

Vysoká škola ekonomická v Praze
Fakulta podnikohospodářská
Hlavní specializace: Podniková ekonomika a management

Název diplomové práce:

**Určení tržní hodnoty podniku IVAX Pharmaceuticals, s. r. o.
metodou DCF, ve variantě FCFF**

Vypracoval: Viktor Novák

Vedoucí diplomové práce: prof. Ing. Eva Kislingerová, CSc.

Prohlášení
Prohlašuji, že diplomovou práci na téma
" Určení tržní hodnoty podniku IVAX Pharmaceuticals, s. r. o. metodou DCF,
ve variantě FCFF",
jsem vypracoval samostatně.
Použitou literaturu a podkladové materiály uvádím v přiloženém seznamu
literatury.

V Praze dne 18. srpna 2007

Podpis

1 Úvod	5
1.1 Účel a cíle práce	6
2 Teorie oceňování podniku	7
2.1 Proč vlastně oceňujeme podnik?	7
2.2 Co se rozumí pod pojmem hodnota podniku?	8
2.3 Metody používané pro stanovení hodnoty podniku	9
2.3.1 Metody založené na majetkovém principu	9
2.3.2 Metody založené na výnosovém principu	14
2.3.3 Kombinované metody	20
2.3.4 Metodika oceňování reálných opcí	21
2.4 Problematika stanovení diskontní míry	24
2.4.1 Stanovení průměrných kapitálových nákladů, WACC	25
2.5 Stanovní tempa růstu, parametr g	29
2.6 Struktura ocenění podniku	30
3 Ocenění podniku IVAX Pharmaceuticals, s.r.o.	32
3.1 Profil společnosti	32
3.1.1 Základní údaje	32
3.1.2 Historie společnosti	33
3.2 Analýza makroprostředí ČR	36
3.2.1 Inflace	36
3.2.2 Trh práce a nezaměstnanost	37
3.2.3 Měnové kurzy EUR, USD	38
3.2.4 Vývoj HDP	39
3.2.5 Vývoj úrokových sazeb	40
3.2.6 Politická situace	41
3.3 Analýza mikroprostředí podniku	42
3.3.1 Charakteristika farmaceutického průmyslu	42
3.3.2 Úloha státu ve farmaceutickém odvětví a problém kvality	42
3.3.3 Charakteristika konkurence	43
3.4 Finanční analýza	44
3.4.1 Vertikální analýza rozvahy	44
3.4.2 Horizontální analýza rozvahy	46
3.4.3 Vertikální analýza výkazu zisků a ztrát	47
3.4.4 Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát	48

3.4.5 Poměrové ukazatele	50
3.4.6 Du-Pont analýza	54
3.4.7 Altmanův index (bankrotní model)	54
3.4.8 Kralickův Quicktest (Bonitní model)	55
3.5 Určení hodnoty podniku IVAX Pharmaceuticals, s. r. o.	57
3.5.1 Určení diskontní míry podniku	57
3.5.2 Změna pracovního kapitálu	60
3.5.3 Plán zisku před úroky a zdaněním	61
3.5.4 Plán investic	61
3.5.5 Plán odpisů	61
3.5.6 Výpočet hodnoty podniku	61
4 Závěr	63
5 Literatura	65
6 Přílohy	67
Příloha 1 - Bilance aktiv za období 2002 až 2006 (v tis. Kč)	67
Příloha 2 - Bilance pasiv za období 2002 až 2006 (v tis. Kč)	69
Příloha 3 - Výkaz zisků a ztrát za období 2002 až 2006 (v tis. Kč)	71
Příloha 4 - Výkaz cash - flow za období 2002 až 2005 (v tis. Kč)	73

1 Úvod

V dnešní době globalizace se jednotlivé trhy, které byly dříve oddělené, postupně propojují a vzniká tak dynamické prostředí, kde se změny odehrávají relativně rychle. Dochází ke stále větší koncentraci kapitálu, jehož prostřednictvím se odehrávají různé obchodní transakce. Mezi takové transakce patří například nákup a prodej podniku, fúze, akvizice a mnohé další. A právě v této souvislosti se ukazuje velký význam teorie oceňování podniku, která umožňuje stanovit potenciálním investorům, a nejen jim, hodnotu podniku jako celku, protože nikdo nechce kupovat „Zajíce v pytli“. Samotné ocenění podniku je proces, který se skládá z mnoha kroků a opírá se o širokou škálu teoretických poznatků. Protože je stanovení hodnoty podniku činnost poměrně náročná a různorodá, tak je nutná pečlivá teoretická průprava každého potenciálního zpracovatele. V praxi je také důležité určit samotný účel ocenění, protože od něj se odvíjí celá metodika, postup výpočtu tržní hodnoty. Při samotném zpracovávání ocenění se často narazí na problém dostupnosti informací. Je logické, že čím více máme k dispozici přesnější informace, tak tím je vlastní práce objektivnější. Dostáváme se pak do pozice buďto interního, nebo externího oceňovatele, v závislosti na tom, zda zpracováváme interní, nebo externí informace.

Velké množství koupí podniku se provádí v rámci fúzí a akvizic. Mnohá odvětví vykazují velkou četnost těchto transakcí. Typickým příkladem může být například farmaceutický, nebo hutnický průmysl. A v případě, že ke koupi podniků dochází, tak problematika oceňování je na pořadu dne.

Určování hodnoty podniku je také jeden z možných nástrojů hodnocení jeho managementu. Management je tak motivován k co nejefektivnějšímu využití aktiv takovým způsobem, aby hodnota společnosti v čase rostla plánovaným tempem na přání vlastníků. V mnoha firmách se tento přístup aplikuje.

Oceňování je tedy problematika, která se zabývá průřezově podnikem jako celku, a také jeho okolím, neboť i tento faktor formuje jeho tržní hodnotu. Navazuje také na řadu dalších úskalí podnikové ekonomiky a vytváří tak ucelený soubor pro jeho hodnocení.

Literatura vztahující se k tomuto tématu je poměrně bohatá, především cizojazyčná. Tuto skutečnost potvrzuje fakt, že kromě tradičních přístupů k oceňování (např. pomocí výnosových metod, nebo metod založených na majetkové bázi), zde existují i přístupy v oblasti reálných opcí. A jen problematika reálných opcí je velice široká. Některé tituly vztahující se k problematice oceňování podniku jsou uvedeny v seznamu použité literatury.

Když jsem tedy přemýšlel, jaké si zvolím téma pro svou diplomovou práci, tak jsem si řekl, že si vyberu takový námět, které mě zaujme nejen pro mé subjektivní preference, ale poskytně mi dostatečně velký prostor pro zpracování práce. Právě variabilita možných řešení je jedním z důvodů. Jak bude dále v textu naznačeno, tak vlastní zpracovávání ocenění má mnoho podob a úskalí vyplývající z komplexního pojetí ocenění podniku. Zároveň si uvědomuji, že díky této variabilitě musím věnovat velkou pozornost konstrukci vlastního ocenění a je také důležité zpracovávat získané informace věcně správně.

V podniku, ke kterému se tato práce vztahuje pracuji. Jelikož mně zajímalo, jak si na tom stojí, volba byla zcela zřejmá. Na základě těchto skutečností jsem se rozhodl vypracovat diplomovou práci na téma: „Určení hodnoty podniku IVAX Pharmaceuticals, s. r. o. metodou DCF, ve variantě FCFF“.

V rámci zpracovávání tématu jsem si vytyčil několik cílů, kterých bych chtěl dosáhnout (viz. následující podkapitola).

Jak je vidět, problematika oceňování podniku je velice významná pro jeho řízení. Nejen proto, že zjistíme jeho hodnotu k určitému datu, ale také proto, že je jedním z nástrojů jak podnik řídit, zefektivnit jeho činnost, zvýšit konkurenceschopnost, finanční zdraví, a v neposlední řadě zvýšit jeho hodnotu.

1.1 Účel a cíle práce

Účelem této práce je stanovit tržní hodnotu podniku IVAX Pharmaceuticals, s. r. o. k 20.7.2007, pomocí metody diskontovaných cash flow (DCF), ve variantě volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele (FCFF – free cash flow to the firm). Výpočet této tržní hodnoty bude stanoven na základě veřejně dostupných informací, pro zatím neznámého kupce.

K tomuto účelu se vztahují tyto cíle:

- 1) Nastínění teorie vztahující se k určování hodnoty podniku. Jedná se především o popis metod, které se v této souvislosti používají a popis faktorů které je ovlivňují a formují výpočet.
- 2) Zhodnocení dosavadní činnosti podniku. V tomto případě půjde hlavně o zpracování stručné finanční analýzy, která ukáže, jakým způsobem podnik do dnešního dne hospodařil.
- 3) Stanovit tržní hodnotu podniku IVAX Pharmaceuticals, s. r. o. k 20.7.2007.

2 Teorie oceňování podniku

V této kapitole je stručně popsána problematika oceňování podniku. Uvedeny jsou zejména metody oceňování, jejich přehled a základní charakteristika, dále teoretické poznatky vztahující se k určování diskontní míry a následně je také popsána struktura postupu ocenění. Nebude zde uveden vyčerpávající popis všech poznatků v oblasti oceňování podniku, ale jen základní teze, ze kterých jsem čerpal při zpracovávání této práce.

2.1 Proč vlastně oceňujeme podnik?

Důvodů, které vedou k zpracovávání ocenění podniku, je celá řada. Uvádím zde jen některé z nich. Mezi ty nečastější bezesporu patří **koupě nebo prodej podniku**. K těmto transakcím dochází v normálně fungujícím tržním prostředí neustále. Střetává se tak zájem kupujícího, který chce koupit podnik s perspektivou za výhodnou cenu, se zájmem prodávajícího, jehož motivem je prodat za co nejvyšší cenu. Podkladem pro vyjednávání je pak vypracování posudků, které určují hodnotu podniku.

Dalším důvodem je také **hodnocení managementu**. Management je motivován k tomu, aby v průběhu času usiloval o zvyšování hodnoty podniku. Realizuje tak různá opatření, které vedou k tomuto cíli. Zpracování takového posudku poskytuje managementu informace, které vypovídají o celkové situaci podniku, jeho hospodaření, výhledech do budoucna, postavení v konkurenčním prostředí, možnosti rozvoje, nebo naopak ohrožení atd.

Vstup na kapitálový trh

V tomto případě se jedná o časově a věcně náročnou záležitost. Před vlastním procesem vstupu na kapitálový trh je nutné charakterizovat výchozí situaci v podniku a ocenění podniku k takovéto charakteristice patří.

Fúze a rozdělení společností

Než se přistoupí k samotné realizaci fúze, tak se cílový podnik důkladně analyzuje po všech stránkách. Určují se jeho přednosti i nedostatky. Také je nutné vyjádřit přínosy fúze, které bychom bez znalosti hodnoty podniku nezjistili. V případě určování těchto přínosů může hodnotitel vycházet z rovnice:

$$\text{Celkový zisk} = PV_{AB} - (PV_A + PV_B) - C,$$

kde PV_{AB} - je hodnota nové firmy,

PV_A - hodnota firmy A,

PV_B - hodnota firmy B,

C - jsou náklady fúze.

