést na aktiva skutečná (toto již bylo provedeno, NOA se počítá z přeceněné rozvahy).

Při úpravě na NOA vycházíme z rozvahy po přecenění, ke které jsme došli při výpočtu substanční hodnoty podniku.

Typickým majetkem nepotřebným k provozní činnosti je pozemek a 4 nájemní byty a ordinace lékařů patřících lékárně. K jejich přecenění a rozdělení došlo v předchozích kapitolách a z tohoto přecenění budeme také vycházet. K přecenění došlo také u samostatných movitých věcí a souboru movitých věcí, ke změně krátkodobých finančních prostředků, ke změně odpisů a zisku. (viz 7.5.2 Přecenění účetních výkazů)

Při úpravě na NOA tedy vyloučíme neprovozní aktiva tj. - pozemek, byty a ordinaci lékařů. Další úprava proběhne také u finančního majetku. Viz. Tabulka 48: Vyřazený majetek v důsledku úprav na NOA. Jak již bylo popsáno výše, do neprovozního finančního majetku je zařazen finanční majetek který, převyšuje odhadnutou provozně

nutnou okamžitou likviditu, za optimální hranici provozní likvidity byla subjektivně stanovena hranice 30 %.

Okamžitá likvidita	2004	2005	2006	2007
Fin.maj./kr.závazky	0,3	0,3	0,3	0,3
Krátkodobé závazky	3434	3504	3077	3137
Fin. majetek původní	3550	2325	1871	691
Upravená likvidita podle NOA	1030	1051	923	691
rozdíl – neprovozní majetek finanční	2519	1274	947	0

Tabulka 47: Provozní a neprovozní finanční majetek

Společnost nemá žádné nedokončené investice, pokud by měla, byly by vyřazeny z provozně nutných aktiv.

Finanční leasing společnost v minulosti používala pouze v souvislosti s osobními automobily. V budoucnu společnost o nákupu nových osobních automobilů neuvažuje. Z uvedeného důvodu se nebudeme aktivací této položky zabývat.

Nyní se zaměříme na cizí zdroje. Z celkového objemu cizích zdrojů vylučujeme ty kapitálové složky, ze kterých podnik „neplatí žádný úrok“, tj. nevzniká náklad. Typickým příkladem je položka krátkodobých závazků z obchodního styku, tyto zdroje podnik využívá po dobu určenou dodavatelem na fakturách, aniž by za tyto zdroje musel platit. Krátkodobé závazky tedy vyloučíme a budeme odečítat od aktiv, pasivní položky časového rozlišení jsou zanedbatelné proto, s nimi nebudeme počítat. Naproti tomu od pasiv odečteme vyřazený majetek.

	2003	2004	2005	2006	2007
Vyřazené pozemky	500	500	500	500	500
Vyřazené stavby	3700	3448	3196	2944	2692
Vyřazený fin. maj.	1785	2633	1389	1068	0
Vyřazený majetek celkem	5985	6581	5085	4512	3192
Krátkodobé závazky	-3614	-3434	-3504	-3077	-3137

Tabulka 48: Vyřazený majetek v důsledku úprav na NOA a vyřazené krátkodobé závazky

Protože rezervy představují položky, které zatěžují náklady a věcně nesouvisí s hlavním předmětem činnosti, jeví se věcně správnější o jejich rozměr rozšířit vlastní kapitál. [1]

Mařík [3]s. 251 má podobný názor: „Podobně jako u jiných metod oceňování je třeba zvážit zda nákladové rezervy v pasivech představují reálný závazek, pokud nepředstavují reálný dluh, nebo se například nutnost oprav majetku promítla již do nižšího ocenění aktivních položek, pak bývají nákladové rezervy přearazeny z cizích zdrojů do vlastního kapitálu“.

Subjektivně bylo stanoveno, že polovina rezerv společnosti byla zařazena do rezerv, které představují reálný dluh, v konkrétním případě nutnost oprav majetku. O polovinu rezerv byl rozšířen vlastní kapitál.

Předpokládejme, že polovina rezerv má charakter skutečných závazků, náklady na ně byly stanoveny ve výši nákladů na vlastní kapitál viz. Tabulka 35: Náklady na rezervy (výpočet WACC).

	2003	2004	2005	2006	2007
NOA	8763	9016	9374	7503	7544
Přeceněná aktiva	18362	19032	17963	15093	13873

Tabulka 49 : Srovnání NOA a původních aktiv rozvahy

Celková rozvaha NOA je uvedena v Příloze XIII.

7.5.4.1.2 Výpočet NOPAT

První zásadou pro určení NOPAT (net operating profit after tax) je dosažení symetrie mezi NOA a NOPAT. Pokud jsou určité činnosti a jim odpovídající aktiva zařazena do NOA, pak je nezbytně nutné, aby jejich náklady a výnosy byly zařazeny do výpočtu NOPAT a samozřejmě naopak.

Dále je třeba rozhodnout zda vzít z českého účetnictví za základ hospodářský výsledek z běžné činnosti nebo provozní hospodářský výsledek. Vzhledem k tomu, že lékárna neměla a ani v budoucnu nejsou plánovány žádné mimořádné výnosy, bude při úpravě na NOPAT počítáno s běžným hospodářským výsledkem.

Vymezení NOPAT					
	2003	2004	2005	2006	2007
HV z běžné činnosti před daní	2715	3153	4355	1562	1576
(+) nákladové úroky	0	0	0	0	0
(-) výnosy z neoperativního fin. maj.	12	12	60	80	66
(-) výnosy z neoperativních aktiv	134	134	134	134	134
(+) odpisy neoperativních aktiv	0	252	252	252	252
(+) vyloučení vlivu změny rezerv	1256	1 000	0	0	0
NOPBT - net operating profit before tax	3 825	4 259	4 413	1 600	1 628
Úprava daní					
Původní HV před zdaněním	2715	3153	4355	1562	1576
Rozdíl NOPBT-HV před zdaněním	1110	1106	58	38	52
Původně placená daň	701	977	1 351	406	409
Dodatečně vypočtená daň	344	343	18	10	14
Daňová sazba	0,31	0,31	0,31	0,26	0,26
Daň podle NOPAT	1045	1320	1369	416	423
NOPAT	2 780	2 939	3 044	1 184	1 206

Tabulka 50: Výpočet NOPAT

Za základ je použit hospodářský výsledek před daní (EBIT). Nejprve jsou přičteny všechny nákladové úroky a odečteny výnosy z neoperativního finančního majetku – průměrně pouze třetina finančního majetku je provozní a tak 2/3 výnosových úroků bylo odečteno. Následně byly odečteny výnosy z neoperativních aktiv (nájem, který byl stanoven při oceňování substanční metodou v kapitole majetkového ocenění, Tabulka 37) a byly přičteny odpisy neoperativních aktiv Tabulka 43. V dalším kroku byl vyloučen vliv změny rezerv. V roce 2003, 2004 společnost vytváří rezervy, proto byly rezervy přičteny, v následujících letech se pak rezervy čerpají na opravy, proto změna rezerv nebude mít žádný vliv na HV daného období (podle Maříka [3] str. 229. čerpání rezerv jsou výdaje, které nejsou zároveň náklady a v důsledku toho se nepromítají do snížení výsledku hospodaření, jedná se především jak již bylo řečeno, o investice, ale mohlo by se zde také vyskytnout například mimořádné navýšení pracovního kapitálu, čerpání rezerv atd.) Těmito postupnými úpravami dostaneme NOPBT – net operating profit before tax. Poté je vypočítána daň a stanoven NOPAT, který bude dále použit při výpočtu hodnoty podniku výnosovými metodami.

7.5.4.1.3 Odhad tempa růstu g

Ve výnosových modelech hraje zcela zásadní roli tempo růstu g. Parametr g je možné určit více způsoby. V našem případě bude však odvozen z historických dat. Parametr růstu g je shodný s hodnotou předpokládaného růstu tržeb, který byl stanoven na začátku práce před sestavováním finančních plánů. Tempo růstu $g = 0,03$. Viz. kapitola 4.2.10.

7.5.4.1.4 Časový horizont

Při určování délky horizontu, pro které se EVA a FCFF prognózuje, je třeba splnit požadavek, aby toto období bylo natolik dlouhé, že postihne celý investiční a konjunkturální cyklus. V případě lékárny bylo toto období určeno tak, aby ukázalo, jak se lékárna vyrovná s nástupem nové konkurence v roce 2006 v místě svého působení. Období první fáze bylo stanoveno jako čtyřleté a to mezi roky 2004 a 2007.

„V praxi se většinou předpokládá, že podnik bude existovat nekonečně dlouho (přístup going concern). Pro tak dlouhé období je ale zpravidla nemožné plánovat peněžní toky pro jednotlivá léta. V praxi se používá většinou metoda dvoufázová.“ [1], str. 157.

Vychází z jednoduché představy, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. První fáze zahrnuje období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu EVA pro jednotlivá léta. Druhá fáze pak obsahuje období od konce první fáze do nekonečna. Hodnotu podniku za období druhé fáze budeme v dalším textu označovat jako pokračující hodnotu (continuing value). Pokračující hodnotu zvolíme podle Gordonova vzorce, využívá se pokud pro druhou fázi je předpokládán stabilní a trvalý růst EVA (popřípadě volného peněžního toku). Pokračující hodnota potom představuje současnou hodnotu této nekonečné rostoucí časové řady EVA (peněžních toků)

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = \text{EVA}_{T+1} / (i_k - g) \quad (6)$$

T – poslední rok prognózovaného období

i_k – průměrné náklady kapitálu – kalkulovaná úroková míra

g – předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, tj. donekonečna

EVA – volný peněžní tok

Pro odhad tohoto vzorce je třeba použít EVA pro rok $T+1$, tedy pro první rok, kdy již není k dispozici plán. Pokud poslední rok plánu (rok T) neobsahuje nějaké mimořádné podmínky, stanoví se tento odhad obvykle jako:

$$EVA_{T+1} = EVA_T * (1+g) \quad (21)$$

7.5.4.1.5 Výpočet EVA jako nástroje ocenění

Hodnota operativních aktiv je dána součtem:

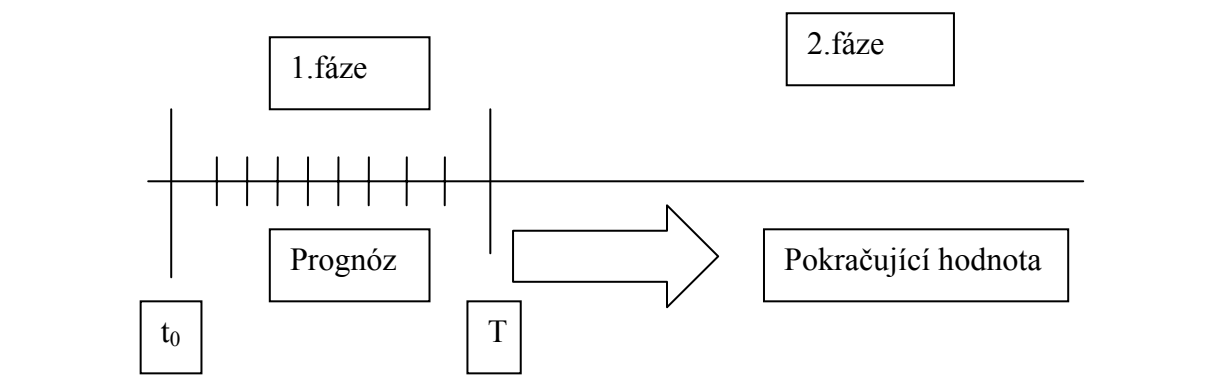
čistá operativní aktiva (net operating assets - NOA)
+Tržní přidaná hodnota (MVA - market value added)
=Tržní hodnota operativních aktiv

MVA je současná hodnota budoucích EVA. NOA jsou operativní aktiva, tj. provozně vázaná aktiva. Rozhodující úlohu v tomto přístupu k oceňování má přidaná hodnota (MVA). MVA je vlastně jakýsi provozní goodwill. Vztah mezi MVA a EVA vyjadřuje tento výrok: EVA měří úspěch společnosti během minulého roku, MVA je pohled do budoucnosti, který odráží očekávání trhu ohledně perspektiv společnosti. MVA můžeme počítat dvěma způsoby:

1. Ex post jako diferenci mezi tržní hodnotou podniku jako celku a hodnotou jeho aktiv NOA
 2. Ex ante jako současnou hodnotu budoucích operačních nadzisků (EVA)
- [3], str.259

Pro výpočet volíme obvykle dvoufázovou metodu. Dvoufázová metoda je v praxi obvyklá. Vychází se z jednoduché představy, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. První fáze zahrnuje období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze pak obsahuje období od konce první fáze do nekonečna, hodnota druhé fáze bude označována jako pokračující hodnota (continuing value). Tedy metoda Ex ante.