Žádost o úvěr

Banka, než vyhoví žádosti o poskytnutí úvěru, musí žádající podnik důkladně prověřit a sbírá podklady pro své rozhodnutí. Jejím zájmem je i zjištění hodnoty podniku. Ujistí se tak, že v podniku se nacházejí aktiva, nebo jiné zdroje, které lze využít.

Oceňování pro účely **pojištění**. V závislosti na předmětu pojistné smlouvy, druhu pojištění, pak pojišťovna stanovuje parametry pojistné smlouvy. Jedním z podkladů a parametrů nutných pro uzavření pojistné smlouvy je také ocenění podniku.

Další důvody pro oceňování podniku mohou být následující: restrukturalizace podniku, změna právní formy podniku, daňové účely, zvýšení nebo snížení základního kapitálu, likvidace, konkurz a dědické řízení, pro účely privatizace podniku aj.

2.2 Co se rozumí pod pojmem hodnota podniku?

Podle obchodního zákoníku (§5) je podnik souborem hmotných, osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají k tomuto účelu sloužit. Obchodní zákoník nahlíží na podnik jako na věc hromadnou.

Obchodní zákoník pak následně vymezuje jednotlivá práva a definice vztahující se k podniku. Z těchto tezí pak vyplývá, že podnik je subjekt, který je tvořen hmotným majetkem, nehmotným majetkem a také lidským faktorem. Tvoří tak složitý systém, který funguje jako celek.

Z tohoto výše zmíněného popisu podniku je jasné, že určení jeho hodnoty je složitý proces, pomocí kterého lze stanovit konkrétní ocenění na základě použitého modelu a daných předpokladů. Záleží z jakého úhlu pohledu podnik zkoumáme. Zda-li nám jde o majetkový nebo výnosový princip atd.

Hodnota podniku a jeho cena jsou dva různé pojmy. Cena na rozdíl od jeho hodnoty je už výsledek vyjednávání mezi kupujícím a prodávajícím. Do procesu tohoto vyjednávání vstupuje mnoho faktorů, např. důvody prodeje, čas, podmínky trhu aj. Při stanovení hodnoty podniku se vychází ze skutečnosti, že každý podnik je komplex přinášející užitek, výnos. Užitek, který tento podnik svým majitelům přináší vychází z jeho specifického uspořádání. Úkolem oceňovatele je všechny tyto relevantní prvky a vazby podchytit a na základě toho stanovit „spravedlivou“ hodnotu podniku, která nebude nijak výrazně podhodnocená ani nadhodnocená.

V praxi by měl kupující, než přistoupí k smlouvání o ceně, mít zpracované ocenění podniku, aby mohl své nabídky ceny podložit a zároveň měl představu jaký podnik kupuje.

2.3 Metody používané pro stanovení hodnoty podniku

Jednotlivých metod je celá řada. Dělí se do pěti skupin :

- metody založené na majetkovém principu,
- metody založené na výnosovém principu,
- kombinované metody,
- metody založené na tržním principu,
- oceňování reálných opcí.

Metody nazírají na podnik z různých úhlů, mají různé předpoklady a podmínky pro jejich aplikaci. Nelze z nich žádnou preferovat. Záleží jenom na oceňovateli kterou, popřípadě které zvolí. Při jejich výběru se vychází z účelu a cílů ocenění, zohledňuje se i charakter podniku, dostupnost informací, podklady, aj. Při jejich aplikaci je pak také důležité si uvědomit jaké výsledky nám jednotlivé metody poskytují, protože se velmi často při srovnávání jednotlivých výsledků liší.

2.3.1 Metody založené na majetkovém principu

Metody založené na majetkovém principu vycházejí ze zjišťování stavových veličin, majetku podniku. K určitému datu se zjišťuje stav majetku a závazků. Patří sem např. metoda účetní hodnoty a metoda substanční hodnoty.

METODA ÚČETNÍ HODNOTY

Tato metoda vychází z účetní hodnoty jednotlivých složek podniku. Je přitom požadováno aby tržní cena akcie byla větší než účetní hodnota vlastního kapitálu připadající na jednu akcii. Jestliže vyjádříme tržní cenu akcie písmenem P a vlastní kapitál na akcii písmeny BV, pak požadovaný vztah je zapsán následovně:

$$BV < P$$

Potřebné informace pro výpočet pomocí tohoto způsobu získáme z účetní uzávěrky, kterou podniky povinně zpracovávají. Pokud je dodržena výše zmíněná podmínka, pak podnik tvoří takzvanou MVA – market value added, neboli hodnotu přidanou trhem. Problémem je, že tuto metodu lze použít jen u akciových společností obchodovaných na kapitálových trzích.

METODA SUBSTANČNÍ HODNOTY

Při aplikaci této metody odhadce nazírá na podnik jako na soubor jednotlivých majetkových částí, které jsou financovány vlastním kapitálem a částečně také dluhy a které budou v budoucnosti poskytovat výnosy. Cílem je určit aktuální pořizovací cenu, reprodukční náklady, popřípadě jinou formu vyjádření ceny, aby bylo možné stanovit celkovou hodnotu podniku. Investor tak zjistí, kolik by musel investovat finančních prostředků, kdyby chtěl znovu postavit identický podnik. Předpokladem této metody je skutečnost, že jednotlivá aktiva jsou součástí fungujícího podniku, který v budoucnu bude nadále existovat (going-concern princip).

Když odhadce oceňuje podnik substanční metodou, tak nejdříve vyjádří hodnotu aktiv. Konkrétně to znamená, že se určí hodnota budov a staveb, pozemků, samostatných movitých věcí a souborů movitých věcí, finančních investic, zásob, peněz, pohledávek. Součtem těchto položek zjistíme hodnotu podniku brutto. Následně od této hodnoty brutto odečteme krátkodobé závazky, dlouhodobé závazky a rezervy. Tímto způsobem získáme substanční hodnotu podniku v netto vyjádření.

Je nutno věnovat patřičnou pozornost oceňování jednotlivých složek majetku, protože jejich ocenění má svá specifika vyplývající z jejich podstaty.

Nejdříve krátký popis určení hodnoty dlouhodobého majetku. Skládá se z dlouhodobého hmotného majetku, dlouhodobého nehmotného majetku a dlouhodobého finančního majetku.

Dlouhodobý hmotný majetek se člení na:

- budovy a stavby,
- stroje a zařízení (movitý majetek),
- pozemky.

Budovy a stavby

V případě těchto aktiv se postupuje nejčastěji pomocí nákladové metody. Určuje se tak jejich současná pořizovací hodnota a od této částky se následně odečítá míra opotřebení.

Při stanovení míry opotřebení se vychází z amortizačních křivek. Důležitými parametry jsou obestavěný prostor, zastavěná plocha, reprodukční pořizovací náklady. Na základě těchto údajů určíme hodnotu budov a staveb.

Zákon o oceňování č. 151/1997 Sb., vyhláška o oceňování č. 540/2002 Sb. a další související předpisy určuje rámec pro oceňování budov a staveb. Na základě zvoleného způsobu ocenění nám výše zmíněné předpisy vymezují postupy a parametry ocenění, pokud chceme stanovit cenu administrativním způsobem.

Budovy a stavby můžeme ohodnotit i prostým tržním srovnáním, kdy porovnáváme oceňovanou stavbu s jinou, která byla nedávno prodaná.

Dalším způsobem je metoda indexování, při jejíž použití musíme znát aktuální cenovou statistiku a vývoj cenové hladiny.

Stroje a zařízení

Odhadce se opět snaží zjistit, kolik finančních prostředků by potřeboval na koupi zařízení v době ocenění. Metody, které se používají pro oceňování strojů a zařízení jsou tyto:

- nákladová metoda,
- výnosová metoda,
- metoda porovnání.

Při zpracovávání je nutné mít k dispozici seznam strojů a zařízení náležející podniku, znát jejich pořizovací hodnotu, výši odpisů a opravek, náklady na opravy. Kromě toho je nutné zjistit také další parametry charakterizující daný stroj nebo zařízení (např. technické údaje). Na základě těchto informací stanovíme cenu.

Pozemky

Vychází se z výpisu katastru nemovitostí, kde získáme základní údaje vztahující se k pozemku. Dalšími podklady je geometrický plán a technická mapa, projektová dokumentace, stavební a kolaudační rozhodnutí a nájemní smlouvy. Při zpracování ocenění opět dbáme na to, aby údaje byly aktuální k datu ocenění. Při výpočtu hodnoty postupujeme pomocí výnosové nebo indexové metody, popřípadě podle metody porovnávání (s využitím cenových map). Je možné využít i ocenění zpracované na základě zákona 151/1997 Sb., ale cena takto zjištěná reprezentuje jen administrativní cenu pozemku, které se stanovují například pro daňové účely.

Do konečného hodnocení se započítává rovněž umístění pozemku v zástavbě, lokalitě. Odhadce přihlíží také k jeho možnému využití.

Nehmotný majetek

Mezi takový majetek patří například patenty, licence, obchodní jméno, ochranné známky aj. Metody ocenění pro tyto druhy majetku vycházejí z těchto přístupů:

- výnosový přístup,
- tržní přístup,
- nákladový přístup.

Výnosový přístup je zastoupen čtyřmi metodickými modely. Jedná se o metody, kde využíváme licenční analogii, metodu přírůstku výnosu, kalkulované ztráty výnosu a reziduální výnosovou metodu.

Metoda s využitím licenční analogie

Při aplikaci této metody se vychází z nákladů, které by podnik musel vynaložit na získání licence, kterou nevládní. Platby za licenční práva se realizují různými způsoby. Tyto náklady můžeme například stanovit jako procentní podíl na zisku nebo podílem na objemu výrobků prodaných pod touto licencí. Při posuzování těchto práv se musí přihlídnout ke skutečnosti, že licence jsou různě vázány na podmínky jejich udělení, mají různou teritoriální platnost a také odlišnou životnost.

Metoda přírůstku výnosu

Tento přístup se použije tam, kde jsme schopni zjistit jaký výnos nám výrobek přinese, je-li prodáván pod konkrétní obchodní značkou. Musí jít o vyšší zisk, který podnik získá díky licenci oproti ziskům z prodeje výrobků, které takto chráněny nejsou. Je přitom důležité, aby tyto výnosy byly identifikovatelné, jasně prokazatelné.

Metoda kalkulované ztráty výnosu

Hodnota nehmotného majetku stanovená tímto způsobem vychází z předpokladu, že podniku vznikne ztráta, když ztratí právo využívat nějakou licenci vztahující se k výrobku. Ztrátou těchto vázaných výnosů je vyjádřena hodnota práva.

Reziduální výnosová metoda

Zde se postupuje takovým způsobem, že se nejdříve určí hodnota výnosů vyplývající z užití celkových aktiv a od nich se pak odečte výnos, který má původ v hmotné části stálých aktiv. Výsledný rozdíl pak představuje reziduální výnos nehmotného majetku.

Tržní přístup je charakteristický tím, že se pracuje s informacemi, které lze získat sledováním určitého trhu výrobků.

Nákladový způsob sleduje náklady podniku, které vzniknou, jestliže podnik získá stejnou užitnou hodnotu.

Další částí oceňování podniku je oběžný majetek. Je zastoupen zásobami, dlouhodobými pohledávkami, krátkodobými pohledávkami a finančním majetkem. Úlohou oběžného majetku je zajišťovat výrobní proces a patřičnou likviditu. V tomto smyslu se u oběžného majetku řeší problém likvidity jednotlivých složek.

Zásoby

Zásoby oceňujeme jejich pořizovací cenou, vlastními náklady (pokud se jedná o zásoby vytvořené vlastní činností), reprodukčními pořizovacími cenami a pomocí odhadu (bezplatně získané zásoby). Jestliže podnik během sledovaného období nakupuje stejné druhy zásob, které jsou pořízeny v různých cenách, lze tyto zásoby oceňovat podle:

-
- metody FIFO, pak cena zásob při jejich přírůstku se stává i vstupní cenou pro ocenění jejich úbytku,
 - váženého aritmetického průměru pořizovacích cen,
 - podnikového ceníku.

Pohledávky

Při ocenění pohledávek se vychází z jejich nominální hodnoty. Přitom je nutné nejdříve vypracovat seznam a strukturu pohledávek. V tomto přehledu identifikujeme všechny nedobytné pohledávky. Navíc než sečteme hodnotu takto rozříděných pohledávek, musíme ještě diskontovat ty pohledávky, jejichž splatnost je delší jak jeden rok.

Finanční majetek

Součástí finančního majetku jsou peníze, účty v bankách a krátkodobý finanční majetek. Hodnota peněz v pokladně a na účtech se vyjadřuje v nominální hodnotě. Stejný přístup aplikujeme také u finančního majetku, s tím rozdílem, že u směnek musíme jejich hodnotu snížit o diskont.

Jak bylo řečeno, zpracujeme-li ocenění výše zmíněných druhů majetku, získáme substanční hodnotu podniku brutto. Od této sumy odečítáme hodnotu cizích zdrojů, abychom tak zjistili substanční hodnotu netto. V cizích zdrojích jsou začleněny krátkodobé a dlouhodobé závazky, rezervy, bankovní úvěry a výpomoci.

Krátkodobé a dlouhodobé závazky

U krátkodobých závazků vyjádříme jejich ocenění prostřednictvím nominální hodnoty. V případě, že se mezi těmito závazky nacházejí i takové, které jsou po lhůtě splatnosti, pak musíme připočítat k nim i penále vyplývající z neplnění závazků.

Dlouhodobé závazky se rovněž oceňují nominální hodnotou a jsou uváděny v historických cenách. Důležité je analyzovat všechny leasingové smlouvy, podmíněné a jiné závazky, ze kterých může v budoucnu vyplynout nutnost dodatečných plateb.

Rezervy

Rezervy se tvoří z různých důvodů, např. na kurzové ztráty - zákonné - na opravy dlouhodobého majetku nebo jiné rezervy nad rámec zákona. Rezervy čerpané v delším časovém období se přepočítají na současnou hodnotu. Obecně se vyjadřují v nominálním vyjádření.

Bankovní úvěry a výpomoci

Odhadce zpracuje přehled všech úvěrů podniku, který bude ukazovat jejich strukturu. Při ocenění se vychází z jejich zůstatkových hodnot.

2.3.2 Metody založené na výnosovém principu

Výnosové metody jsou postaveny na předpokladu, že podnik je investice, která svým investorům bude v budoucnu přinášet výnosy. Tyto výnosy musí být přepočteny na čistou současnou hodnotu. Tento přepočet provedeme pomocí diskontní míry, která odráží náklady kapitálu a riziko. Tyto náklady a riziko mohou být stanoveny různými způsoby (viz kapitola určení diskontní míry). Do diskontní míry se započítávají různé druhy nákladů, v závislosti na použité výnosové metodě. Pak nastává situace, kdy se peněžní toky diskontují náklady vlastního kapitálu a nebo náklady kapitálu celkem (ty zahrnují jak náklady vlastního, tak cizího kapitálu). Náklady vlastního kapitálu představují oportunitní náklad - náklad ušlé příležitosti. Náklad ušlé příležitosti je výnos, o který investor přijde, jestliže nezrealizuje druhou nejlepší investiční příležitost. Náklady na cizí kapitál je cena za zapůjčení cizích peněžních prostředků, tzv. úrok.

Při investování platí, že čím je investice rizikovější, tím je diskontní míra vyšší a současná hodnota peněžních toků menší. V tržním prostředí se pohybují investoři s třemi různými sklony k riziku. Investor se sklonem k riziku záměrně vyhledává rizikové investice, poněvadž jen v této situaci dosahuje největší míry užítku. Typickým zástupcem tohoto přístupu je investor rizikového kapitálu (Ventura capital). Ten je ochoten podstoupit velké riziko, ale požaduje za něj vyšší výnos. Uvádí se, že požadovaný výnos z takovéto investice je třicet procent a více. Protipólem je pak investor s averzí k riziku, který upřednostňuje menší riziko, ale na úkor nižšího výnosu. Poslední skupinou je investor s neutrálním postojem k riziku, který je vůči riziku indiferentní.

Hodnotu investice také ovlivňuje likvidita. Platí, že čím je projekt méně likvidní, tak tím je jeho hodnota nižší.

Do skupiny výnosových metod patří modely diskontovaného cash flow (DCF), ve kterých rozeznáváme varianty FCFF, FCFE a EVA. Další metodou je určení hodnoty podniku pomocí kapitalizace zisku, dividendové diskontní modely, aj. Nejdříve se pozastavím u modelů diskontovaných cash flow.

Modely diskontovaných cash flow odvozují hodnotu podniku ze současné hodnoty budoucích peněžních toků. Tyto modely vycházejí z určitých zjednodušujících podmínek:

- podnik je financován jak vlastním kapitálem, tak dluhem,
- kapitálové trhy jsou efektivní,
- na podnik je nahlíženo z pohledu going concern principu tzn., že se předpokládá jeho neomezená existence,

-
- investice dosahují výše odpisů,
 - existuje daň z příjmů (t).

Při aplikaci jednotlivých metod se nejdříve mapuje situace v podniku, jeho charakter a další faktory s vlivem na jeho hodnotu. Následně se určí peněžní toky v závislosti na použité metodě. Aby se zjistila současná hodnota peněžních toků, jsou poté diskontovány. Z takto přepočtených výnosů se určí konečná hodnota podniku.

Než se dostanu k popisu jednotlivých výnosových metod, musím se ještě pozastavit u jedné důležité charakteristiky. Výnosnost každé investice je možné vyjádřit pomocí vnitřního výnosového procenta, zkráceně IRR. Tento ukazatel je přitom nezbytnou podmínkou pro růst hodnoty podniku, protože platí, že hodnota podniku roste když $IRR > WACC$ (kdy WACC představují průměrné vážené kapitálové náklady). Tato teze souvisí také s parametrem růstu podniku – g. Tento parametr také výrazně ovlivňuje konečné ocenění. Platí totiž přímá úměra, že čím je tento růstový faktor vyšší, tím je hodnota podniku větší.

METODA KAPITALIZACE ZISKU

Metoda kapitalizace zisku se opírá o minulou výkonnost podniku, vychází z historických hodnot zisku. Lze ji znázornit vzorcem:

$$\text{Hodnota podniku} = E_z / r,$$

Kde E_z - trvale dosažitelný zisk

r - míra kapitalizace.

Výše uvedený vzorec ukazuje, že metoda kapitalizace zisku je v podstatě jednoduchá, protože diskontujeme zisk ke dni ocenění a dostáváme tak věčnou rentu.

Model předpokládá opět going concern princip, nepřetržitou existenci firmy. Dalším předpokladem je uplatňování pravidla, které říká, že investice ve firmě dosahují minimálně výše odpisů. Podnik tak zajistí prostou reprodukci svých aktiv. Neméně důležitým faktorem je dokonalá znalost firmy, především její finanční situace. Pokud bychom ji totiž neznali, tak bychom mohli špatně odvodit výši trvale dosažitelného zisku a výsledná hodnota věčné renty by byla chybná. Pro analýzu firmy a hodnocení její situace se doporučuje vycházet z časové řady alespoň v délce trvání 3 až 5 let. Největší pozornost se při této analýze věnuje účetnímu výkazu zisků a ztrát. Z tohoto výkazu zjišťujeme trvale dosažitelnou míru zisku. Ten získáme tak, že na hospodářském výsledku daného účetního období provedeme několik korekcí, vyplývajících z charakteru firmy. Důležité je také zmapování míry obnovy podniku. Podnik, aby mohl bezproblémově fungovat, musí svůj majetek obnovovat. Nedojde k zastarávání

majetku. Výše odpisů tedy bude pro odhadce důležitým parametrem hodnocení, včetně způsobu odpisování aktiv.

Odhadce se snaží identifikovat příjmy, které souvisí s hlavní činností firmy. U většiny podniků je to především výsledek hospodaření z provozní činnosti. To také znamená, že odhadce musí trvale dosažitelnou míru zisku očistit o mimořádné výnosy, jednorázové výnosy nebo výnosy, které neplynou z hlavního předmětu činnosti.

Základní postup pro výpočet by byl následující:

- 1) Nejdříve odhadce analyzuje mikro a makro okolí podniku. Po zpracování tohoto kroku přejdeme k analýze konkrétního podniku, především jeho hospodaření (finanční analýza).
- 2) Z dostupných údajů stanovíme trvale dosažitelný zisk, nezapomeneme přitom na provedení příslušných korekcí. Tento zisk můžeme také určit výpočtem váženého aritmetického průměru zisků za dané období, například za pět let. Přitom největší váhu má zisk, který je nejaktuálnější. Naopak zisk dosažený ve vzdálenějších obdobích má menší váhu. Tím se vyjadřuje preference zisku dosaženého v současnosti.
- 3) Stanovíme míru kapitalizace, např. pomocí modelu CAPM.
- 4) Provedeme výpočet hodnoty firmy.

Jak bylo řečeno, metoda je to jednoduchá, ale z její jednoduchosti plynou mnohá omezení.

MODEL DCF VE VARIANTĚ FCFF

Tento model vychází z volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele, z peněžního toku jako celku, proto označení FCFF (free cash flow to the firm). Základní rovnice pro výpočet peněžních toků je následující:

$$FCFF_t = EBIT_t(1-t) + Odpisy_t - \text{změna } WC_t - Investice_t,$$

kde $FCFF_t$ je volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele,

$EBIT_t$ - provozní zisk před zdaněním,

t - sazba daně z příjmů,

WC_t - pracovní kapitál.