Pokračující hodnotou tedy rozumíme současnou hodnotu očekávaných peněžních toků od konce první fáze až do nekonečna, přičemž tato současná hodnota je propočtena k datu ukončení první fáze. [3], str.157.



Obrázek 7: Dvoufázová metoda

7.5.4.1.5.1 Výpočet pokračující hodnoty

Pro výpočet pokračující hodnoty byl použit Gordonův vzorec. Předpokladem pro použití tohoto postupu je délka trvání první fáze v rozpětí 4 až 14 let. Pro druhou fázi se předpokládá stabilní a trvalý růst EVA nebo růst volného peněžního toku. Pokračující hodnota pak představuje současnou hodnotu této nekonečné rostoucí časové řady peněžních toků. [3], str. 159.

Vzorec pokračující hodnoty:

Pokračující hodnota (PH) v čase $T = EVA_{T+1} / (i_k - g)$, pro výpočet EVA

Pokračující hodnota (PH) v čase $T = FCFF_{T+1} / (i_k - g)$, pro výpočet DFC (6)

T – poslední rok prognózovaného období

i_k – průměrné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra (WACC)

g – předpokládané tempo růstu EVA nebo FCFF

Do výpočtu vzorce je třeba použít odhad volného EVA nebo volného cash flow pro rok $T+1$, tedy pro první rok, kdy již není k dispozici plán. Pokud poslední rok plánu (T) neobsahuje nějaké mimořádné podmínky, stanovíme tento odhad jako:

$$EVA_{T+1} = NOPAT_{T+1} - NOA_T * WACC \quad (1)$$

pro model DFC platí :

DFC v prvním roce druhé fáze:

$$FCFF_{T+1} = \text{Korigovaná výsledek hospodaření}_{T+1} - \text{Investice netto}_T \quad (22)$$

$$FCFF_{T+1} = \text{Korigovaná výsl. hospodaření}_T * (1+g) - \text{Investovaný kap.}_{T+1} \quad (23)$$

$$\text{Investovaný kap.}_{T+1} = \text{Investovaný kap.}_T * (1+g) \quad (24)$$

Pokračující hodnotu je poté nutno diskontovat na hodnotu současnou.

7.5.4.1.5.2 Vzorec pro výpočet EVA entity :

$$V = NOA_0 + \sum \frac{NOPAT_t - WACC * NOA_{t-1}}{(1+WACC)^t} + \frac{NOPAT_{T+1} - WACC * NOA_T}{WACC * (1+WACC)^T} - D_0 + A_0 \quad (4)$$

$$V = NOA_0 + \sum \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC * (1+WACC)^T} - D_0 + A_0 \quad (5)$$

V - hodnota vlastního kapitálu podniku

EVA_t – EVA v roce t počítaná metodou entity

NOA_0 – čistá operativní aktiva k datu ocenění

NOA_{t-1} – čistá operativní aktiva ke konci předchozího roku, tj. k počátku roku t

$NOPAT_t$ – operativní hospodářský výsledek po dani v roce

T – počet let explicitně plánovaných EVA

WACC – průměrné vážené náklady kapitálu

D_0 – hodnota úročených dluhů k datu ocenění

A_0 – ostatní, tj. neoperativní aktiva k datu ocenění

Nyní již známe všechny veličiny uvedené ve vzorci a můžeme přistoupit k vlastnímu výpočtu, který bude naznačen v následujících tabulkách.

	2003	2004	2005	2006	2007
NOPAT (tis.Kč)	2780	2939	3044	1184	1206
NOA (tis. Kč)	8763	9016	9374	7503	7544
WACC (tis.Kč)	0,07835	0,08189	0,07568	0,08388	0,08114
EVA (tis. Kč)	2093	2201	2334	554	594

Tabulka 51: Výpočet EVA v letech 2003 – 2007

Veličiny v tabulce jsou všechny známy z výpočtů provedených v předchozích kapitolách.

V další tabulce stanovíme odůročitele pro diskontní míru podle výše uvedeného vzorce pro výpočet EVA entity a výslednou hodnotu budeme EVA diskontovat.

	2003	2004	2005	2006	2007
NOPAT	2780	2939	3044	1184	1206
NOA	8763	9016	9374	7503	7544
WACC	0,07835	0,0818	0,0756	0,0838	0,0811
Odůročitel pro diskontní míru	1,00000	0,9243	0,8642	0,7853	0,7319
EVA	2093	2201	2334	554	594
Hodnota "úročených" dluhů k datu ocenění tj. rezervy, úročeno jako VK, D_0	4353	4853	4103	3263	2863
Ostatní neoperativní aktiva, A_0	5985	6581	5085	4512	3192
Diskontovaná EVA	2093	2034	2017	435	434
Součet diskontovaných EVA podniku v první fázi k 31.12.2003		4921			

Tabulka 52: Hodnota první fáze EVA- součet diskontovaných EVA v období 2004-2007

Kladné hodnoty diskontovaného EVA naznačuje, že lékárna získává každý rok přidanou hodnotu. Dosahovaný hospodářský výsledek pokrývá nejenom všechny běžné náklady, ale i náklady kapitálu a to i včetně nákladů na vlastní kapitál. Lékárna dosahuje ve sledovaném období každoročně ekonomického zisku.

Nyní přistoupíme k výpočtu pokračující hodnoty, podle vzorce pro výpočet pokračující hodnoty PH uvedeného výše.

Pokračující hodnota

EVA v prvním roce druhé fáze (rok 2008)

$$\text{NOPAT}_{2008} - \text{NOA}_{2007} * \text{WACC} = 1206 * 1,03 - 7544 * 0,08114 = 630$$

$$\text{PH} = \text{EVA}_{2008} / (\text{WACC} - g) = 630 / (0,08114 - 0,03) = 12319$$

Aby bylo možné určit hodnotu vlastního jmění sečteme součastnou hodnotu první fáze, diskontovanou hodnotu pokračující hodnoty a dostaneme MVA - market value added, tržní přidanou hodnotu. Poté přičteme hodnotu NOA k 31.12.2003 a dostaneme provozní hodnotu brutto, odečteme úročený cizí kapitál (v našem případě polovinu rezerv, které jsou závazkem do budoucnosti a jsou úročené ve výši vlastního kapitálu) a nakonec přičteme neprovozní majetek k datu ocenění v tržní hodnotě a dostaneme výslednou hodnotu vlastního kapitálu k 31.12.2003, která činí 24334 tis. Kč.

Ocenění	
Současná hodnota 1.fáze (součet diskontovaných EVA 2004 až 2007)	4921
Současná hodnota 2.fáze $\text{PH}/(1+0,08114)^4$	9017
MVA	13938
NOA k datu ocenění tj. k 31.12.2003 resp. 1.1.2004	8763
Provozní hodnota brutto	22701
Úročený cizí kapitál k datu hodnocení	4353
Provozní hodnota netto	18349
Neprovozní majetek k datu ocenění v tržní hodnotě	5985
Výsledná hodnota vlastního kapitálu	24334

Tabulka 53: Výpočet hodnoty vlastního kapitálu metodou EVA k 31.12.2003

7.5.4.2 Metoda diskontovaného čistého cash-flow

„Tato metoda je základní výnosovou metodou. Peněžní toky jsou reálným příjmem a tedy reálným vyjádřením užitku z drženého statku podniku. Při výpočtu je používána metoda „entity“ (Entity approach), entity = jednotka, zde označuje podnik jako celek a model FCFF (free cash flow to the firm) jenž je výhodný z hlediska toho, že není nutné rozlišovat komu jsou peněžní toky určeny). Smyslem této metody je zjistit hodnotu čistého obchodního majetku, tj. vlastního kapitálu. Při použití metody DCF entity probíhá výpočet ve dvou krocích. Nejprve vyjdeme z peněžních toků, které by byly k dispozici jak pro vlastníky, tak i pro věřitele, a jejich diskontováním získáme hodnotu podniku jako celku

(tj. hodnota brutto). Od ní pak v druhém kole odečteme hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění a získáme tak hodnotu vlastního kapitálu (hodnotu netto)“ [3], str. 145.

7.5.4.2.1.1 Úprava na provozně nutný a nenutný majetek

Při výpočtu diskontovaného cash-flow DCF budeme vycházet ze stejných hodnot jako při výpočtu EVA. Rozdělení majetku na nutný a nenutný, struktura kapitálu i časový horizont jsou již stanoveny. Nyní tedy zjistíme provozní hodnotu podniku brutto, pro kterou platí, že je to celková hodnota podniku, tj. jeho aktiva (ovšem ve smyslu investovaného kapitálu, tedy již očištěná o neúročený cizí kapitál) a zachycuje jen provozní část podniku.

7.5.4.2.1.2 Výpočet volného peněžního cash-flow FCFF

Dvě základní veličiny potřebné pro výpočet FCFF (free cash-flow to firm) je korigovaný výsledek hospodaření a investice.

Podle Maříka str.150 je „korigovaný provozní výsledek hospodaření v zásadě shodný s výsledkem hospodaření pro výpočet ekonomické přidané hodnoty EVA, který se označuje jako NOPAT.“ Za základ jsme vzali korigovaný výsledek hospodaření po dani NOPAT, přičetli jsme odpisy neoperativních aktiv, vliv změny stavu rezerv byl již zohledněn při výpočtu NOPAT. Od předběžného peněžního toku odečteme investice do provozně nutného pracovního kapitálu a investice do pořízení provozně nutného dlouhodobého majetku a dostaneme FCFF (free cash flow to firm). Postup výpočtu nejprve investic, upraveného pracovního kapitálu a poté hodnoty první fáze DFC, je naznačen v následujících tabulkách.

Výpočet investic za rok 2004 =				
Dlouh.maj. k 31.12.2004 - Dl.m. 31.12.03+Odpisy 04=	2004	2005	2006	2007
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	275	431	-139	-244

Upravený pracovní kapitál	2003	2004	2005	2006	2007
Zásoby	2205	2271	2339	1927	1985
Pohledávky	6017	6017	6017	4512	5018
Finanční nutný majetek	1084	917	936	802	691
Krátkodobé závazky	-3614	-3434	-3504	-3077	-3137
Časové rozlišení aktivní	90	100	100	100	100
Časové rozlišení pasivní	-53	-53	-53	-20	-80
Upravený pracovní kapitál	5729	5818	5835	4244	4577
Změna provozně nutného pracovního kapitálu		89	17	-1591	333

	2004	2005	2006	2007
Změna stavu pohledávek	0	0	0	0
Změna provozně nutného pracovního kapitálu	89	17	-1591	333

Tabulka 54: Výpočet investic do provozně nutného majetku a upraveného pracovního kapitálu v období 2004-2007

Vzorec pro výpočet DFC je následující:

$$DFC = \sum_{t=1}^T FCFF_t \cdot (1+i)^{-t} + \frac{PH}{(i-g)} \quad (7)$$

$FCFF_t$ - volné cash flow v jednotlivých letech

i - diskontní míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu

t - délka první fáze

g - předpokládané tempo růstu.

	2003	2004	2005	2006	2007
+Korigovaný výsledek hospodaření po dani NOPAT	2780	2939	3044	1184	1206
+Odpisy operativních aktiv		111	90	108	108
-Ostatní náklady, jež nejsou výdaji (změna rezerv)	jsou již zohledněny v NOPAT				
Předběžný peněžní tok	2780	3050	3134	1292	1314
-Investice do pracovního kapitálu (provozně nutného)		275	431	-139	-244
-Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)		89	17	-1591	333
Volný peněžní tok FCFF		2686	2686	3022	1225
Odúročitel pro diskontní míru	1,000	0,9243	0,8642	0,7853	0,7319
Diskontovaný volný peněžní tok FCFF		2482	2321	2373	897
Hodnota 1.fáze		8073			

Tabulka č.: Hodnota první fáze DFC - součet diskontovaných FCFF v období 2004-2007

V následujícím kroku vypočteme pokračující hodnotu, podle vzorce:

$$\text{Pokračující hodnota (PH) v čase } T = \text{FCFF}_{T+1} / (i_k - g), \text{ pro výpočet DFC} \quad (6)$$

T – poslední rok prognózovaného období

i_k – průměrné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra (WACC)

g – předpokládané tempo růstu EVA nebo FCFF

Pokud poslední rok plánu (rok T) neobsahuje nějaké mimořádné podmínky, stanoví se tento odhad obvykle jako:

$$\text{FCFF}_{T+1} = \text{FCFF}_T * (1+g) \quad (21)$$

FCFF v prvním roce druhé fáze má hodnotu $897 * 1,03 = 924$ tis. Kč

Pokračující hodnota

vypočítáme jako (PH) jako $924 / (0,08114 - 0,03) = 18068$ tis.Kč

Poté provedeme samotný výpočet ocenění. Vypočítanou hodnotu první fáze metody DFC přičteme k současné hodnotě (diskontované hodnotě) druhé fáze a vypočítáme provozní hodnotu brutto. Od provozní hodnoty brutto odečteme úročený cizí kapitál (stejně jako při výpočtu ocenění metodou EVA se jedná o polovinu rezerv, které jsou závazkem do budoucnosti a jsou úročené ve výši vlastního kapitálu) a dostaneme provozní hodnotu netto. K provozní hodnotě netto přičteme neprovozní majetek v tržní hodnotě k datu

ocenění – tj. k 31.12.2003 respektive k 1.1.2004 a dopočítáme výslednou hodnotu vlastního kapitálu metodou DFC, která činí k 31.12.2003 / 1.1.2004 částku 25746 tis. Kč.

Ocenění	
Současná hodnota 1.fáze (součet diskontovaných FCFF 2004 až 2007)	8073
Současná hodnota 2.fáze $PH/(1+0,08114)^4$	13225
Provozní hodnota brutto	21298
Úročený cizí kapitál k datu hodnocení	4353
Provozní hodnota netto	16946
Neprovozní majetek k datu ocenění v tržní hodnotě	5985
Výsledná hodnota vlastního kapitálu	22931

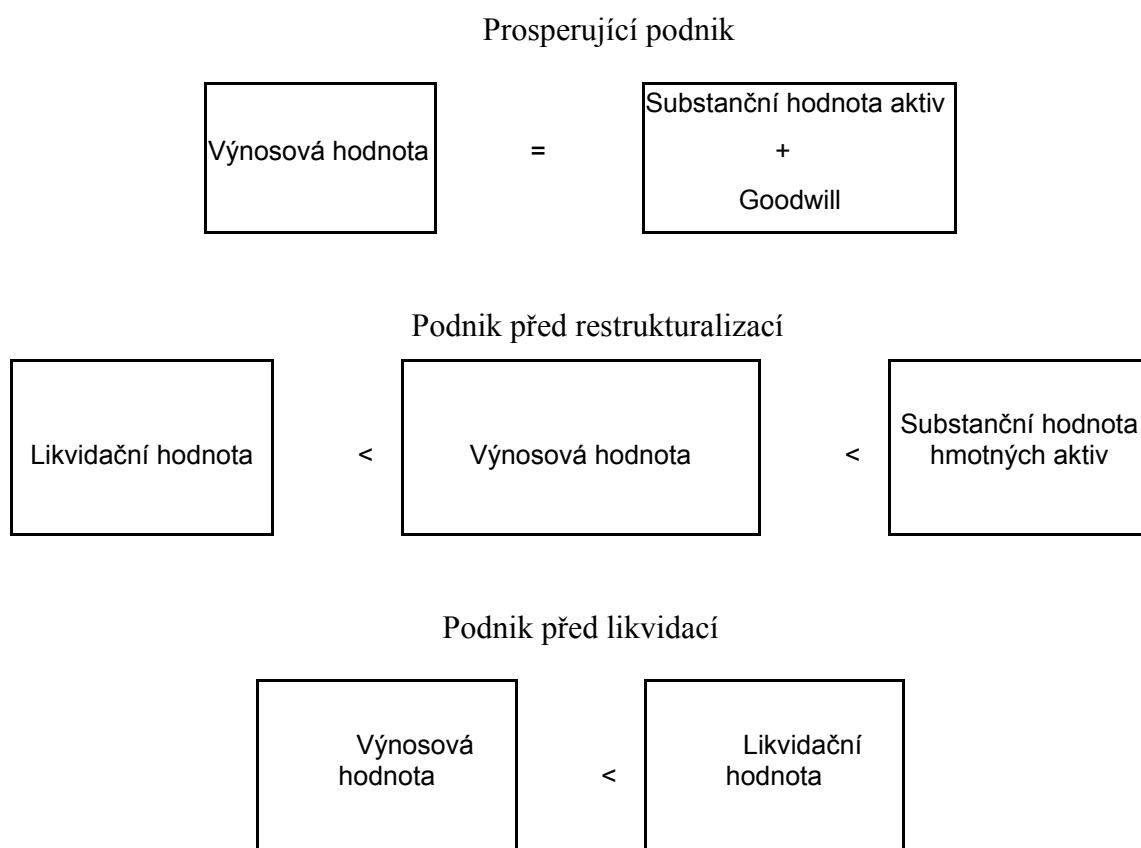
Tabulka 55: Výpočet hodnoty vlastního kapitálu metodou DFC k 31.12.2003

7.6 Souhrnné ocenění a zhodnocení

Pro ocenění podniku používáme více metod. Jednotlivé metody však často poskytují značně rozdílné výsledky. Proto otázka, na kterou je třeba hledat odpověď v závěrečné fázi práce na ocenění podniku, bude jak z výsledků jednotlivých metod vyvodit výsledek souhrnný.

Při oceňování podniku je třeba použít minimálně dvou druhů metod. V práci byla použita metoda majetková - substanční a dvě metody výnosové EVA a DFC.

Pro vyvození výsledné hodnoty je třeba zvážit samotný charakter metod a situaci oceňovaného podniku, kvalitu vstupních dat a na základě toho přisoudit každé metodě určitou funkci v rámci výsledného ocenění. Pro souhrnné ocenění je třeba zohlednit kategorii hodnoty, kterou hledáme. Jednodušší pro oceňovatele bude stanovit hraniční hodnoty. Horní hranice ocenění bude určena výnosovými metodami, spodní hranice bude určena metodou likvidační. Orientačně lze rozlišit 3 základní relace výnosové a majetkové hodnoty a celkového stavu podniku. [3], str. 376, viz. Obrázek 8.



Obrázek 8: Tři základní stavy podniku podle relace výnosového a majetkového ocenění

Oceňovaný podnik je podnikem prosperujícím, u něhož předpokládáme fungování v budoucnosti, je možné do budoucna sestavit zdůvodněný finanční plán a proto bude výnosová hodnota kamenem pro výsledné ocenění. Substanční hodnota poskytuje doplňkovou funkci o hodnotě podniku, je to nejnižší hranice pro jednání o prodeji podniku, u kterého je předpoklad fungování do budoucna. Hodnotu podniku bylo možno určit ještě hodnotou likvidační (pokud by nebyl předpoklad fungování podniku do budoucna), která však v našem případě nemá opodstatnění a k určení hodnoty podniku metodou tržního porovnání není dostatek podkladů.

V následující tabulce jsou shrnuty výsledky všech metod použitých pro stanovení hodnoty podniku použitých v této práci.

	(tis. Kč)
Výsledná hodnota vlastního kapitálu vypočítaná substanční metodou	14165
Výsledná hodnota vlastního kapitálu metodou EVA	24334
Výsledná hodnota vlastního kapitálu metodou DFC	22931
Účetní hodnota vlastního kapitálu	2127

Tabulka 56: Hodnoty vlastního kapitálu lékárny vypočítané různými metodami
k 31.12.2003

Výsledná hodnota bude stanovena na úrovni metody EVA a DFC. Pozitivní je, že výsledná hodnota vypočítaná těmito dvěma metodami se příliš neliší. V ideálním případě by tyto dva postupy měly dát stejný výsledek. Kladný rozdíl mezi výslednou tržní hodnotou a substanční hodnotou, tj. 8766 tis.Kč při použití metody EVA a 11581 tis.Kč v případě použití metody DFC, představuje goodwill.

Možností stanovení jediné hodnoty je použití metody střední hodnoty, která je častá v německé oceňovací praxi, budeme z ní vycházet i při stanovení jediné hodnoty oceňovaného podniku v této diplomové práci. Hodnota podniku na bázi střední hodnoty je dána váženým aritmetickým průměrem substanční a dvou výnosových hodnot, přičemž úkolem vah je zohlednit veličinu mající větší vliv na tržní hodnotu podniku.

$$\text{Hodnota podniku} = \frac{\text{váha}_1 * \text{substanční hodnota} + \text{váha}_2 * \text{výnosová hodnota}}{\text{váha}_1 + \text{váha}_2} \quad (25)$$

Výnosové metody jsou v našem případě základem ocenění podniku a proto jim byly přiděleny váhy 2 a substanční hodnotě pouze váha 1.

Výpočet metodou střední hodnoty	(tis. Kč)	váha	Metoda střední hodnoty (v tis.Kč)
Substanční hodnota	14165	1	21739
EVA	24334	2	
DFC	22931	2	

Tabulka 57 : Výpočet metodou střední hodnoty

Výsledná hodnota ocenění Lékárny XYZ s.r.o k 31.12.2003 je **21739 tis. Kč.**

8 VERIFIKACE ŘEŠENÍ A JEHO RIZIKOVÁ ANALÝZA

V rámci projektového řešení diplomové práce byl zpracován projekt stanovení hodnoty podniku vybranými metodami.

Celé projektové řešení se opírá o teoretickou a velmi podrobnou analytickou část (makro a mikroprostředí firmy, finanční analýzu) diplomové práce. První část projektu obsahuje charakteristiku projektu, popis toho, co již bylo uděláno a popis dalšího postupu práce.

Další části jsou již věnovány výpočtům směřujícím ke stanovení hodnoty podniku. Nejdříve byl sestaven finanční plán (který opět vycházel z analýzy mikro a makroprostředí). Následovalo stanovení WACC, vážených průměrných nákladů kapitálu. Poté byla stanovena hodnota lékárny substanční metodou. Na základě substanční metody byla vytvořena přeceněná rozvaha a přeceněný výkaz zisků a ztrát, který sloužil k dalšímu výpočtu hodnoty podniku výnosovými metodami. Poté byly výsledky vypočítané jednotlivými metodami interpretovány a kombinovanou metodou byla stanovena jediná hodnota.

Tím byla potvrzena hypotéza, že existují metody jimiž lze stanovit hodnotu podniku.

Poté, co byla stanovena hodnota podniku, bych se chtěl vrátit k několika úskalím a sporným bodům v procesu stanovování hodnoty a v následující diskuzi podrobit řešení rizikové analýze.

Pozitivní je, že výsledky stanovené výnosovými metodami EVA a DFC, se příliš neliší (podle Maříka by se výsledky stanovené těmito dvěma metodami měly v ideálním případě rovnat [3], str. 265), to nasvědčuje tomu, že obě metody byly počítány správným postupem.

Výnosové metody však stojí na stejném základě, tím základem jsou oportunitní náklady, jejichž určení závisí na stanovení diskontní úrokové míry, respektive WACC (průměrných nákladů kapitálu). Stanovení průměrných nákladů na vlastní a cizí kapitál je věnována značná pozornost a pro jejich stanovení bylo využito několika metod – které poskytovaly podobné výsledky. Samotné vážené průměrné náklady kapitálu mohly být stanoveny až poté, co byla sestavena plánovaná přeceněná rozvaha, aby poměr vlastního a cizího kapitálu odpovídal skutečnosti.

Druhým základem je rozdělení majetku na provozně nutný a nenutný a určení jeho skutečné, nikoli účetní ceny. V mnoha oceňovaných podnicích a firmách je toto velice složitý úkol, protože podniky mají více produkčních funkcí. Hlavní produkční funkci lékárny bylo snadné vymezit a také bylo možné určit, jaké výnosy a náklady přináší určitá aktiva.

Pokud se podíváme na výpočet EVA viz. Tabulka 53, vidíme, že diskontovaná pokračující hodnota (PH) vypočítaná dvoufázovou metodou tvoří téměř 75 % MVA (Market Value Added – přidané tržní hodnoty) a okolo 40 % výsledného ocenění. Z toho vyplývá, že stanovení hodnoty (jakéhosi stálého EVA v budoucnosti), z které se pokračující hodnota (PH) vypočítá (jedná se o perpetuitu), je velice odpovědná záležitost, která může značně ovlivnit výsledek. V práci byl ve výpočtu zohledněn 3 procentní každoroční růst EVA ve druhé fázi. Stejný pohled se nám naskytne při použití metody DFC, kdy diskontovaná pokračující hodnota tvoří přes 50 % hodnoty výsledného ocenění (viz Tabulka 55).