Jak je ze vzorce vidět, výsledkem výpočtu jsou celkové peněžní toky podniku, přitom není určeno, komu budou patřit, zda-li akcionářům nebo věřitelům. Nejsou bezprostředně ovlivněny zadlužeností podniku.

Použití peněžního toku ve tvaru FCFF nebo taky FCFE je ve srovnání se ziskem výhodnější. Zisk je totiž veličina, která je ovlivňována způsoby účtování, odpisy, aj. Jeho citlivost na změny je mnohem větší než u výše zmíněných toků FCFF a FCFE. Diskontní míra je vyjádřena průměrnými váženými kapitálovými náklady WACC (Weighted average cost of

capital). WACC zahrnují náklady jak na cizí kapitál, tak na vlastní kapitál. Tento typ výnosového modelu je vhodné použít pro podniky s vyšší mírou finanční páky, která se navíc často mění vlivem hospodaření podniku. Změny v kapitálové struktuře pak ovlivňují také diskontní míru.

Model má tyto základní tvary:

- stabilní růst,
- dvoufázový model,
- třífázový model.

Model stabilního růstu

Tento model je vyjádřen vzorcem:

$$\text{Hodnota podniku} = \frac{\text{FCFF}_t}{\text{WACC} - g},$$

Kde FCFF_t je peněžní tok v čase t ,

WACC - diskontní míra,

g - hodnota růstu podniku.

Hodnota růstu g je velmi důležitým faktorem, který ovlivňuje hodnotu podniku. Platí totiž, že čím je jeho míra vyšší, tím je hodnota podniku větší. Samostatným problémem je pak samotné určení růstového faktoru (viz. podkapitola určení parametru g).

Dvoufázový model

Pokud počítáme hodnotu podniku dvoufázovým modelem, tak postupujeme ve dvou krocích, fázích. Předpokládá se, že firma prochází nejdříve obdobím vysokého růstu (první fáze) a následně nastává období stabilního růstu (druhá fáze).

V první fázi určíme jednotlivé peněžní toky podle výše zmíněného vzorce pro výpočet hodnoty FCFF. Tyto toky pak diskontujeme určenou diskontní mírou. Dostaneme tak diskontované peněžní toky FCFF, které sečteme a získáme hodnotu první fáze. Obecně se doporučuje, aby první fáze představovala 3 až 5 let budoucí existence firmy. Může trvat i déle, záleží na odhadci, jak tuto skutečnost zdůvodní.

Druhá fáze pak může být vypočtena podle Gordonova vzorce nebo pomocí tržních násobitelů. Součtem výsledků obou fází zjistíme tržní hodnotu podniku brutto. Odečteme-li cizí úročené zdroje ke dni ocenění, získáme tržní hodnotu podniku netto.

Vzorec pro dvoufázový výpočet má podobu:

$$\text{Hodnota podniku} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC})^t} + \frac{\text{FCFF}_{n+1}}{\text{WACC} - g} (1 + \text{WACC})^{-n}.$$

Třífázový model

Třífázový model počítá se třemi obdobími růstu. Nejdříve nastává období mimořádného růstu (první fáze), pak následuje přechodné období (druhá fáze), v němž míra růstu postupně klesá až na hranici stabilního růstu (třetí fáze). Tato období s různou intenzitou růstu pak formují výsledný vzorec pro výpočet hodnoty podniku.

MODEL DCF VE VARIANTĚ FCFE

Varianta FCFE (free cash flow to the equity) je model, ve kterém se jedná o kvantifikaci volného peněžního toku pro vlastníky. Opět lze hodnotu podniku vypočítat podle modelu stabilního růstu nebo dvoufázového výpočtu, tak jak bylo uvedeno u varianty FCFF, s tím rozdílem, že diskontní míra není vyjádřena prostřednictvím WACC, ale pomocí nákladů na vlastní kapitál, r_e . To vyplývá ze samotného charakteru toků FCFE. Základní rovnice pro jejich výpočet má dvojí podobu. Závisí na použití cizích zdrojů ve financování podniku. Pokud podnik nepoužívá k financování své činnosti cizí kapitál – neexistuje finanční páka, má tvar FCFE tuto podobu:

$$\text{FCFE} = \text{EBIT} (1-t) + \text{Odpisy} - \text{změna WC} - \text{Investice}.$$

Jestliže ale podnik využívá finanční páku, pak má vzorec tvar:

$$\text{FCFE} = \text{Čistý zisk} + \text{Odpisy} - \text{změna WC} - \text{Investice} - \text{splátka jistiny} - \text{výplata prioritních dividend}.$$

Tento model zohledňuje požadavky věřitelů, kteří dostanou zaplacený jak úroky, tak splátku jistiny. Výplata prioritních dividend je zde zahrnutá také, protože je v tomto modelu na ně nahlíženo jako na závazek, který je nutné uhradit. Nesmí se přitom zapomínat na to, že pokud se vlastníci rozhodují pro výplatu dividend, tak se k jejich vyplácení přistupuje jen tehdy, neexistuje-li relevantní možnost investování finančních zdrojů firmy.

Tento typ modelu je vhodný pro podniky, kde je ustálená finanční páka, tzn. že v kapitálové struktuře nedochází k výrazným změnám. Výhodnost tohoto modelu se ukazuje také u firem, které nejsou obchodované na kapitálových trzích a mají právní formu společnosti s ručením omezeným.

Model stabilního růstu

$$\text{Hodnota vlastního kapitálu} = \frac{\text{FCFE}_t}{r_e - g}.$$

Dvoufázový model

$$\text{Hodnota vlastního kapitálu} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFE}_t}{(1+r_e)^t} + \frac{\text{FCFE}_{n+1}}{(r_e - g)} (1+r_e)^{-n}.$$

MODEL DCF VE VARIANTĚ EVA

Ve variantě EVA je hodnota podniku tvořena investovaným kapitálem v účetním vyjádření a diskontovanou ekonomickou přidanou hodnotou. Účetní hodnotu investovaného kapitálu můžeme zjistit z bilance majetku. Hodnotu ukazatele EVA zjistíme podle vztahu:

$$EVA = NOPAT - WACC * C,$$

Kde EVA je ekonomická přidaná hodnota (economic value added),

NOPAT- provozní hospodářský výsledek po zdanění (net operating profit after tax),

WACC - vážené kapitálové náklady,

C - investovaný kapitál celkem v účetním vyjádření.

Při výpočtu hodnoty podniku podle varianty EVA se obvykle postupuje tak, že je nejdříve vypracován finanční plán firmy pro období 3 až 5 let. Identifikuje se kapitálová struktura podniku, následně se určí diskontní míra. Dalším krokem je kvantifikace provozního hospodářského výsledku po zdanění a velikost investovaného kapitálu. Pak už odhadci nic nebrání, aby určil ekonomickou přidanou hodnotu za sledované období.

Celková hodnota podniku se určí podle vzorce:

$$\text{Hodnota podniku} = C_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t}.$$

Použijeme-li při ocenění dvoufázový propoččet, pak postupujeme podle vzorce:

$$\text{Hodnota podniku} = C_0 + \sum_{t=1}^{t=n} \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{EVA_{n+1}}{WACC - g} (1 + WACC)^{-n}.$$

V případě růstového parametru g a diskontní míry platí stejná omezení a možnosti výpočtu jako u ostatních výše zmíněných výnosových modelů.

Další skupinou výnosových metod jsou dividendové diskontní modely. Hodnota podniku je zde závislá na výši dividendy. Dividenda je charakterizována jako výnos akcionáře, který může a nemusí v daném roce obdržet. Výplata dividendy je závislá na rozhodnutí valné hromady a zvolené diskontní politice podniku a výsledcích firmy. Opět jen důležité v těchto modelech správně určit míru růstu dividend, parametr g. Pro aplikaci této metody jsou důležité tyto předpoklady:

- 1) V podniku musí existovat stabilní dividendová politika, která musí definovat ustálený aktivační a výplatní poměr.
- 2) Finanční páka v podniku je na stabilní úrovni.

3) V podniku existuje vysoká míra závislosti mezi výší dividendy a FCFE, dividendy je stejná jako FCFE.

Existuje několik podob dividendových diskontních modelů. Za všechny je zde uveden pouze Gordonův růstový model.

GORDONŮV RŮSTOVÝ MODEL

Gordonův růstový model vychází z výše dividend, požadované míry výnosu a tempa růstu dividend. Výsledný vzorec má tvar:

$$\text{Hodnota akcie} = \text{DIV} / (r-g),$$

Kde DIV je očekávaná dividendy v příslušném roce,

r - akcionáři požadovaná míra výnosu,

g - tempo růstu dividend.

Nejvhodnější použití Gordonova růstového modelu je u firem se stabilní mírou růstu, kdy růst podniku není větší než míra růstu ekonomiky. Odhadce se může ale setkat s podnikem, v němž je míra růstu dividend vyšší než růst ekonomiky. Vznikne-li takováto situace, ale zároveň se diference pohybuje do dvou procent, správnost ocenění nám to pravděpodobně nijak zásadně neovlivní. Jestliže jsou ale tyto diference větší, není tento model už pro ocenění vhodný.

Stručně řečeno, Gordonův růstový model je vhodný pro podniky, které nerostou více než ekonomika a mají zavedenou stabilní dividendovou politiku.

2.3.3 Kombinované metody

Kombinované metody kombinují při oceňování jak výnosový, tak substanční princip. Patří sem například Schmalenbachova metoda a metoda vážené střední hodnoty.

SCHMALENBACHOVA METODA

Podstatou Schmalenbachovy metody je teze, že hodnota podniku se skládá jak z hodnoty substance, tak z hodnoty výnosu. Obě složky jsou v tomto modelu považovány jako rovnocenné. Výsledná hodnota je pak určena aritmetickým průměrem majetkové a substanční hodnoty. Schmalenbach také poukazuje na to, že výnos podniku vychází z jeho majetkové struktury, kdy určitá majetková struktura předem určuje výnos podniku, pokud změna výnosu není způsobena nesprávným fungováním nějakého faktoru v podniku.

Schmalenbachovu metodu zobrazuje vzorec:

$$\text{Hodnota podniku} = (\text{hodnota substance} + \text{hodnota výnosů}) / 2.$$

Hodnota výnosu se stanoví pomocí metody kapitalizace zisku, hodnota substance pak jako substanční hodnota netto. Tento způsob je vhodný především u těch firem, jejichž výnos lze vztahovat na určitou majetkovou bázi, například u průmyslových podniků.

METODA VÁŽENÉ STŘEDNÍ HODNOTY

Při aplikování tohoto způsobu se sečte vážená substanční a vážená výnosová hodnota. Určení jednotlivých vah závisí na oceňovateli. Oblíbené hodnoty vah jsou 50:50, ale váhy lze stanovit také v jiném poměru. Jednotlivé váhy nesmí mít nulovou hodnotu, protože by se pak jednalo buďto o substanční, nebo o výnosový model. Vzorec má podobu:

$$\text{Hodnota podniku} = v_1 * S + (1-v_1) * V,$$

Kde S je substanční hodnota podniku,

V - výnosová hodnota podniku,

v_1 - váha substanční hodnoty.

Váhy lze určovat například také podle poměru hmotného majetku v aktivech firmy. V podnicích, kde převažuje v aktivech hmotný majetek, se dává větší váha hodnotě substance.

2.3.4 Metodika oceňování reálných opcí

Oceňování podniku pomocí reálných opcí je v prostředí, které se vyznačuje neustále proměnlivými podmínkami vhodným způsobem, jak určit hodnotu podniku. V reálné situaci se trhy, konkurence, dostupnost zdrojů, poptávka a jiné faktory, pořád mění. Management společnosti je pak nucen se proti takovým změnám jistit, naučit se chovat flexibilně a tyto podmínky umět využít ve prospěch firmy. Opční metody nijak nepopírají platnost tradičních metod, nýbrž je doplňují.

Co je tedy reálná opce? Začít musíme u finančních opcí, které lze charakterizovat jako právo na určité budoucí rozhodnutí, jenž musí být patřičně zapláceno skrze opční prémii. Tato budoucí rozhodnutí lze buďto koupit (opce typu call) a nebo prodat (opce typu put). Transakce se provádí za předem dohodnutých podmínek, na určité podkladové aktivum, které můžeme prodat nebo koupit za předem stanovenou cenu a v dohodnutém termínu. S určitými omezeními pak opce můžeme vidět i v jednotlivých činnostech podniku, jako je výzkum a vývoj nového produktu, expanze na nové trhy, nákup surovin, prodej výrobku, aj. Všechny výše jmenované činnosti můžeme považovat za reálné opce, které mohou zvýšit hodnotu. Reálná opce je vlastně modifikací opce finanční.

Pokud bychom chtěli zpracovat ocenění podniku pomocí tradičních způsobů, ale také prostřednictvím reálných opcí, pak výslednou hodnotu zjistíme podle rovnice:

Hodnota podniku = hodnota podle tradiční NPV + opční hodnota.

Výše zmíněná rovnice v podstatě znamená, že k tradiční NPV ještě připočítáváme opční hodnotu. Flexibilnímu managementu se otevírá velký prostor pro využívání příležitostí na trhu a synergickým efektům vyplývajícím z realizace reálných opcí. Management tak reaguje na změny v průběhu životnosti investice (například záměna vstupu „A“ za vstup „B“).

Opce se obecně podle pozice dělí na základní 4 typy:

- 1) Call opce v dlouhé pozici. Zde má držitel opce právo za určitou opční prémii koupit podkladové aktivum o skutečné – spotové ceně za předem smlouvenou realizační cenu.
- 2) Call opce v krátké pozici. Vlastník této opce je po obdržení opční premie zavázán v budoucnu prodat podkladové aktivum, v určitý časový okamžik za předem dohodnutou cenu.
- 3) Put opce v dlouhé pozici. Majitel put opce v dlouhé pozici má právo za opční prémii prodat podkladové aktivum v dohodnutou dobu za předem stanovenou cenu.
- 4) Put opce v krátké pozici. Majitel tohoto opčního práva se zavázal, že za opční prémii koupí podkladové aktivum za předem dohodnutou cenu v dohodnutý časový okamžik.

Jaké faktory ovlivňují hodnotu opce?

- 1) Spotová cena. Jde o cenu podkladového aktiva v určitý časový okamžik. Pokud spotová cena roste, call opce se stává výhodnější a její hodnota roste. V případě put opcí je situace přesně opačná.
- 2) Expirační cena. Se zvyšováním expirační ceny hodnota call opce klesá a put opce naopak roste.
- 3) Doba do vypršení opce. V tomto případě platí, že čím je delší doba do vypršení, tak tím je hodnota opce větší. To proto, že je k dispozici více času, aby na trhu mohly nastat příznivější podmínky pro provedení transakce.
- 4) Volatilita opce. Se zvyšující se volatilitou, hodnota jak call, tak put opce roste.
- 5) Bezriziková úroková míra. V případě růstu bezrizikové úrokové míry se hodnota call opce zvyšuje, naopak v případě put opce se hodnota snižuje.

Opce můžeme ohodnotit spojitým, nebo binomickým modelem oceňování. Binomický model ocenění předpokládá, že životnost opce lze rozdělit do určitého množství dílčích období. Přitom může dojít s určitou pravděpodobností k růstu hodnoty opce a nebo také k jejímu poklesu. Cena podkladového aktiva tak nabývá dvou různých hodnot. Naopak spojitý model oceňování předpokládá, že časové údobí se dá rozdělit do nekonečně mnoho časových okamžiků. Tento model lze uplatnit na rozdíl od binomického modelu jen na opce evropského typu (lze je zrealizovat jen v dohodnutém termínu).

Reálné opce lze klasifikovat do tří skupin:

- Opce učení. Stojí na skutečnosti, že investor sleduje vývoj určitého rizikového faktoru na základě jehož vývoje se pak rozhoduje pro realizaci investice. Umožňují odsunout rozhodnutí. Patří sem opce vyčkávání, nebo rozfázování projektu.
- Opce růstové. Vyžívají se v průběhu investiční fáze. Hodnota investice je určena budoucími investičními rozhodnutími, kdy se nám otevře možnost růstu. Mezi zástupce této skupiny patří inovační opce a opce expanze.
- Opce jištění. Tyto opce nám umožňují v případě nepříznivého vývoje na trhu změnit své rozhodnutí a redukovat negativní toky finančních prostředků. Jsou zastoupeny opcemi záměny, přerušení a ukončení. Jednotlivé reálné opce popisuje následující tabulka.

Tabulka 1 Členění reálných opcí

Druh reálné opce	Popis
Opce vyčkávání	Umožňuje odklad rozhodnutí. Investoři tak mohou počkat, až budou mít k dispozici více informací o projektu, o vývoji rizikových faktorů atd. Příkladem takovéto opce může být spekulativní nákup pozemku, kdy se investor bude teprve rozhodovat, pro jaké účely ho využije. Formálně se jedná o call opci.
Opce rozfázování	V tomto případě nám opce umožňuje postupně vynakládat výdaje a jestliže se situace nebude vyvíjet příznivě, tak investoři mohou projekt opustit. Jde o call opci. Příkladem takovéto opce může být vstup na nový trh.
Opce inovace	Poskytuje právo držitelům na hodnotu následujících projektů, za podmínky akceptace již projektů proběhlých. Opce inovace lze zařadit mezi americké call opce. Jako příklad takovéto opce lze uvést např. realizaci vývojových aktivit.
Opce expanze	Patří mezi call opce. Pokud nastane příznivý vývoj na trhu, lze realizovat nové prodejní příležitosti.
Opce záměny	Dává právo změnit vstupy v případě, že výhodnost jednoho vstupu se změní na úkor druhého. Umožňuje tedy rychle tyto vstupy zaměňovat. Opce záměny představuje kombinaci americké put opce (ukončení využití jednoho vstupu) a americkou call opci (využívání nového vstupu). Příkladem

	může být změna energického vstupu mazut za plyn, jestliže cena mazutu v komparaci s plynem je vyšší.
Opce přerušení	Formálně se jedná o call opci. Investor tak získá právo dočasně přerušit např. prodej výrobku na určitém trhu, pokud se jeho cena pohne nepříznivým směrem.
Opce ukončení	Put opce. Můžeme využít, pokud prodáváme výrobky na trhu, jenž se ukáže jako neperspektivní a jeho vývoj příznivějším směrem se nepředpokládá.

Pramen: Scholleová, H. Reálné opce 1.vydání. Praha : nakladatelství Oeconomica, 2005. ISBN 80-245-0858-0.

Reálné opce jsou tedy jedním z nástrojů, jak zvýšit hodnotu podniku. Nutným předpokladem je ale flexibilita. Bez této podmínky by realizace investic s opčními charakteristikami byla velmi omezená. Celá problematika reálných opcí a jejich ocenění je mnohem složitější, než bylo vysvětleno ve výše uvedeném textu. V současném tržním prostředí, které se vyznačuje značnou proměnlivostí představuje velmi zajímavý přístup, jak ovlivnit hodnotu podniku.

2.4 Problematika stanovení diskontní míry

Úloha diskontní míry ve výnosových modelech oceňování spočívá ve vyjádření času, rizika investice a nákladů na kapitál, jak vlastního, tak cizího. Pomocí diskontní míry přepočítáváme budoucí peněžní toky na současnou hodnotu. Diskontní míra započítává buďto náklady vlastního kapitálu anebo náklady vlastního a cizího kapitálu dohromady. Přehled podoby diskontních měr v závislosti na výnosovém modelu ukazuje tabulka 2.

Tabulka 2 Diskontní míra v závislosti na charakteru peněžního toku

Charakter peněžního toku	Diskontní míra
FCFE	Náklady vlastního kapitálu, r_e
Dividendové modely	Náklady vlastního kapitálu, r_e
FCFF	Průměrné náklady kapitálu, WACC
EVA	Průměrné náklady kapitálu, WACC

Pramen: KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha : C.H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1.

Při diskontování peněžních toků platí závislost, že čím větší je diskontní míra, pomocí které převádíme budoucí výnosy na jejich současnou hodnotu, tím je současná hodnota těchto peněžních toků nižší. Jestliže usilujeme o objektivní stanovení tržní hodnoty podniku, není vhodné tuto diskontní míru nějak uměle upravovat. Odhadce by se měl snažit o co

neobjektivnější ohodnocení. V následující podkapitole bude popsána jedna z možností stanovení diskontní míry, a to pomocí WACC.

2.4.1 Stanovení průměrných kapitálových nákladů, WACC

Průměrné kapitálové náklady zahrnují náklady jak na cizí kapitál, tak na vlastní kapitál. Představují průměrnou cenu, kterou podnik platí za užití zdrojů. Vycházejí z kapitálové struktury, ze struktury cizích zdrojů, tržních rizik, daní, bezrizikového výnosu.

Podnik se snaží nalézat optimální kapitálovou strukturu, která by co nejvíce minimalizovala náklady na zdroje. Představy o optimální kapitálové struktuře se ale velice často různí v závislosti na preferencích hodnotitelů.

Vzorec pro průměrné kapitálové náklady má podobu:

$$\text{WACC} = r_d (1-t) D/C + r_e E/C,$$

Kde WACC jsou průměrné kapitálové náklady,

- E - vlastní kapitál,
- D - kapitál věřitelů,
- C - celkový kapitál,
- t - daň z příjmů právnických osob,
- r_e - náklady na vlastní kapitál,
- r_d - náklady na kapitál věřitelů.