Jedním ze sporných bodů je použití bezrizikové diskontní míry při určování výnosové hodnoty provozně nutných a nenutných nemovitostí. Podle mého názoru je investice do nemovitostí opravdu nejméně rizikovou investicí. Ve městě, kde lékárna sídlí, jsou nájemní poměrně nízké a tedy při použití diskontní míry ve výši nákladů vlastního kapitálu by došlo k příliš velkému zkreslení hodnoty nemovitosti.

Na začátku jsem se zmínil, na jakém základě stojí výnosové metody. Nyní se zamysleme na jakém základě stojí celý proces oceňování – je to především kvalifikovaný realistický pohled do budoucnosti. Při plánování budoucího vývoje jsem zvolil budoucí růst tržeb pouze na úrovni lehce převyšující inflaci, nebral jsem příliš v úvahu dynamický vývoj tržeb minulých let a zůstal v odhadu na nižší hranici růstu.

Při oceňování je důležité vědět, pro koho je výsledek určen a za jakým účelem je stanoven. Například při žádosti o úvěr bude firma klást důraz na svůj růstový potenciál, pokud je ocenění prováděno pouze pro management firmy jako určité vodítko, je možné se držet střízlivějších odhadů.

Damodaran uvádí v článku Value Enhancement: Back to Basics [10], že zvyšování hodnoty firmy musí být hlavním cílem managementu. Nakonec však doplňuje, že musí jít o skutečné zvyšování hodnoty firmy a ne pouze o zvyšování ukazatelů hodnoty, vypočítané různými metodami.

9 DOPORUČENÍ PRO FIRMU

Současná situace na lékárenském trhu je charakterizována nárůstem konkurence. Lékárenské řetězce vlastněné distribučními společnostmi zvyšují stále více svůj podíl na trhu. Zakládají buď nové lékárny nebo kupují zaběhnuté provozovny. Lékárenské řetězce mají velkou vyjednávací sílu a dokážou si vyjednat vysoké množstevní slevy až u distribučních společností nebo přímo u výrobců. V odvětví jako celku se snižují ziskové marže. Také oceňovaná lékárna bude brzy konfrontována s další nově vznikající konkurencí v místě kde působí.

Tyto všechny faktory byly zohledněny při stanovení hodnoty podniku metodami výnosovými i metodou substanční.

Za této situace mají majitelé dvě možnosti, buď pokračovat v činnosti dále i za těchto méně příznivých podmínek nebo uvažovat o prodeji podniku lékárenskému řetězci. Cílem mé diplomové práce bylo stanovení hodnoty podniku a tedy ceny, která by majitelům mohla sloužit jako určité vodítko k začátku jednání o eventuelním prodeji. Tržní cena lékárny stanovená kombinovanou metodou (jenž je váženým průměrem výsledků substanční metody a ocenění na základě EVA a DFC) k 31.12.2003 činí 21739 tis. Kč.

I přes tento obecný vývoj má oceňovaná lékárna na trhu velmi stabilní pozici a i v budoucnu bude dosahovat dobrých hospodářských výsledků.

Stanovení hodnoty podniku má i význam jako nástroj řízení podniku a motivace majitelů a zaměstnanců a může také přispět při vytváření strategických plánů v budoucnosti.

Na základě analýzy výsledků mé diplomové práce mohu Lékárně XYZ doporučit:

- Management lékárny by měl zvážit situaci a rozhodnout se, zda bude pokračovat ve své činnosti nebo bude uvažovat o prodeji lékárny.
- Periodicky stanovovat hodnotu podniku a brát tyto výsledky v úvahu při vytváření strategických plánů v budoucnosti.

SHRNUTÍ

Cílem diplomové práce bylo stanovit tržní hodnotu podniku vybranými metodami oceňování a tím vytvořit základ pro cenové jednání při případném prodeji podniku.

Diplomová práce má teoretickou a praktickou část. V teoretické části byl nejdříve vysvětlen pojem hodnota a poté představeny metody používané při stanovování hodnoty podniku.

V praktické části práce byla provedena analýza. Pro kvalitní stanovení hodnoty je nezbytné mít informace jak z podniku, tak i z prostředí ve kterém podnik působí (mikro a makroprostředí). Analytická část je rozdělena na analýzu odvětví lékárenství, makroekonomickou analýzu, analýzu relevantního trhu a postavení oceňované lékárny na něm a finanční analýzu účetních výkazů za období 2000 - 2003.

Na základě informací získaných důkladnou analýzou byl v další části práce sestaven finanční plán na období 2004 - 2007. Dalším krokem bylo vypočítání nákladů na vlastní a cizí kapitál, k samotnému výpočtu průměrných nákladů na kapitál WACC bylo přistoupeno až po sestavení přeceněné rozvahy a to z důvodu určení správného poměru mezi vlastním a cizím kapitálem podniku.

Poté bylo možné přejít již k samotnému oceňování. Nejdříve byla hodnota stanovena metodou majetkovou, konkrétně substanční. Aktiva podniku byla rozdělena na provozně nutná a provozně nenutná, byla vypočítána jejich hodnota a byla stanovena hodnota podniku brutto a po odečtení závazků hodnota netto. Hodnota provozně nenutného majetku bude přičtena až na konci.

Na základě substanční hodnoty majetku byla sestavena přeceněná rozvaha a přeceněný výkaz zisků a ztrát, který se stal základem pro oceňování podniku výnosovými metodami.

V tento moment mohlo dojít k výpočtu WACC, průměrných nákladů kapitálu, protože byl stanoven poměr mezi vlastním a cizím kapitálem v tržní hodnotě.

Následoval výpočet výnosovými metodami. Nejdříve byla použita metoda EVA. Aktiva byla upravena na NOA (čistá operační aktiva) a hospodářský výsledek na NOPAT. S využitím vypočítaných WACC a tempa růstu g (g vzešel ze strategické analýzy na začátku práce) byla stanovena hodnota podniku metodou EVA. Za základ metody DFC

byla také použita přeceněná rozvaha a výkaz zisků a ztrát a již vypočtený NOPAT jako korigovaný výsledek hospodaření. Poté byla vypočítána změna nutného investovaného kapitálu a volný cash flow byl diskontován průměrnými náklady vlastního kapitálu.

Pozitivní je, že hodnota stanovená výnosovými metodami EVA a DFC se příliš nelišila, což svědčí o správném postupu.

V zájmu stanovení jediné hodnoty byla použita kombinovaná metoda, v níž každému výsledku vypočítanému metodou substanční, metodou DFC a metodou EVA byla přiřazena váha a byl vypočítán jejich vážený průměr. Hodnota vlastního jmění Lékárny XYZ s.r.o k 31.12.2003 byla stanovena ve výši **21739 tis. Kč**.

Na konci práce proběhla verifikace řešení a řešení bylo podrobeno v diskuzi rizikové analýze a bylo sestaveno doporučení pro firmu.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY:

- [1] KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1
- [2] KOVANICOVÁ, D.: *Abeceda účetních znalostí pro každého*. 11. vyd. Praha : Polygon, 2001. 448 s. ISBN 80-7273-036-3
- [3] MAŘÍK, M.: *Metody oceňování podniku*. 1.vyd. Praha: Ekopress, 2003. s. 402 ISBN 80-86119-57-2
- [4] MAŘÍK, MAŘÍKOVÁ : *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1.vyd. Praha: Ekopress, 2001. s. 70. ISBN 80-86119-36-X
- [5] PASEKOVÁ, M.: *Finanční účetnictví*. 2. vyd. Zlín: UTB, 2004. s.297. ISBN 80-7318-197-5
- [6] PAVELKOVÁ, D.: *Řízení podnikových financí*. 2.vyd. Zlín. VUT, 2000. s. 226. ISBN 80-214-1659-9
- [7] FOJTÍK, L.: *Majetkové ocenění I*. [online] [cit. 2005-10-3]. dostupný z WWW: <http://web.fame.utb.cz/cs/docs/Prednaska_5-6.ppt>
- [8] PAVELKOVÁ, KNÁPKOVÁ : *Finance podniku (podpůrný text)*.
[online] [cit. 2005-10-3]dostupný z WWW:
<<http://www.fame.utb.cz/czech/ufu/ufu2.php?ufu=material>>
- [9] ŘEZÁČ, J.: Generační výměna v lékárnách. *Medical Tribune*. 2005, ročník 1., č. 2, s.26.
- [10] DAMODARAN, Updated Data, [online] [cit. 2005-10-3]. dostupný z WWW:
< <http://www.damodaran.com> > nebo <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>
- [11] PATRIA, Investiční portál [online] [cit. 2005-10-3]. dostupný z WWW:
< http://www.patria.cz/menysazby/dluhopisy_home.asp >
- [12] BONDSONLINE, [online] [cit. 2005-10-3]. dostupný z WWW:
< <http://www.bondsonline.com/asp/news/composites.html> >
- [13] Český statistický úřad, [online] [cit. 2005-10-3]. dostupný z WWW:
< http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/cr:_makroekonomicke_udaje >

- [14] Spotřeba léčiv v České republice v roce 2004, *Státní ústav pro kontrolu léčiv v ČR*, [online]. 2005, [cit. 2005-01-12]. Dostupný z WWW:
< <http://www.sukl.cz/0213.htm> >
- [15] Dočkal, Martin. České lékárenství v roce 2004. *Lékárenství* [online]. 2004, [cit. 2005-01-12]. Dostupný z WWW:
<<http://lekarenstvi.apatykar.cz/index.php?id=239>>
- [16] Burza cenných papírů Praha a.s. [online] [cit. 2005-10-3]. dostupný z WWW:
< www.pse.cz http://www.pse.cz/vysledky/statisticke_soubory.asp#rok >
- [17] Ministerstvo financí ČR [online] [cit. 2005-10-3]. dostupný z WWW:
http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/SID-53EDF4E6-1417B8D6/mfcr/hs.xsl/makro_pre_16221.html?year=PRESENT>

SEZNAM ZKRATEK

C – kapitál celkem

CAMP – Capital Asset Pricing Model, model oceňování kapitálových aktiv

CK – cizí kapitál

CO – cena obvyklá

ČC – časová cena

ČPK – čistý pracovní kapitál

ČRV – čistý roční výnos

D – cizí kapitál

DFC- discounted free cash flow, diskontované volné cash flow

E – vlastní kapitál

EAT – Earnings after tax, čistý zisk po úrocích a zdanění

EBIT – Earnings before tax, zisk před úroky a zdaněním

EVA – economic value added, ekonomická přidaná hodnota

FCFF – free cash flow to firm, volné cash flow plynoucí do firmy

g – tempo růstu

HV – hospodářský výsledek

i – úroková míra

i_k – průměrné náklady kapitálu

MVA – market value added, hodnota přidaná trhem

NOA- čistá operativní aktiva

NOPAT – Net operating assets after tax, čistá operativní aktiva po zdanění

NOPBT – Net operating profit before tax, čistý operativní zisk před zdaněním

PH – pokračující hodnota

PS – přírážka nebo srážka dle zjištěného technického stavu

r_d – náklady na cizí kapitál

r_e – náklady na vlastní kapitál

r_f – výnosnost bezrizikových aktiv

ROA – rentabilita aktiv

ROCE – rentabilita kapitálu

ROE – rentabilita vlastního jmění

SH –současná hodnota

T – sazba daně

TH – technická hodnota

VHT – výchozí technická hodnota

VK – vlastní kapitál

VK – Vlastní kapitál

WACC – vážené průměrné náklady kapitálu

X – amortizace

ZA – základní amortizační křivka

ZC – zůstatková cena

SEZNAM TABULEK:

Tabulka 1: Údaje o objemech distribuovaných léčivých přípravků v mld. Kč, počtu balení v ČR období 2001-2004 (v běžných cenách)	32
Tabulka 2: Vývoj hlavních makroekonomických ukazatelů, odvětví a tržeb lékárny v období 1998-2007	33
Tabulka 3: Relevantní trh v období 2000-2003.....	34
Tabulka 4: Struktura aktiv v absolutním vyjádření	36
Tabulka 5: Struktura oběžných aktiv v absolutním vyjádření 2000-2003	37
Tabulka 6: Vývoj doby inkasa pohledávek a splatnosti závazků	37
Tabulka 7: Srovnání vývoje krátkodobých pohledávek a závazků z obchodních vztahů.....	37
Tabulka 8: Tržeb a zisku po zdanění v období 2000-2003	38
Tabulka 9: Struktura cizích zdrojů 2000-2003	39
Tabulka 10: Srovnání krátkodobých aktiv a pasiv	40
Tabulka 11: Čistý pracovní kapitál v letech 2000-2003	40
Tabulka 12: Čisté pohotové prostředky 2000-2003	40
Tabulka 13: Vývoj struktury výnosů v 2000-2003.....	42
Tabulka 14: Index vývoje tržeb 2000-2003	42
Tabulka 15: Vývoj struktury nákladů v období 2000-2003.....	42
Tabulka 16: Hospodářský výsledek 2000-2003	43
Tabulka 17: Haléřový ukazatel výnosů a tržeb.....	43
Tabulka 18: Vývoj rentability podniku 2000-2003.....	43
Tabulka 19: Vývoj ukazatelů aktivity 2000-2003	45
Tabulka 20: Vývoj likvidity v období 2000-2003	46
Tabulka 21: Zadluženost 2000-2003	47
Tabulka 22: Zadluženost po úpravě vlastního a cizího kapitálu o rezervy 2000-2003.....	48
Tabulka 23: Vývoj Z faktoru 2000-2003	49
Tabulka 24: Vývoj IN Indexu 2000-2003	49
Tabulka 25: Indexy vývoje tržeb a nákladů na prodané zboží.....	56
Tabulka 26 : Investiční plán v letech 2004- 2007	58
Tabulka 27: Vývoj rentability finančního plánu	60
Tabulka 28: Vývoj aktivity finančního plánu	60
Tabulka 29: Vývoj likvidnosti finančního plánu	61
Tabulka 30: Vývoj zadluženosti 2004 - 2007	61
Tabulka 31: Odvětvové průměry lékárenských služeb β (www.damodaran.com)	66
Tabulka 32: Náklady vlastního kapitálu stanovené metodou podle Maříka [9,s.127]	67
Tabulka 33: Výpočet vlastního kapitálu podniku stavebnicovou metodou.....	67
Tabulka 34: Průměrné náklady vlastního kapitálu 2001-2005	68
Tabulka 35: Náklady na cizí kapitál	69
Tabulka 36: Ocenění provozně nenuitných a nutných staveb a pozemků.....	72

Tabulka 37: Výpočet výnosové hodnoty současného stavu nemovitých	74
Tabulka 38: Výpočet výnosové hodnoty současného stavu nemovitých provozně nutných aktiv k 31.12.2003	76
Tabulka 39: Stanovení hodnoty potřebného movitého majetku k 31.12.2003 substanční metodou	79
Tabulka 40: Stanovení hodnoty potřebného movitého	79
Tabulka 41: Ocenění provozně nutného movitého majetku a softwaru v období 2004-2007	81
Tabulka 42: Provozně nutné finanční prostředky	81
Tabulka 43 : Přeceněná provozní a neprovozní nemovitá aktiva 2003-2007	84
Tabulka 44: Oceňovací rozdíl , navýšení odpisů u majetku společnosti.....	85
Tabulka 45: Vliv změny přeceněných odpisů na přeceněný hospodářský výsledek.....	86
Tabulka 46: Výpočet průměrných nákladů kapitálu WACC z přeceněných aktiv.....	87
Tabulka 47: Provozní a neprovozní finanční majetek.....	90
Tabulka 48: Vyřazený majetek v důsledku úprav na NOA a vyřazené	90
Tabulka 49 : Srovnání NOA a původních aktiv rozvahy	91
Tabulka 50: Výpočet NOPAT.....	92
Tabulka 51: Výpočet EVA v letech 2003 – 2007	97
Tabulka 52: Hodnota první fáze EVA- součet diskontovaných EVA v období	97
Tabulka 53: Výpočet hodnoty vlastního kapitálu metodou EVA k 31.12.2003	98
Tabulka 54: Výpočet investic do provozně nutného majetku a upraveného pracovního kapitálu v období 2004-2007.....	100
Tabulka 55: Výpočet hodnoty vlastního kapitálu metodou DFC k 31.12.2003.....	102
Tabulka 56: Hodnoty vlastního kapitálu lékárny vypočítané různými metodami k 31.12.2003	104
Tabulka 57 : Výpočet metodou střední hodnoty.....	105

SEZNAM GRAFŮ A OBRÁZKŮ

Obrázek 1: Základní přístup k odhadu nákladů vlastního kapitálu	24
Obrázek 2: Struktura aktiv v relativním vyjádření.....	36
Obrázek 3: Struktura oběžných aktiv v relativním vyjádření 2000-2003	38
Obrázek 4: Vývoj aktiv a tržeb v období 2000-2003	38
Obrázek 5: Struktura pasiv v relativním vyjádření	39
Obrázek 6: Struktura tvorby hospodářského výsledku	41
Obrázek 7: Dvoufázová metoda	95
Obrázek 8: Tři základní stavy podniku podle relace výnosového a majetkového ocenění.....	103

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha I: Rozvaha 2000 - 2003

Příloha II: Vertikální analýza rozvahy

Příloha III: Výkaz zisků a ztrát 2000-2003

Příloha IV: Agregovaný tvar výkazu zisků a ztrát a vertikální analýza výkazu

Příloha V: Haléřový ukazatel tržeb v období 2000-2003

Příloha VI: Výkaz cash flow 2000-2003

Příloha VII: Plánovaný výkaz zisků a ztrát

Příloha VIII: Plánovaná rozvaha

Příloha IX: Plánovaný výkaz cash flow 2004-2007

Příloha X: Amortizační křivky

Příloha XI: Přeceněný výkaz zisků a ztrát

Příloha XII: Přeceněná rozvaha

Příloha XIII: Upravená rozvaha podle NOA

Příloha XIV: Lékárny podle obrátu tržeb za rok 2003

Příloha I: Rozvaha 2000 - 2003

	Aktiva	2000	2001	2002	2003
	AKTIVA CELKEM	12376	12448	12615	14499
A.	Pohledávky za upsaný vlastní kapitál				
B.	Dlouhodobý majetek	4776	4055	3733	3318
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek				
B.I.3.	Software				
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	4776	4055	3733	3318
B.II.1.	Pozemky	56	56	56	56
B.II.2.	Stavby	3931	3604	3420	3183
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubor mov.věcí	789	395	257	79
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek				
C.	Oběžná aktiva	6658	7003	8203	11091
C.I.	Zásoby	1096	1808	2165	2205
C.I.5.	Zboží	1096	1808	2165	2205
C.II.	Dlouhodobé pohledávky				
C.III.	Krátkodobé pohledávky	3944	3057	4220	6017
C.III.1	Pohledávky z obchodních vztahů	3869	3056	4216	5929
C.III.6	Stát-daň.pohledávky	73		1	1
C.III.7	Ost. poskyt. zálohy			86	86
C.III.9	Jiné pohledávky	2		4	2
C.IV.	Krátkodobý fin. majetek	1618	2139	1818	2869
C.IV.1	Peníze	35	58	48	27
C.IV.2	Účty v bankách	1583	2081	1771	2842
D.I.	Časové rozlišení	942	1390	679	90
D.I.1.	Náklady příštích období	935	1238	635	84
D.I.3.	Příjmy příštích období	7	151	44	6

	Pasiva	2000	2001	2002	2003
	PASIVA CELKEM	12376	12448	12615	14499
A.	Vlastní kapitál	3312	2906	2077	2127
A.I.	Základní kapitál	102	102	102	102
A.I.1.	Základní kapitál	102	102	102	102
A.II.	Kapitálové fondy				
A.III.	Fondy ze zisku	10	10	10	10
A.III.1.	Zákonný rezervní fond/Nerozdělený zisk	10	10	10	10
A.IV.	Výsledek hosp.minulých let	2576	1435	544	
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	2576	1435	544	
A.IV.2.	Neuhrazená ztráta minulých let				
A.V.	Výsledek hosp.běžného účetního období	624	1359	1421	2014
B.	Cizí zdroje	8872	9476	10533	12319
B.I.	Rezervy	5446	6352	7449	8705
B.I.1.	Rezervy podle zvláštních práv.předpisů	5446	6352	7449	8705
B.II.	Dlouhodobé závazky				
B.III.	Krátkodobé závazky	3467	3125	3084	3614
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	2742	1745	2329	2288
B.III.4.	Závazky ke spol., členům dr. a k uč.združ.				653
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	17	27	31	26
B.III.6.	Závazky ze soc.zabezbez. a zdrav.pojištění	165	172	150	161
B.III.7.	Stát - daňové závazky a dotace	77	272	141	471
B.III.10	Dohadné účty pasivní	41	41	8	10
B.III.11	Jiné závazky	425	868	427	5
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci				
C.I.	Časové rozlišení	192	66	5	53
C.I.1.	Výdaje příštích období	46	3	5	52
C.I.2.	Výnosy příštích období	147	63		1

Příloha II: Vertikální analýza rozvahy

Aktiva	2000			2001			2002			2003
AKTIVA CELKEM	12376	72	1%	12448	167	1%	12615	1884	15%	14499
Pohledávky za upsaný vlastní kapitál										
Dlouhodobý majetek	4776	-721	-15%	4055	-322	-8%	3733	-415	-11%	3318
<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>		0			0			0		
Software		0			0			0		
<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	4776	-721	-15%	4055	-322	-8%	3733	-415	-11%	3318
Pozemky	56	0	0%	56	0	0%	56	0	0%	56
Stavby	3931	-327	-8%	3604	-184	-5%	3420	-237	-7%	3183
Samostatné movité věci a soubor mov.věcí	789	-394	-50%	395	-138	-35%	257	-178	-69%	79
<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>										
Oběžná aktiva	6658	345	5%	7003	1200	17%	8203	2888	35%	11091
<i>Zásoby</i>	1096	712	65%	1808	357	20%	2165	40	2%	2205
Zboží	1096	712	65%	1808	357	20%	2165	40	2%	2205
<i>Dlouhodobé pohledávky</i>		0			0			0		
<i>Krátkodobé pohledávky</i>	3944	-887	-22%	3057	1163	38%	4220	1797	43%	6017
Pohledávky z obchodních vztahů	3869	-813	-21%	3056	1160	38%	4216	1713	41%	5929
Stát-daň.pohledávky	73	-73	-100%		1		1	0	0%	1
Ost. poskyt. zálohy		0			86		86	0	0%	86
Jiné pohledávky	2	-2	-100%		4		4	-2	-50%	2
<i>Krátkodobý fin. majetek</i>	1618	521	32%	2139	-321	-15%	1818	1051	58%	2869
Peníze	35	23	66%	58	-10	-17%	48	-21	-44%	27
Účty v bankách	1583	498	31%	2081	-310	-15%	1771	1071	60%	2842
Časové rozlišení	942	448	48%	1390	-711	-51%	679	-589	-87%	90
Náklady příštích období	935	303	32%	1238	-603	-49%	635	-551	-87%	84
Příjmy příštích období	7	144	2057%	151	-107	-71%	44	-38	-86%	6