Vzorec se tedy skládá ze dvou komponent. První část vyjadřuje náklady na cizí kapitál a druhá náklady na vlastní kapitál. V těchto dvou částech jsou skryty faktory, které WACC ovlivňují (viz. následující text).

Náklady na cizí kapitál, r_d

Při stanovení těchto nákladů vycházíme ze struktury cizích zdrojů. Přitom dbáme na to, aby se do výpočtu použily jen ty zdroje, za které podnik platí náklad – úrok. Jedná se především o dlouhodobé bankovní úvěry, běžné bankovní úvěry, finanční výpomoci a dluhopisy. Odhadce musí cizí zdroje identifikovat, zjistit jaké náklady firma platí a následně vykalkulovat celkovou míru r_d .

V případě dluhopisů musí odhadce vycházet z míry jejich výnosů, které jsou pro podnik nákladem. U nekonvertibilních dluhopisů je to výnos do doby splatnosti. V případě vypověditelných dluhopisů se v úvahu bere výnos do doby splatnosti. Při zjišťování

nákladovosti dluhopisů s proměnlivým kupónem je nutné vycházet z dohodnutých smluv, které stanovují podmínky kalkulace úroku. Pro tyto kalkulace se využívají referenční úrokové sazby.

Když odhadce analyzuje běžné a dlouhodobé bankovní úvěry, je situace jednodušší, jestliže jsou tyto sazby pevné. Odhadce tak provede výpočet jejich váženého aritmetického průměru. Pokud bychom chtěli separovat jednotlivé složky vstupující do úrokové sazby z úvěru, zjistíme, že se skládá z těchto komponent:

- bezriziková úroková míra,
- prémie za riziko.

V prémii za riziko se odráží úvěrové riziko a riziko likvidity. Ve struktuře cizích zdrojů se nachází ještě dvě položky, které ale nevstupují do výpočtu parametru r_d . První položkou jsou rezervy. Rezervy jako takové se tvoří na vrub nákladů a neplatí se za ně žádný úrok, mají svým charakterem blíže k vlastnímu kapitálu. Druhou položkou cizích zdrojů, které se do výpočtu obvykle nezapočítávají jsou krátkodobé závazky. Je to sice dluh, ale není obvykle úročený. To je zřejmé, pokud se blíže podíváme na závazky z obchodního styku. Tyto závazky vznikají, jestliže dodavatel podniku poskytuje odklad splatnosti. Žádný úrok si k tomu zvláště nepřipočítává. Odhlíží se přitom od krátkodobých závazků, které by úrok měly zakomponovány přímo ve své nominální hodnotě. Pokud by je dodavatel přímo neudal, tak by byly jen těžko identifikovatelné.

Odhadce nesmí zapomenout také na započtení sankcí, které podnik může výhledově platit a které by vyplývaly z neplnění smluvních závazků z úvěrových smluv.

Náklady na vlastní kapitál, r_e

Náklady na vlastní kapitál představují dražší zdroj financování činnosti podniku. Z tohoto důvodu je parametr r_e vyšší než parametr r_d . V případě, že by podnik nevyužíval finanční páku, tak by parametr r_e byl stejný jako WACC. Náklady vlastního kapitálu lze vypočítat pomocí těchto modelů:

- model CAPM (poměrně rozšířený způsob),
- Gordonův růstový model,
- model ATP,
- stavebnicový model.

Model CAPM (capital asset pricing model)

Model CAPM v sobě zahrnuje bezrizikovou úrokovou míru, beta koeficient a rizikovou prémii. Rozlišuje mezi diverzifikovaným a nediverzifikovaným rizikem. Je považován

za odtržený od praxe, ale i přesto je často používán. V případě dalších způsobů, pomocí nichž můžeme vyjádřit náklady vlastního kapitálu, existují také komplikace.

Riziková prémie je zde stanovena jako rozdíl mezi očekávaným výnosem cenného papíru a bezrizikovou mírou. Kvantifikace jednotlivých součástí vzorce jak uvidíme dále, v sobě skrývá mnoho úskalí. Jejich správná interpretace má velký vliv na podobu nákladu na vlastní kapitál. Model CAPM má tvar:

$$r_e = r_f + \beta * E(R_m - r_f),$$

kde $E(R_m - r_f)$ je riziková prémie,

- r_e - požadovaná míra výnosu,
- r_f - bezriziková úroková míra,
- β - beta koeficient.

Určit bezrizikovou úrokovou míru pro tento model lze mnoha způsoby. Velice oblíbeným postupem je použití dlouhodobých státních cenných papírů, dluhopisů. Problémem je, že cenné papíry emitované se splatností za rok, nebo za deset let mají odlišnou výnosnost. To znamená, že bezriziková míra takto odvozená by měla v různou dobu různou hodnotu. Je tedy nutné výpočet bezrizikové úrokové míry časově sladit tak, aby doba splatnosti cenných papírů byla zhruba stejná jak počet let zahrnutých v modelu ocenění. Vhodné je použít dlouhodobý vážený průměr výnosu státních pokladničních poukázek. Východiskem pro stanovení vah jsou objemy prodejů státních cenných papírů.

Beta koeficient je složkou modelu CAPM, která vyjadřuje tržní, nediverzifikované riziko. Ve své podstatě charakterizuje změny cen akcií na kapitálovém trhu, v reakci na podněty trhu. Pokud se odhadce snaží určit hodnotu beta koeficientu, buď ho sám vypočte a nebo jej převezme z už vypracovaných odhadů. Jestliže odhadce se rozhodne betu vypočítat sám, musí si dát pozor na několik úskalí výpočtu. Především musí věnovat pozornost výběrů podniků, z kterých bude tento koeficient počítat. Dalším problémem je pak vlastní metodika výpočtu a délka sledovaného období. V případě, že odhadce bude hodnotu beta koeficientu přebírat, musí věnovat dostatečnou pozornost svému výběru. Musí si položit otázku, jaké firmy byly použity pro stanovení bety, o jaký region se jedná (je rozdíl mezi koeficienty různých regionů, protože v americkém tržním prostředí jsou beta koeficienty odlišné než například v Evropě). Druh odvětví má také vliv na hodnotu bety. Nižší bety jsou určovány například v maloobchodu, vysoké naopak v sektoru biotechnologií. Koeficient beta nabývá těchto hodnot:

Jestliže je $\beta > 1$ pak akcie má tendenci pohyby trhu zesílit,

$\beta = 1$ akcie kopíruje pohyb trhu,

$0 < \beta < 1$ akcie má tendenci pohyby trhu zeslabovat,

$\beta = 0$ znamená bezrizikový výnos,

$\beta < 0$ akcie se pohybuje proti pohybu trhu.

Koeficient beta se také mění s kapitálovou strukturou podniku, proto hodnoty tohoto koeficientu musíme přepočítat. Odhadce postupuje následovně: určí si sektor, ve kterém operuje hodnocený podnik a zjistí si beta koeficient bez vlivu finanční páky, tzv. $\beta_{\text{unleveraged}}$. Hodnota nezadlužené bety se přepočte na zadluženou betu, která bude mít v sobě započtený vliv kapitálové struktury podniku. Vzorec pro beta koeficient s vlivem finanční páky má podobu:

$$\beta_{\text{leveraged}} = \beta_{\text{unleveraged}} [1 + (1-t) D/E],$$

kde $\beta_{\text{leveraged}}$ je beta koeficient s finanční pákou,

$\beta_{\text{unleveraged}}$ - beta koeficient bez finanční páky,

D - kapitál věřitelů,

E - vlastní kapitál,

t - daňová sazba.

Vzorec pro beta koeficient bez vlivu finanční páky:

$$\beta_{\text{unleveraged}} = \beta_{\text{leveraged}} / [1 + (1-t) D/E].$$

Při stanovování tržní rizikové premie je opět možné postupovat dvěma způsoby. V prvním případě rizikovou premii určíme tak, že od průměrného výnosu nějakého reprezentativního tržního indexu odečteme bezrizikovou úrokovou míru. V druhém případě použijeme ratingové hodnocení. Určováním ratingu země se zabývají různé agentury, například Standard & Poor's. Na základě ratingu, který má podobu písemného označení, je určena výše tržní rizikové premie. Tento rating je stanoven vždy pro celou zemi a žádný podnik operující v této zemi nemůže dosáhnout lepšího hodnocení. Přitom platí, že čím horší je rating dané země, tak tím vyšší je celková riziková premie pro všechny podnikatelské subjekty operující v této zemi.

Gordonův růstový model

Gordonův model, použitý ke kvantifikaci nákladů na vlastní kapitál, je velmi jednoduchý a má následující tvar:

$$r_e = (\text{dividenda}_{t+1} / \text{cena akcie}_t) + g,$$

kde dividenda_{t+1} je dividenda v čase t+1,

cena akcie_t - cena akcie v čase t,

g - vyjadřuje tempo růstu dividend.

Další způsoby kvantifikace nákladů na vlastní kapitál zde zmiňovány nebudou. Podniky se svými WACC liší. Liší se také podniky, které podnikají ve stejném odvětví. To je způsobeno použitím různých zdrojů financování svých aktivit, a také rozdílné efektivity jejich využívání atd.

Ve vlastním výpočtu lze WACC použít několika způsoby, v závislosti na předpokladech a důvodech, které odhadce považuje za relevantní. Lze tak například spočítat WACC jednotně pro celé uvažované období, a jimi diskontovat všechny budoucí výnosy. Můžeme ale také samostatně stanovit WACC pro první a druhou fázi (máme tak dvě různé hodnoty WACC). Existuje více možností jak použít náklady na kapitál.

2.5 Stanovní tempa růstu, parametr g

V modelech diskontovaných cash flow je důležité nejen správně stanovit diskontní míru a peněžní toky, ale také odhadnou míru růstu – parametr g. Proč je tak důležitý tento odhad? To proto, že musí být správně odhadnuty růstové možnosti podniku, které nám podstatně mění v budoucnu peněžní toky a následně také odhad tržní hodnoty podniku. Parametr růstu lze získat třemi způsoby:

- parametr g odvodíme z historických dat,
- z parametrů fungování podniku,
- z analýzy odborníků.

Odhad parametru g s využitím historických dat

Tento způsob patří mezi jednodušší vyjádření parametru g. Spočívá ve vytyčení období, které se pro výpočet použije a za jednotlivé roky tohoto období se zjistí míra růstu. Pak se konečná hodnota vypočte z aritmetického nebo geometrického průměru růstových hodnot jednotlivých let. Za vhodnější se považuje použít geometrický průměr, na základě aplikace zásady opatrnosti.

Odhad parametru g za základě vnitřních předpokladů podniku

Tento přístup vychází z vlastního fungování podniku, z jeho finančního zdraví a výsledků vlastní podnikatelské činnosti. Vlastní parametr růstu lze pak vyjádřit jako vnitřní míru růstu (vliv rentability vlastního kapitálu a aktivačního poměru), anebo udržitelná míra růstu (vliv rentability vlastního kapitálu a kapitálové struktury). Vnitřní míra růstu udává takový růst, při kterém podnik nepoužije dodatečné cizí zdroje. Vzorec, pomocí kterého spočítáme vnitřní míru růstu, má tvar:

$$g = \text{ROE} * b,$$

kde ROE - rentabilita vlastního kapitálu,

g - vnitřní míra růstu,

b - aktivační poměr.

V případě udržitelné míry růstu započítáváme i způsob financování, vzorec má podobu:

$$g = b * \{ROA + D/E [ROA - i (1-t)]\},$$

kde ROA je rentabilita celkových aktiv,

D - cizí kapitál,

E - vlastní kapitál,

i - úroková míra,

t - sazba daně z příjmů.

Odhad parametru g za základě expertní analýzy

Vypočítat parametr g na základě odhadu analytika je poslední způsob, jak vyjádřit hodnotu růstu. Analytik zkoumá oceňovaný podnik jak z hlediska historie, tak současnosti. Do úvah započítá i vývoj ekonomiky - makroekonomické charakteristiky a také situaci v odvětví. Vlivy konkurence také patří mezi informační podklady pro zpracování odborné analýzy. Vlastní expertní analýza má v oceňovací praxi velkou váhu, protože počítá s prvky, které nelze bezprostředně kvantitativně vyjádřit. Tyto nekvantifikovatelné informace mají proto velký význam, protože jsou v nich obsaženy zkušenosti. Při stanovování míry růstu může odhadce také vycházet ze standardních hodnot, které dosahují jiné společnosti.

Od problematiky kvantifikace průměrných kapitálových nákladů teď přecházíme k popisu struktury nebo také osnovy vlastního ocenění. Tato struktura je stručně popsána následující podkapitole.

2.6 Struktura ocenění podniku

Ocenění podniku má různou podobu zpracování. Záleží na odhadci, jak bude ocenění strukturovat, jakou formu v konečném výsledku ocenění získá. Obecně každý posudek musí mít fázi analytickou a syntetickou. Analytická část rozkládá podnik na jeho dílčí části a popisuje jejich činnost v podniku. Syntetická část zase jednotlivé prvky a činnosti spojuje, sleduje podstatu věci, jevu, nebo systému.

Jedna z podob zpracování ocenění může mít následující posloupnost:

- 1) Údaje o odhadci. Jméno, příjmení, klasifikační předpoklady atd.
- 2) Účel ocenění, předpoklady, omezující podmínky, přehled všech zdrojů, ze kterých odhadce čerpal aj.

-
- 3) Charakteristika organizace. V této části se uvádí jméno organizace, předmět podnikání, historie, výsledky hospodaření aj.
 - 4) Analýza makroprostředí. Odhadce se snaží popsat makroekonomické ukazatele země, v níž sídlí oceňovaný podnik. Jako příklad uvádím vývoj hrubého domácího produktu, vývoj nezaměstnanosti, inflace, devizových kurzů, úrokových sazeb. Dalším analyzovaným makroekonomickým prvkem je fiskální politika státu, významné politické události (například povolební složení parlamentu a vlády). Všechny tyto a jiné informace slouží potenciálním kupcům k rychlé orientaci v makroprostředí oceňovaného podniku a posouzení jejich dopadů. Například rostoucí míra inflace bude znamenat zdražení výrobních vstupů a vytváří tlak na růst mezd.
 - 5) Analýza mikroprostředí. V tomto bodě je cílem analyzovat odvětví v němž podnik operuje, charakterizovat konkurenci, prognózy dalšího vývoje odvětví. Odhadce určí charakter hospodářského cyklu, vládní regulaci, výkonnost odvětví a různé výkonnostní parametry.
 - 6) Finanční analýza podniku. Tato analýza hodnotí a popisuje dosavadní výsledky hospodaření firmy.
 - 7) Podnikatelský záměr. Ten slouží k vyjádření dalšího směřování podniku, jeho záměrů, možností a příležitostí. Podnikatelský záměr by měl být zpracovaný v co nejreálnější podobě. Měly by z něj vyplynout budoucí peněžní toky, které jsou základem pro kvantifikaci peněžních toků v diskontních modelech výnosových metod.
 - 8) Vlastní ocenění. Zde se už zpracovává konkrétní ocenění k určitému datu. To je velmi důležitá podmínka. Jelikož podniky operují v turbulentním prostředí, kdy na ně působí mnoho vnitřních a vnějších faktorů, je důležité uvést, k jakému datu byl posudek zpracován. Z toho vyplývá, že ocenění se musí po určité době aktualizovat.
 - 9) Přílohy. Zde se uvádějí podklady jako je bilance aktiv a pasiv, výkaz zisků a ztrát, výkaz cash flow, výpisy z katastru nemovitostí, výpisy z obchodního rejstříku aj.

Ocenění může být zpracováno různě, každé je svým způsobem originál. Je ale důležité mít u všech na paměti, že musí být přehledné, s jasně uvedenými předpoklady a omezeními, se stručným popisem použité metodiky.

3 Ocenění podniku IVAX Pharmaceuticals, s.r.o.

Třetí kapitolou začíná praktická část této práce. Má několik podkapitol. První z nich je věnována charakteristice podniku, druhá rozboru makroekonomických faktorů, do nichž je podnik v České republice zasazen. Následně navazuje analýza mikroprostředí firmy, pak finanční analýza, jenž hodnotí dosavadní výsledky činnosti podniku. Z podkapitoly finanční analýzy se přechází k vlastnímu ocenění. Praktická část pokračuje závěrem, ve kterém jsou uvedeny návrhy na zvýšení tržní hodnoty podniku.

3.1 Profil společnosti

V tomto oddíle je podnik charakterizován, je uveden předmět podnikání, základní identifikační údaje, historie společnosti a SWOT analýza.

3.1.1 Základní údaje

Název : IVAX Pharmaceuticals, s.r.o.

Sídlo společnosti: Opava - Komárov, Ostravská 29, č.p. 305, PSČ 747 70

IČ: 267 85 323

Základní kapitál: 2 500 000 000,- Kč

Právní forma: společnost s ručením omezením

Společníci: Ivax International B.V.

Strawinskylaan 3105, 1077ZX Amsterdam

Nizozemské království

Vklad: 2 500 000 000,- Kč

Splaceno: 100 %

Obchodní podíl: 100%

Jednatelé společnosti: Jiří Urbanec, JUDr. Hana Lasáková, MUDr. Zdeněk Zahradník, MUDr. Martin Holub, Theodorus Jacobus Andriessen.

Jednání společnosti: Jménem společnosti jednájí vždy dva jednatelé společnosti. Pokud jednatelé činní jménem společnosti písemné úkony, podepisují je tak, že k obchodní firmě společnosti připojí svůj podpis.

Členové dozorčí rady: Eli Shohet, Margalit Fine, Lajos Hegedüs.

Předmět podnikání:

1) Výroba léčivých látek.

-
- 2) Výroba sterilních a nesterilních léčivých přípravků.
 - 3) Výroba a uvádění uznaného osiva a sadby do oběhu.
 - 4) Výroba, nákup, prodej, dovoz, vývoz, vývoj a skladování omamných a psychotropních látek a prekursorů v souladu s povolením Ministerstva zdravotnictví, dle zákona č.167/1998 Sb.
 - 5) Výroba galenických přípravků, tinktur a extraktů.
 - 6) Výroba, dovoz a distribuce prostředků zdravotnické techniky.
 - 7) Distribuce léčiv.
 - 8) Výroba potravinářských výrobků.
 - 9) Zprostředkování obchodu.
 - 10) Výroba kosmetických prostředků.
 - 11) Výroba a dovoz chemických látek a chemických přípravků klasifikovaných jako výbušné, oxidující, extrémně hořlavé, vysoce hořlavé, hořlavé, vysoce toxické, toxické, karcinogenní, mutagenní, toxické pro reprodukci, nebezpečné pro životní prostředí, zdraví škodlivé, žíravé, dráždivé, senzibilizující a prodej chemických látek a chemických přípravků klasifikovaných jako vysoce toxické a toxické.
 - 12) Reklamní činnost a marketing.
 - 13) Činnost účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence.
 - 14) Činnost podnikatelských, finančních, organizačních a ekonomických poradců.
 - 15) Poskytování software a poradenství v oblasti hardware a software.
 - 16) Zpracování dat, databank, správa sítí.

Pramen: <http://www.ivax.cz>

3.1.2 Historie společnosti

Historie společnosti se datuje už v roce 1883, kdy vznikla veřejná obchodní společnost „Gustav Hel und company“. V roce 1885 tato firma koupila pozemky, na kterých stojí dnešní podnik. Firma měla až do první světové války dynamický rozvoj. Během 1. světové války ale došlo k rozpadu trhu a firma se potýkala s problémy. Situace se změnila až v roce 1922, kdy se podařilo realizovat prodeje do tehdejšího Rakouska, prostřednictvím licence vydané firmou Chemosan. Aby Gustav Hell mohl realizovat tyto prodeje musel podstatným způsobem rozšířit podnik, a to se mu v roce 1921 podařilo, jelikož založil akciovou společnost. Od roku 1931 měla tato firma obchodní zastoupení v Praze a od roku 1933 se do hlavního města přestěhovalo také sídlo společnosti. Během 2. světové války měla firma

opět temné období a po válce musela začínat znovu. Po válce se také rozjela důležitá část výroby, a to výroba alkaloidů námele, jimž byl tento podnik znám po celém světě.

Důležitým mezníkem byl rok 1952, kdy byla ve firmě provedena velká reorganizace koncernu SPOFA a vznikl nový národní podnik Galena. Podnik byl specializován na výrobu tekutých léčivých přípravků – galenik, a chemických substancí získávaných z rostlinného materiálu. V této době padesátých a šedesátých let byla výroba námelových alkaloidů hlavním výrobním programem a tyto výrobky se prodávaly po celém světě. Od roku 1965 byla zaváděná výroba léčivých přípravků v tlakovém balení. Velice známým produktem této firmy byla také výroba sirupu KOFO[®], který tvoří základní surovinu pro všeobecně známou limonádu Kofola[®]. Know-how pro její výrobu, včetně ochranné známky společnost v roce 2002 prodala. Důvodem prodeje byla plánovaná výhradní specializace na výrobu léčiv.

Počátkem osmdesátých let byl vybudován rozsáhlý komplex fermentace námelových alkaloidů. Předpokládalo se, že biotechnologické postupy nahradí polní produkci námele. Později se tyto provozy staly základnou pro výrobu cyklosporinu fermentačním způsobem. Cyklosporin byl v devadesátých letech stěžejním programem pro tento podnik a prodává se dodnes.