Pasiva	2000			2001			2002			2003
PASIVA CELKEM	12376	72	1%	12448	167	1%	12615	1884	15%	14499
Vlastní kapitál	3312	-406	-12%	2906	-829	-29%	2077	50	2%	2127
<i>Základní kapitál</i>	102	0	0%	102	0	0%	102	0	0%	102
Základní kapitál	102	0	0%	102	0	0%	102	0	0%	102
<i>Kapitálové fondy</i>		0			0			0		
<i>Fondy ze zisku</i>	10	0	0%	10	0	0%	10	0	0%	10
Zákonný rezervní fond/Nerozdělený zisk	10	0	0%	10	0	0%	10	0	0%	10
<i>Výsledek hosp.minulých let</i>	2576	-1141	-44%	1435	-891	-62%	544	-544	-100%	
Nerozdělený zisk minulých let	2576	-1141	-44%	1435	-891	-62%	544	-544	-100%	
Neuhrazená ztráta minulých let		0			0			0		
<i>Výsledek hosp.běžného účetního období</i>	624	735	118%	1359	62	5%	1421	593	42%	2014
Cizí zdroje	8872	604	7%	9476	1057	11%	10533	1786	17%	12319
<i>Rezervy</i>	5446	906	17%	6352	1097	17%	7449	1256	17%	8705
Rezervy podle zvláštních práv.předpisů	5446	906	17%	6352	1097	17%	7449	1256	17%	8705
<i>Dlouhodobé závazky</i>		0			0			0		
<i>Krátkodobé závazky</i>	3467	-342	-10%	3125	-41	-1%	3084	530	17%	3614
Závazky z obchodních vztahů	2742	-997	-36%	1745	584	33%	2329	-41	-2%	2288
Závazky ke spol., členům dr. a k uč.združ.		0			0			653		653
Závazky k zaměstnancům	17	10	59%	27	4	15%	31	-5	-16%	26
Závazky ze soc.zabezbez. a zdrav.pojištění	165	7	4%	172	-22	-13%	150	11	7%	161
Stát - daňové závazky a dotace	77	195	253%	272	-131	-48%	141	330	234%	471
Dohadné účty pasivní	41	0	0%	41	-33	-80%	8	2	25%	10
Jiné závazky	425	443	104%	868	-441	-51%	427	-422	-99%	5
Časové rozlišení	192	-126	-66%	66	-61	-92%	5	48	960%	53
Výdaje příštích období	46	-43	-93%	3	2	67%	5	47	940%	52
Výnosy příštích období	147	-84	-57%	63	-63	-100%		1		1

Příloha III: Výkaz zisků a ztrát 2000-2003

		2000	2001	2002	2003
I.	Tržby za prodej zboží	41547	44667	46613	51094
A.	Náklady vynaložené na prod.zboží	34026	35024	37350	40911
	Obchodní marže	7521	9642	9263	10183
II.	Výkony	255	260	260	250
II.1.	Tržby za prodané výrobky a služby	255	260	260	250
B.	Výkonová spotřeba	1851	1882	1633	1575
B.1.	Spotřeba materialu a energie	365	518	370	381
B.2.	Služby	1487	1364	1263	1194
	Přidaná hodnota	5925	8021	7890	8858
C.	Osobní náklady	4237	4286	4272	4225
C.1.	Mzdové náklady	3150	3179	3167	3065
C.2.	Odměna čl.org.společnosti a druž.				
C.3.	Náklady na soc.zab. a zdr.poj.	1009	1016	1013	1046
C.4.	Sociální náklady	78	91	93	115
D.	Daně a poplatky	17	10	14	14
E.	Odpisy dlouhod.nehm. a hmot.maj.	895	895	604	497
III.	Tržby z prodeje dl.maj.a mater.				
F.	Zůst.cena prod.dl.majetku a mater.				
G.	Změna stavu rezerv a op.pol. v pr.obl.	-161	906	1097	1256
IV.	Ostatní provozní výnosy		1		
H.	Ostatní provozní náklady	20	86	17	72
V.	Převod provozních výnosů				
I.	Převod provozních nákladů				
*	Provozní výsledek hospodaření	917	1841	1886	2793
VI.	Tržby z prodeje cen. papírů a podílů				
J.	Prodané cenné papíry a podíly				
VII.	Výnosy z dl.fin majetku				
K.	Náklady z fin. majetku				
IX.	Výnosy z přec. c. pap. a deriv.				
L.	Náklady z přec. c. pap. a derivátů				
M.	Změna stavu rezerv a op.pol. ve fin.oblasti				
X.	Výnosové úroky	43	37	23	24
N.	Nákladové úroky				
XI.	Ostatní finanční výnosy				
O.	Ostatní finanční náklady	99	100	88	102
XIII.	Převod finančních výnosů				
P.	Převod finančních nákladů				
*	Finanční výsledek hospodaření	-55	-63	-65	-78
Q.	Daň z příjmu za běž. činnost	239	419	399	701
Q.1.	splatná	239	419	399	701
Q.2.	odložená				
**	Výsledek hosp. za běžnou činnost	623	1359	1422	2014
XIII.	Mimořádné výnosy	1			
R.	Mimořádné náklady			1	
S.	Daň z příjmu z mimořádné činnosti				
*	Mimořádný výsledek hospodaření	1		-1	
T.	Převod podílu na výs.hosp.spol.				
***	Výsledek hosp.za účetní období	624	1359	1421	2014
	Hospodářský výsledek před zdaněním	863	1778	1821	2715

Příloha IV: Agregovaný tvar výkazu zisků a ztrát a vertikální analýza výkazu

Agregovaný tvar výkazu zisků a ztrát (v tis. Kč)				
	2000	2001	2002	2003
Tržby za prodej zboží	41547	44667	46613	51094
Výroba	255	260	260	250
Ostatní provozní výnosy	44	38	23	24
Výnosy celkem	41846	44965	46896	51368
Náklady vynaložené na prod.zboží	34026	35024	37350	40911
Výkonová spotřeba	1851	1882	1633	1575
Osobní náklady	4237	4286	4272	4225
Daně a poplatky	17	10	14	14
Odpisy dlouhod.nehm. a hmot.maj.	895	895	604	497
Ostatní finanční náklady	119	186	105	174
Změna stavu rezerv a op.pol. v pr.obl.	-161	906	1097	1256
Mimořádné náklady			1	
Náklady celkem	40984	43189	45076	48652
HV před zdaněním	863	1778	1821	2715
Daň	239	419	399	701
HV po zdanění	624	1359	1421	2014
Vertikální analýza výkazu zisků a ztrát		Struktura v % vyjádření		
	2000	2001	2002	2003
Tržby za prodej zboží	0,9929	0,9934	0,9940	0,9947
Výroba	0,0061	0,0058	0,0055	0,0049
Ostatní provozní výnosy	0,0011	0,0008	0,0005	0,0005
Výnosy celkem	1	1	1	1
Náklady vynaložené na prod.zboží	0,8302	0,8109	0,8286	0,8409
Výkonová spotřeba	0,0452	0,0436	0,0362	0,0324
Osobní náklady	0,1034	0,0992	0,0948	0,0868
Daně a poplatky	0,0004	0,0002	0,0003	0,0003
Odpisy dlouhod.nehm. a hmot.maj.	0,0218	0,0207	0,0134	0,0102
Ostatní finanční náklady	0,0029	0,0043	0,0023	0,0036
Změna stavu rezerv a op.pol. v pr.obl.	-0,0039	0,0210	0,0243	0,0258
Mimořádné náklady	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Náklady celkem	1	1	1	1

Indexy růstu			
	2001/2000	2002/2001	2003/2002
Tržby za prodej zboží	1,0751	1,0436	1,0961
Výroba	1,0196	1,0000	0,9615
Ostatní provozní výnosy	0,8636	0,6053	1,0435
Výnosy celkem	1,0745	1,0429	1,0954
Náklady vynaložené na prod.zboží	1,0293	1,0664	1,0953
Výkonová spotřeba	1,0167	0,8677	0,9645
Osobní náklady	1,0116	0,9967	0,9890
Daně a poplatky	0,5882	1,4000	1,0000
Odpisy dlouhod.nehm. a hmot.maj.	1,0000	0,6749	0,8228
Ostatní finanční náklady	1,5630	0,5645	1,6571
Změna stavu rezerv a op.pol. v pr.obl.	5,6273	1,2108	1,1449
Mimořádné náklady	0,0000	0,0000	0,0000
Náklady celkem	1,0538	1,0437	1,0793

Příloha V: Haléřový ukazatel tržeb v období 2000-2003

Haléřový ukazatel výnosů a tržeb				
Haléřové ukazatele z výnosů	2000	2001	2002	2003
Náklady na prodej/výnosy	0,813124	0,778917	0,796443	0,79643
Výkonová spotřeba/Výnosy	0,044234	0,041855	0,034822	0,030661
Osobní náklady/výnosy	0,101252	0,095319	0,091095	0,08225
Daně a poplatky/výnosy	0,000406	0,000222	0,000299	0,000273
Odpisy	0,021388	0,019904	0,01288	0,009675
Ostatní fin náklady/výnosy	0,002844	0,004137	0,002239	0,003387
Změna stavu rezerv a op.pol./výnosy	-0,00385	0,020149	0,023392	0,024451
Náklady celkem/výnosy	0,979401	0,960503	0,961191	0,947127
Haléřový ukazatel z tržeb	2000	2001	2002	2003
Náklady na prodej/tržby	0,818976	0,784114	0,801279	0,800701
Výkonová spotřeba/tržby	0,044552	0,042134	0,035033	0,030826
Osobní náklady/tržby	0,101981	0,095955	0,091648	0,082691
Daně a poplatky/tržby	0,000409	0,000224	0,0003	0,000274
Odpisy/tržby	0,021542	0,020037	0,012958	0,009727
Ostatní fin. náklady/tržby	0,002864	0,004164	0,002253	0,003405
Změna stavu rezerv a op.pol. /tržby	-0,00388	0,020283	0,023534	0,024582
Náklady celkem/tržby	0,986449	0,966911	0,967026	0,952206

Příloha VI: Výkaz cash flow 2000-2003

		2001	2002	2003
P.	Stav peněžních prostředků na začátku účetního období	1618	2139	1818
Z.	Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	1778	2219	2715
A.1.	<i>Úpravy o nepeněžní operace (=A.1.1. až A.1.5.)</i>	331	732	1795
A.1.1.	Odpisy stálých aktiv, odpis pohledávek (+)		605	503
A.1.2.	Změna stavu opravných položek, rezerv, př.úctů (+/-)	331	62	1214
A.1.3.	Zisk (-) ztráta (+)	88	88	102
A.1.4.	Výnosy z dividend a podílů na zisku (-)			
A.1.5.	Vyúčtované nákladové (+) a výnosové (-) úroky	-23	-23	-24
A.*	<i>Čistý peněžní tok z prov. Činnosti</i>	2109	2951	4510
A.2.	<i>Změna potřeby pracovního kapitálu</i>	-545	-822	-5049
A.2.1	Změna stavu pohledávek z provozní činnosti (+/-)	887	-335	-1773
A.2.2.	Změna stavu krátkodobých závazků z pr.činnosti (+/-)	-720	-798	-2186
A.2.3.	Změna zásob	-712		-40
A.2.4.	Změna stavu ost.nepeněžních oběžných aktiv	311	311	-1050
A.**	<i>Čistý peněžní tok z prov. Činnosti před min. P. (=A.*+A.2.)</i>	1564	2129	-539
A.3.	Výdaje z plateb úroků (-)			
A.4.	Přijaté úroky (+)			
A.5.	Zaplacená daň z příjmů a doměrky daně (-)			
A.6.	Příjmy a výdaje z mimořádné činnosti			
A.***	<i>Čistý peněžní tok z prov.čin.(=A.**+A.3 až A6)</i>	1564	2129	-539
B.1.	Výdaje spojené s pořízením stálých aktiv	721	-283	-87
B.2.	Příjmy z prodeje stálých aktiv			
B.3.	Půjčky a úvěry spřízněným osobám			
B.***	<i>Čistý Peněžní tok z Investiční čin.(=B.1 až B.3)</i>	721	-283	-87
C.1.	Změna stavu dlouhodobých popř.krátkodobých závazků		-440	
C.2.	<i>Dopady změn vl. Kapit. Na peněžní prostředky (=C2 až 7)</i>	-1765	-1522	-52
C.2.1.	Zvýšení pe.prostředků z titulu zvýšení zákl.k. (+)			
C.2.2.	Vyplácení podílů na vlastním kapit.společníkům (-)			
C.2.3.	Peněžní dary a dotace do vlastního kapitálu(+)			
C.2.4.	Úhrada ztráty společníky (+)			
C.2.5.	Přímé platby na vrub fondů (-)			
c.2.6.	Vyplacené dividendy a podíly v.o.s. a k.s.(-)			
C.2.7.	Jiné použití HV minulého období	-1765	-1522	-52
C.3.	Přijaté dividendy a podíly na zisku (+)			
C.***	<i>Čistý peněžní tok z finanční činnosti (=C.1.až C.3)</i>	-1765	-1963	-52
F.	Čistá změna peněžních prostředků (=A***+C***)	521	-117	-679
R.	Stav peněžních prostředků na konci účetního období	2139	1818	2869

Příloha VII: Plánovaný výkaz zisků a ztrát

		2004	2005	2006	2007
I.	Tržby za prodej zboží	52627	54206	40654	41874
A.	Náklady vynaložené na prod.zboží	42138	43402	32552	33528
	Obchodní marže	10488	10803	8102	8345
II.	Výkony	250	250	250	250
II.1.	Tržby za prodané výrobky a služby				
B.	Výkonová spotřeba	1660	3120	3260	2430
B.1.	Spotřeba materialu a energie	500	500	500	500
B.2.	Služby	1160	2620	2760	1930
	Přidaná hodnota	9078	7933	5092	6165
C.	Osobní náklady	4352	4482	4617	4755
C.1.	Mzdové náklady				
C.2.	Odměna čl.org.společnosti a druž.				
C.3.	Náklady na soc.zab. a zdr.poj.				
C.4.	Sociální náklady				
D.	Daně a poplatky	14	14	14	14
E.	Odpisy dlouhod.nehm. a hmot.maj.	317	405	405	425
III.	Tržby z prodeje dl.maj.a mater.				
F.	Zůst.cena prod.dl.majetku a mater.				
G.	Změna stavu rezerv a op.pol. v pr.obl.	1000	-1500	-1680	-800
IV.	Ostatní provozní výnosy				
H.	Ostatní provozní náklady	0	0	0	0
V.	Převod provozních výnosů				
I.	Převod provozních nákladů				
*	Provozní výsledek hospodaření	3396	4532	1737	1771
VI.	Tržby z prodeje cen. papírů a podílů				
J.	Prodané cenné papíry a podíly				
VII.	Výnosy z dl.fin majetku				
K.	Náklady z fin. Majetku				
IX.	Výnosy z přec. c. pap. a deriv.				
L.	Náklady z přec. c. pap. a derivátů				
M.	Změna stavu rezerv a op.pol. ve fin.oblasti				
X.	Výnosové úroky	24	90	120	100
N.	Nákladové úroky				
XI.	Ostatní finanční výnosy				
O.	Ostatní finanční náklady	102	102	130	130
XIII.	Převod finančních výnosů				
P.	Převod finančních nákladů				
*	Finanční výsledek hospodaření	-78	-12	-10	-30
Q.	Daň z příjmu za běž. činnost	1029	1401	450	455
Q.1.	splatná	1029	1401	450	455
Q.2.	odložená				
**	Výsledek hosp. za běžnou činnost	2165	3053	1277	1286
XIII.	Mimořádné výnosy				
R.	Mimořádné náklady				
S.	Daň z příjmu z mimořádné činnosti				
*	Mimořádný výsledek hospodaření				
T.	Převod podílu na výs.hosp.spol.				
***	Výsledek hosp.za účetní období	2289	3119	1277	1286

Příloha VIII: Plánovaná rozvaha

	Aktiva	2003	2004	2005	2006	2007
	AKTIVA CELKEM	14499	15593	14993	12461	11540
A.	Pohledávky za upsaný vlastní kapitál					
B.	Dlouhodobý majetek	3318	3542	4097	3930	3627
B.I.	<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>					
B.I.3.	Software					
B.II.	<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	3318	3542	4097	3930	3627
B.II.1.	Pozemky	56	56	56	56	56
B.II.2.	Stavby	3183	2946	3291	3094	2901
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubor mov.věcí	79	540	750	780	670
B.III.	<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>					
C.	Oběžná aktiva	11091	11951	10796	8431	7813
C.I.	<i>Zásoby</i>	2205	2271	2339	1927	1985
C.I.5.	Zboží	2205	2271			
C.II.	<i>Dlouhodobé pohledávky</i>					
C.III.	<i>Krátkodobé pohledávky</i>	6017	6017	6017	4512	5018
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	5929	5929	5929	4423	4929
C.III.6.	Stát-daň.pohledávky	1				
C.III.7.	Ost. poskyt. Zálohy	86	89	89	89	89
C.III.9.	Jiné pohledávky	2				
C.IV.	<i>Krátkodobý fin. Majetek</i>	2869	3663	2440	1992	810
C.IV.1.	Peníze	27	30	30	30	30
C.IV.2.	Účty v bankách	2842	3633	3016		
D.I.	Časové rozlišení	90	100	100	100	100
D.I.1.	Náklady příštích období	84	6	20	50	50
D.I.3.	Příjmy příštích období	6	94	80	50	50

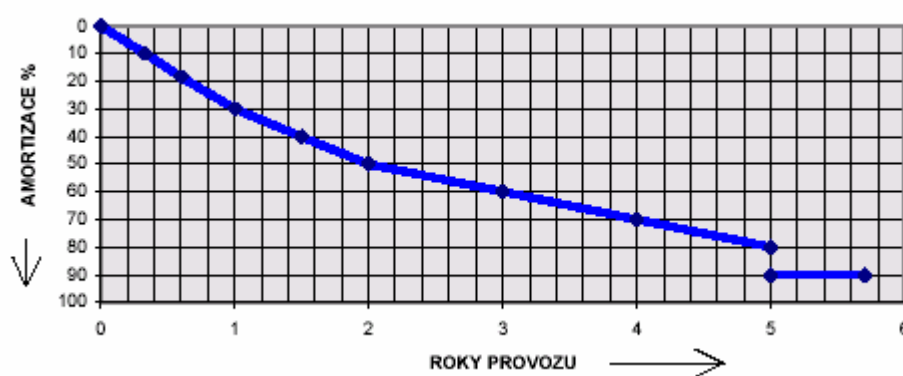
	Pasiva	2003	2004	2005	2006	2007
	PASIVA CELKEM	14499	15593	14993	12461	11540
A.	Vlastní kapitál	2127	2401	3231	2839	2598
A.I.	Základní kapitál	102	102	102	102	102
A.I.1.	Základní kapitál	102				
A.II.	Kapitálové fondy					
A.III.	Fondy ze zisku	10	10	10	10	10
A.III.1.	Zákonný rezervní fond/Nerozdělený zisk	10				
A.IV.	Výsledek hosp.minulých let				1450	1200
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let				1450	600
A.IV.2.	Neuhrazená ztráta minulých let					
A.V.	Výsledek hosp.běžného účetního období	2014	2 289	3 119	1 277	1286
B.	Cizí zdroje	12319	13139	11709	9602	8862
B.I.	Rezervy	8705	9705	8205	6525	5725
B.I.1.	Rezervy podle zvláštních práv.předpisů	8705	9705	8205	6525	5725
B.II.	Dlouhodobé závazky					
B.III.	Krátkodobé závazky	3614	3434	3504	3077	3137
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	2288	2357	2427	2000	2060
B.III.4.	Závazky ke spol., členům dr. a k uč.združ.	653	400	400	400	400
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	26	30	30	30	30
B.III.6.	Závazky ze soc.zabezbez. a zdrav.pojištění	161	161	161	161	161
B.III.7.	Stát - daňové závazky a dotace	471	471	471	471	471
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	10	10	10	10	10
B.III.11.	Jiné závazky	5	5	5	5	5
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci					
C.I.	Časové rozlišení	53	53	53	20	80
C.I.1.	Výdaje příštích období	52	52	52	20	30
C.I.2.	Výnosy příštích období	1	1	1		50

Příloha IX: Plánovaný výkaz cash flow 2004-2007

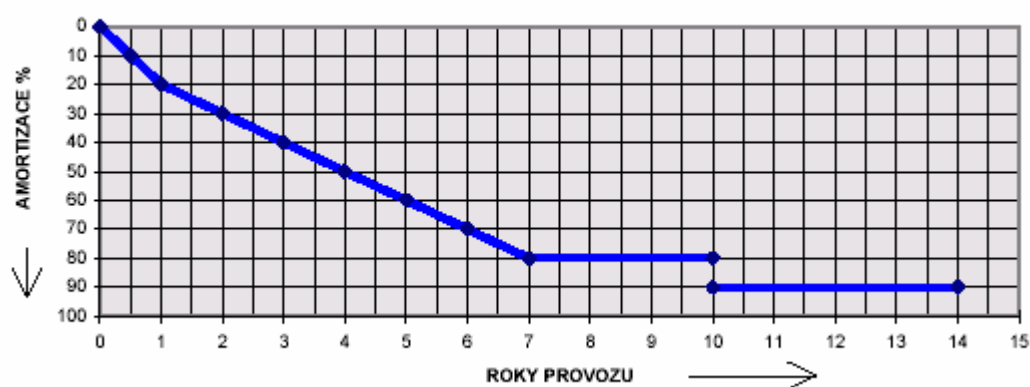
		2004	2005	2006	2007
P.	Stav peněžních prostředků na začátku účetního období	2869	3663	2440	1992
Z.	Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	3318	4520	1727	1741
A.1.	Úpravy o nepeněžní operace (=A.1.1. až A.1.5.)	1317	-1095	-1275	-375
A.1.1.	Odpisy stálých aktiv, odpis pohledávek (+)	317	405	405	425
A.1.2.	Změna stavu opravných položek, rezerv, př.úctů (+/-)	1000	-1500	-1680	-800
A.1.3.	Zisk (-) ztrátaz prodeje stálých aktiv (+)				
A.1.4.	Výnosy z dividend a podílů na zisku (-)				
A.1.5.	Vyúčtované nákladové (+) a výnosové (-) úroky	-24	-90	-120	-100
A.*	Čistý peněžní tok z prov. Činnosti	4635	3425	452	1366
A.2.	Změna potřeby pracovního kapitálu	-257	-8	1458	-444
A.2.1	Změna stavu pohledávek z provozní činnosti a čas.roz.ak.(+/-)	-10	-10	1473	-446
A.2.2.	Změna stavu krátkodobých závazků z pr.činnosti (+/-)	-180	70	-427	60
A.2.3.	Změna zásob	-66	-68	412	-58
A.2.4.	Změna stavu ost.nepeněžních oběžných aktiv				
A.**	Čistý peněžní tok z prov. Činnosti před min. P. (=A.*+A.2.)	4378	3417	1910	922
A.3.	Výdaje z plateb úroků (-)				
A.4.	Přijaté úroky (+)				
A.5.	Zaplacená daň z příjmů a doměrky daně (-)	1029	1401	450	455
A.6.	Příjmy a výdaje z mimořádné činnosti				
A.***	Čistý peněžní tok z prov.čin.(=A.**+A.3 až A6)	3350	2016	1460	467
B.1.	Výdaje spojené s pořízením stálých aktiv	-541	-960	-238	-122
B.2.	Příjmy z prodeje stálých aktiv				
B.3.	Půjčky a úvěry spřízněným osobám				
B.***	Čistý Peněžní tok z Investiční čin.(=B.1 až B.3)	-541	-960	-238	-122
C.1.	Změna stavu dlouhodobých popř.krátkodobých závazků				
C.2.	Dopady změn vl. Kapit. Na peněžní prostředky (=C2 až 7)	-2015	-2289	-1669	1527
C.2.1.	Zvýšení pe.prostředků z titulu zvýšení zákl.k. (+)				
C.2.2.	Vyplácení podílů na vlastním kapit.společníkům (-)				
C.2.3.	Peněžní dary a dotace do vlastního kapitálu(+)				
C.2.4.	Úhrada ztráty společníky (+)				
C.2.5.	Přímé platby na vrub fondů (-)				
c.2.6.	Vyplacené dividendy a podíly v.o.s. a k.s.(-)				
C.2.7.	Jiné použití HV minulého období	-2015	-2289	-1669	1527
C.3.	Přijaté dividendy a podíly na zisku (+)				
C.***	Čistý peněžní tok z finanční činnosti (=C.1.až C.3)	-2015	-2289	-1669	1527
F.	Čistá změna peněžních prostředků (=A***+B ***+C***)	793	-1233	-447	1182
	Rozdíl = R-P-F				
R.	Stav peněžních prostředků na konci účetního období	3662	2430	1993	810

Příloha X: Amortizační křivky

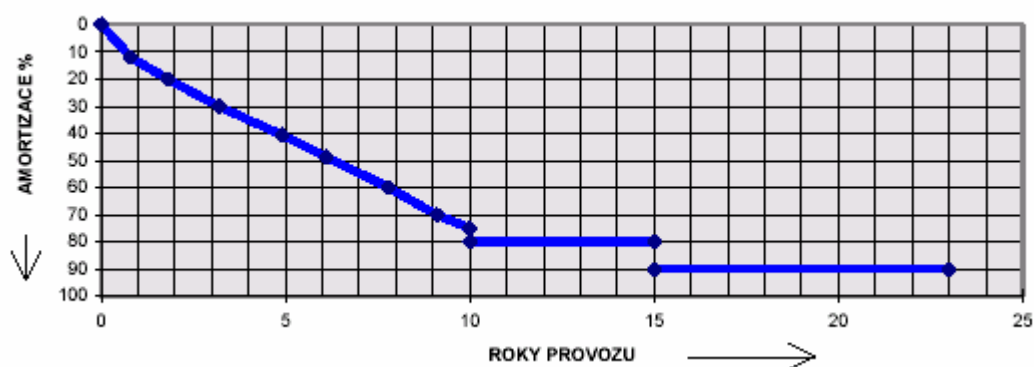
Amortizační křivka- doba životnosti 5 let



Amortizační křivka- doba životnosti 10 let



Amortizační křivka- doba životnosti 15 let



Příloha XI: Přeceněný výkaz zisků a ztrát

		2004	2005	2006	2007
I.	Tržby za prodej zboží	52627	54206	40654	41874
A.	Náklady vynaložené na prod.zboží	42138	43402	32552	33528
	Obchodní marže	10488	10803	8102	8345
II.	Výkony	250	250	250	250
II.1.	Tržby za prodané výrobky a služby				
B.	Výkonová spotřeba	1660	3120	3260	2430
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	500	500	500	500
B.2.	Služby	1160	2620	2760	1930
	Přidaná hodnota	9078	7933	5092	6165
C.	Osobní náklady	4352	4482	4617	4755
C.1.	Mzdové náklady				
C.2.	Odměna čl.org.společnosti a druž.				
C.3.	Náklady na soc.zab. a zdr.poj.				
C.4.	Sociální náklady				
D.	Daně a poplatky	14	14	14	14
E.	Odpisy dlouhod.nehm. a hmot.maj.	482	570	570	590
III.	Tržby z prodeje dl.maj.a mater.				
F.	Zúst.cena prod.dl.majetku a mater.				
G.	Změna stavu rezerv a op.pol. v pr.obl.	1000	-1500	-1680	-800
IV.	Ostatní provozní výnosy				
H.	Ostatní provozní náklady	0	0	0	0
V.	Převod provozních výnosů				
I.	Převod provozních nákladů				
*	Provozní výsledek hospodaření	3231	4367	1572	1606
VI.	Tržby z prodeje cen. papírů a podílů				
J.	Prodané cenné papíry a podíly				
VII.	Výnosy z dl.fin majetku				
K.	Náklady z fin. majetku				
IX.	Výnosy z přec. c. pap. a deriv.				
L.	Náklady z přec. c. pap. a derivátů				
M.	Změna stavu rezerv a op.pol. Ve fin.oblasti				
X.	Výnosové úroky	24	90	120	100
N.	Nákladové úroky				
XI.	Ostatní finanční výnosy				
O.	Ostatní finanční náklady	102	102	130	130
XIII.	Převod finančních výnosů				
P.	Převod finančních nákladů				
*	Finanční výsledek hospodaření	-78	-12	-10	-30
Q.	Daň z příjmu za běž. činnost	977	1351	406	409
Q.1.	splatná	970			
Q.2.	odložená				
**	Výsledek hosp. za běžnou činnost	2165	3053	1156	
XIII.	Mimořádné výnosy				
R.	Mimořádné náklady				
S.	Daň z příjmu z mimořádné činnosti				
*	Mimořádný výsledek hospodaření				
T.	Převod podílu na výs.hosp.spol.				
***	Výsledek hosp.za účetní období	2176	3004	1156	1167

Příloha XII: Přeceněná rozvaha

	Aktiva	2003	2004	2005	2006	2007
	AKTIVA CELKEM	18362	16761	15624	15093	11888
A.	Pohledávky za upsaný vlastní kapitál					
B.	Dlouhodobý majetek	7181	7094	7182	6683	6079
B.I.	<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	196	142	107	107	83
B.I.3.	Software	196	143	107	107	83
B.II.	<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	6985	6951	7075	6576	5996
B.II.1.	Pozemky	500	500	500	500	500
B.II.2.	Stavby	5200	4858	5038	4678	4318
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubor mov.věcí	1285	1593	1537	1398	1178
B.III.	<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>					
C.	Oběžná aktiva	11091	9567	8342	8310	5709
C.I.	<i>Zásoby</i>	2205	0	0	1927	0
C.I.5.	Zboží					
C.II.	<i>Dlouhodobé pohledávky</i>					
C.III.	<i>Krátkodobé pohledávky</i>	6017	6017	6017	4512	5018
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	5929	5929	5929	4423	4929
C.III.6.	Stát-daň.pohledávky	1				
C.III.7.	Ost. poskyt. zálohy	86	89	89	89	89
C.III.9.	Jiné pohledávky	2				
C.IV.	<i>Krátkodobý fin. majetek</i>	2869	3550	2325	1871	691
C.IV.1.	Peníze					
C.IV.2.	Účty v bankách					
D.I.	Časové rozlišení	90	100	100	100	100
D.I.1.	Náklady příštích období	84	6	20	50	50
D.I.3.	Příjmy příštích období	6	94	80	50	50

	Pasiva	2003	2004	2005	2006	2007
	PASIVA CELKEM	18361	19031	17963	15093	13873
A.	Vlastní kapitál	5989	5840	6201	5471	4931
A.I.	<i>Základní kapitál</i>	102	102	102	102	102
A.I.1.	Základní kapitál	102				
A.II.	<i>Kapitálové fondy</i>	3863	3552	3085	2753	2452
A.II.3	Oceňovací rozdíl majetku a závazků	3863	3552	3085	2753	2452
A.III.	<i>Fondy ze zisku</i>	10	10	10	10	10
A.III.1.	Zákonný rezervní fond/Nerozdělený zisk					
A.IV.	<i>Výsledek hosp.minulých let</i>				1450	1200
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let				1450	600
A.IV.2.	Neuhrazená ztráta minulých let					
A.V.	<i>Výsledek hosp.běžného účetního období</i>	2014	2176	3004	1156	1167
B.	Cizí zdroje	12319	13139	11709	9602	8862
B.I.	<i>Rezervy</i>	8705	9705	8205	6525	5725
B.I.1.	Rezervy podle zvláštních práv.předpisů	8705	9705	8205	6525	5725
B.II.	<i>Dlouhodobé závazky</i>					
B.III.	<i>Krátkodobé závazky</i>	3614	3434	3504	3077	3137
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	2288	2357	2427	2000	2060
B.III.4.	Závazky ke spol., členům dr. a k uč.združ.	653	400	400	400	400
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	26	30	30	30	30
B.III.6.	Závazky ze soc.zabezbez. zdrav.pojištění	161	161	161	161	161
B.III.7.	Stát - daňové závazky a dotace	471	471	471	471	471
B.III.10	Dohadné účty pasivní	10	10	10	10	10
B.III.11	Jiné závazky	5	5	5	5	5
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci					
C.I.	Časové rozlišení	53	53	53	20	80
C.I.1.	Výdaje příštích období	52	52	52	20	30
C.I.2.	Výnosy příštích období	1	1	1		50

Příloha XIII: Upravená rozvaha podle NOA

	Aktiva	2003	2004	2005	2006	2007
	AKTIVA CELKEM	8763	6745	7035	7503	5559
A.	Pohledávky za upsaný vlastní kapitál					
B.	Dlouhodobý majetek	2981	3145	3486	3239	2887
B.I.	<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	196	142	107	107	83
B.I.3.	Software	196	142	107	107	83
B.II.	<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	2785	3003	3379	3132	2804
B.II.1.	Pozemky	0	0	0	0	0
B.II.2.	Stavby	1500	1410	1842	1734	1626
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubor mov.věcí	1285	1593	1537	1398	1178
B.III.	<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>					
C.	Oběžná aktiva	9306	6934	6953	7241	5709
C.I.	<i>Zásoby</i>	2205	0	0	1927	0
C.I.5.	Zboží					
C.II.	<i>Dlouhodobé pohledávky</i>					
C.III.	<i>Krátkodobé pohledávky</i>	6017	6017	6017	4512	5018
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	5929	5929	5929	4423	4929
C.III.6.	Stát-daň.pohledávky	1				
C.III.7.	Ost. poskyt. zálohy	86	89	89	89	89
C.III.9.	Jiné pohledávky	2				
C.IV.	<i>Krátkodobý fin. majetek</i>	1084	917	936	802	691
C.IV.1.	Peníze					
C.IV.2.	Účty v bankách					
D.I.	Časové rozlišení	90	100	100	100	100
D.I.1.	Náklady příštích období	84	6	20	50	50
D.I.3.	Příjmy příštích období	6	94	80	50	50
	Neúročený cizí kapitál	-3614	-3434	-3504	-3077	-3137

	Pasiva	2003	2004	2005	2006	2007
	PASIVA CELKEM	8761	9017	9374	7503	7544
A.	Vlastní kapitál	5989	5840	6201	5471	4931
A.I.	<i>Základní kapitál</i>	<i>102</i>	<i>102</i>	<i>102</i>	<i>102</i>	<i>102</i>
A.I.1.	Základní kapitál					
A.II.	<i>Kapitálové fondy</i>	<i>3863</i>	<i>3552</i>	<i>3085</i>	<i>2753</i>	<i>2452</i>
A.II.3	Oceňovací rozdíl majetku a závazků	3863	3552	3085	2753	2452
A.III.	<i>Fondy ze zisku</i>	<i>10</i>	<i>10</i>	<i>10</i>	<i>10</i>	<i>10</i>
A.III.1.	Zákonný rezervní fond/Nerozdělený zisk					
A.IV.	<i>Výsledek hosp.minulých let</i>				<i>1450</i>	<i>1200</i>
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let				1450	600
A.IV.2.	Neuhrazená ztráta minulých let					
A.V.	<i>Výsledek hosp.běžného účetního období</i>	<i>2014</i>	<i>2176</i>	<i>3004</i>	<i>1156</i>	<i>1167</i>
	<i>Ekvivalenty vlastního kap. přičtení rezerv</i>	<i>4352</i>	<i>4853</i>	<i>4103</i>	<i>3263</i>	<i>2863</i>
	<i>Vyřazený majetek</i>	<i>-5985</i>	<i>-6581</i>	<i>-5085</i>	<i>-4512</i>	<i>-3192</i>
B.	Cizí zdroje	4352	4853	4103	3263	2863
B.I.	<i>Rezervy</i>	<i>4352</i>	<i>4853</i>	<i>4103</i>	<i>3263</i>	<i>2863</i>
B.I.1.	Rezervy podle zvláštních práv.předpisů					
B.II.	<i>Dlouhodobé závazky</i>					
B.III.	<i>Krátkodobé závazky</i>					
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů					
B.III.4.	Závazky ke spol., členům dr. a k uč.združ.					
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům					
B.III.6.	Závazky ze soc.zabezbez. a zdrav.pojištění					
B.III.7.	Stát - daňové závazky a dotace					
B.III.10	Dohadné účty pasivní					
B.III.11	Jiné závazky					
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci					
C.I.	Časové rozlišení	53	53	53	20	80
C.I.1.	Výdaje příštích období	52	52	52	20	30
C.I.2.	Výnosy příštích období	1	1	1		50

Příloha XIV: Lékárny podle obrátu tržeb za rok 2003

Lékárny podle obrátu (tržeb) za rok 2003 (bez nemocničních)

Tržby v mil. Kč	Kraje														ČR celkem
	Praha	Středo- český	Jiho- český	Plzeň- ský	Karlo- varský	Ústecký	Libe- recký	Králo- véhrad.	Pardu- bický	Vyso- čina	Jiho- morav.	Olo- moucký	Zlínský	Morav- skosl.	
0-5	22	10	14	12	10	21	15	10	9	6	11	10	7	16	173
5-10	49	50	32	21	9	37	18	29	23	23	47	21	25	42	426
10-15	53	37	19	18	16	35	14	24	21	13	43	29	23	38	383
15-20	32	29	20	17	8	19	12	19	12	11	28	18	12	31	268
20-25	36	28	7	8	2	16	8	17	7	8	15	5	10	22	189
25-30	10	9	3	9	4	16	7	7	5	6	10	9	1	20	116
30-35	14	12	7	1	3	3	5	4	6	4	9	6	6	11	91
35-40	8	4	2	3	1	5	1	3	1	1	5	2	3	9	48
40-45	4	4	1	1	0	2	2	3	1	1	4	1	2	1	27
45-50	4	3	0	1	2	1	0	1	2	1	2	4	2	0	23
50 a více	24	7	6	8	4	4	3	5	5	8	16	6	7	17	120
Celkem kraj	256	193	111	99	59	159	85	122	92	82	190	111	98	207	1 864