V roce 1994 byl tento podnik transformován do akciové společnosti – Galena, a. s. Jejím zakladatelem byl Fond národního majetku České republiky. Většinovým vlastníkem Společnosti Galena, a. s. se pak stala americká farmaceutická společnost IVAX Corporation, která měla sídlo v Miami, ve státě Florida. Následně v květnu 2001 byla tato společnost přejmenována na IVAX – CR, a. s. Své současné jméno podnik nese od 31. prosince 2002, od té doby se jmenuje IVAX Pharmaceuticals, s. r. o. V současné době probíhá fúze s Izraelskou farmaceutickou společností TEVA, která vytyčí stávajícímu podniku v budoucnu nový směr.

3.1.3 SWOT analýza podniku

Tabulka 3 SWOT analýza podniku IVAX Pharmaceuticals s.r.o.

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none">➤ Zvyšování prodejů a vlivu v odvětví díky fúzi s Tevou.➤ Nové trhy, silné obchodní zastoupení v mnoha zemích.➤ Aplikace nových systémů a přístupů řízení jednotlivých činností podniku.➤ Tradice.➤ Koncentrace know-how.➤ Široké výrobní portfolio.➤ Silná základna kvalifikovaných zaměstnanců.	<ul style="list-style-type: none">➤ Existují velké rezervy této firmy s nakládáním s podnikovými zdroji, které mají vliv na rentabilitu. (viz finanční analýza).➤ Firma má v určitých letech velký objem volných peněžních prostředků, které nevyužívá.
Příležitosti	Ohrožení
<ul style="list-style-type: none">➤ Velké možnosti pro další rozvoj, velké možnosti pro financování nových projektů.➤ Všeobecně neustále stoupající poptávka spotřebitelů po léčivých přípravcích.➤ Využívání opčních obchodů (např. pro získávání surovin).	<ul style="list-style-type: none">➤ Silná konkurence, konkurenční tlaky.➤ Přílišná závislost na vybrané trhy.➤ Regulace cen ze strany státu.➤ Přesun výroby do „levnějších“ zemí.➤ V případě některých výrobních vstupů existuje závislost na omezeném počtu dodavatelů.

3.2 Analýza makroprostředí ČR

Podkapitola „Analýza makroprostředí ČR“ popisuje prostřednictvím několika veličin makroekonomickou situaci v České republice. Zpracování tohoto průzkumu je nutný krok k identifikaci makroekonomických ukazatelů, jenž mají vliv na činnost a výkonnost podniku. Pro účely ocenění se zkoumá především míra inflace, trh práce a nezaměstnanost, měnové kurzy CZK/USD a CZK/EUR, vývoj HDP, úrokové sazby, politická situace.

3.2.1 Inflace

V tabulce jsou uvedeny informace o vývoji inflace v ČR. Inflace je definovaná jako růst cenové hladiny, znehodnocování měny za určité časové období. Je kvantifikována pomocí přírůstku průměrného ročního indexu spotřebitelských cen, vyjadřující procentní změnu průměrné cenové hladiny za 12 posledních měsíců, k průměru 12-ti předchozích měsíců. V tabulce vidíme, že od roku 2002 až do současnosti se inflace pohybuje na relativně nízké úrovni pod 3 %. Podle údajů České národní banky byl pro období od ledna 2006 stanoven inflační cíl ve výši 3% s tolerancí ± 1 %, a pro období od ledna 2010 pak ve výši 2 % ± 1 %. Jestliže se České národní bance bude dařit držet všeobecně inflaci v daných mezích, neměly by se výrazněji měnit ceny vstupů.

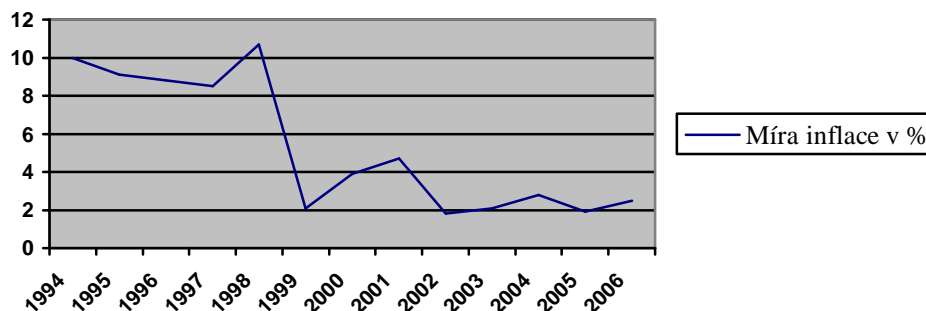
Tabulka 4 Míra inflace v ČR

Rok	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Míra v %	10,0	9,1	8,8	8,5	10,7	2,1	3,9	4,7	1,8	2,1	2,8	1,9	2,5

Pramen: <http://www.czso.cz>

Vývoj hodnot inflace uvedené v tabulce dále zobrazuje obrázek č.1. Z obrázku je patrné, že k velkému poklesu v míře inflace došlo po roce 1998. Její míra se z roku 1998 na 1999 snížila o 8,6 %. Její výkyvy jsou v posledních pěti letech relativně malé.

Obrázek 1 Míra inflace v ČR (v %)



Český statistický úřad zveřejnil dosavadní vývoj inflace k měsíci květnu 2007, jejíž míra činí 2,1 %. Česká národní banka tak drží její růst v předem definovaných mezích.

3.2.2 Trh práce a nezaměstnanost

Míra nezaměstnanosti byla hodnocena za období 1993 až 2006. Je vypočítána podílem, kde v čitateli zlomku jsou neumístění uchazeči o práci a ve jmenovateli všichni zaměstnaní plus evidovaní uchazeči o práci na úřadech práce. Jedná se o celorepublikové hodnoty, ve kterých nejsou zřetelné regionální rozdíly ve vývoji těchto ukazatelů. Tyto regionální rozdíly jsou způsobeny především strukturou průmyslu v daném regionu a neochotou větší části populace se stěhovat za prací. Je nutné říci, že na mnoha místech se ale situace podstatně zlepšila v souvislosti s celkovými změnami v ekonomice.

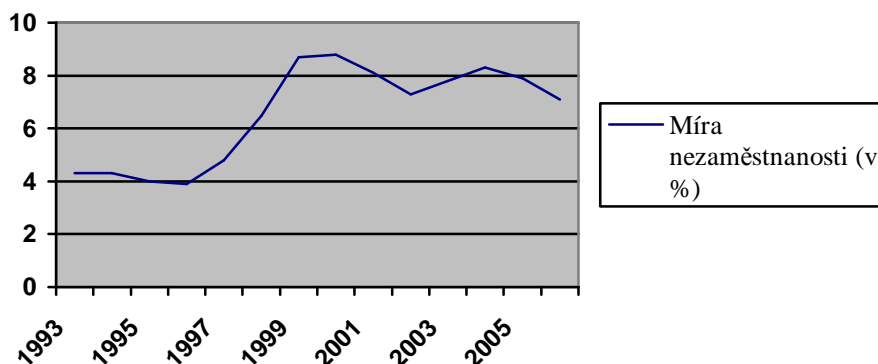
V některých pracovních profesích panuje značný nedostatek kvalifikovaných zájemců o práci. Tento problém se netýká jen dělnických profesí. Nedostatek kvalifikovaných uchazečů o práci staví velké investory před problém, kde vzít dostatek pracovníků. Velice často tento problém řeší nabídkami zaměstnání uchazečům ze sousedních zemí. Český statistický úřad zveřejnil předběžné výsledky míry nezaměstnanosti ke květnu 2007, její míra činí 6,7 %.

Tabulka 5 Míra nezaměstnanosti v ČR (v %)

Rok	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Míra v %	4,3	4,3	4,0	3,9	4,8	6,5	8,7
Rok	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Míra v %	8,8	8,1	7,3	7,8	8,3	7,9	7,1

Pramen: <http://www.czso.cz>

Obrázek 2 Míra nezaměstnanosti v % v ČR



Následující tabulka a obrázek charakterizují vývoj hrubé měsíční mzdy v České republice zúčtované k výplatě. Údaje jsou získávány ze statistik českého statistického úřadu, který

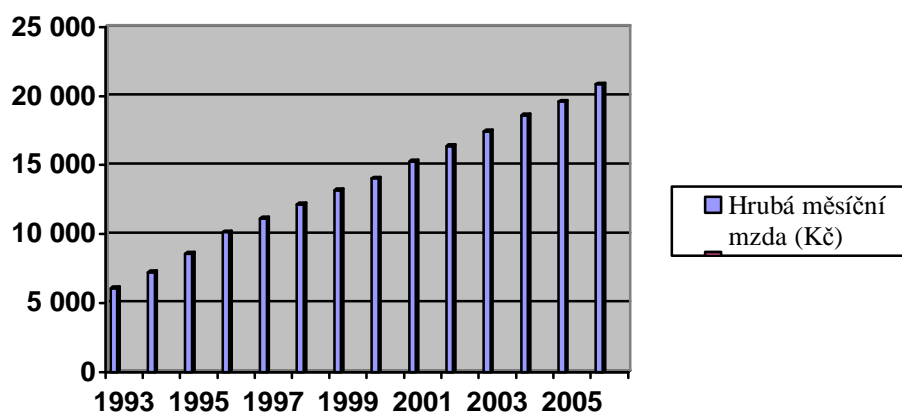
do výpočtu zahrnuje podnikatelské subjekty dle vlastního konceptu, blíže popsaného na webových stránkách <http://www.czso.cz>. Jak je názorně v grafu vidět, tak hrubá měsíční mzda neustále stoupá a vyvíjí se téměř lineárně.

Tabulka 6 Vývoj hrubé měsíční mzdy jednotlivých letech v Kč

Rok	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Hrubá mzda (Kč)	6 095	7 226	8 572	10 141	11 132	12 163	13 181
Rok	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Hrubá mzda (Kč)	14 029	15 248	16 363	17 443	18 589	19 591	20 845

Pramen : <http://www.czso.cz>

Obrázek 3 Vývoj hrubé měsíční mzdy v jednotlivých letech



3.2.3 Měnové kurzy EUR, USD

Kurz koruny není vůči euru a dolaru fixován, ale volně plave. Díky tomu se kurzy formují na devizových trzích, na základě střetávání poptávky a nabídky. Velký vliv na formování kurzu má také měnová politika ČNB.

Koruna vůči americkému dolaru a euru průběžně posiluje. Toto posilování je naštěstí plynulé, neprobíhá skokově, a tak se podniky s významným podílem exportu stačí přizpůsobovat. Podnik IVAX Pharmaceuticals, s. r. o. realizuje velkou část svých tržeb v zahraničí, proto je formování měnových kurzů pro jeho činnost významný rizikový faktor. Uplatněním nástrojů přirozeného a transakčního zajištění a zvyšováním celkové konkurenceschopnosti podniku lze tyto rizika do značné míry eliminovat.

Podíváme-li se podrobněji na vývoj kurzu dolaru, zjistíme, že jeho kurz byl do roku 1997 pod úrovní 30 Kč za dolar. V roce 1997 ale došlo k obratu, kurz překročil tuto třiceti korunovou hranici a stoupal v dalších letech téměř až k částece čtyřiceti korun za dolar.

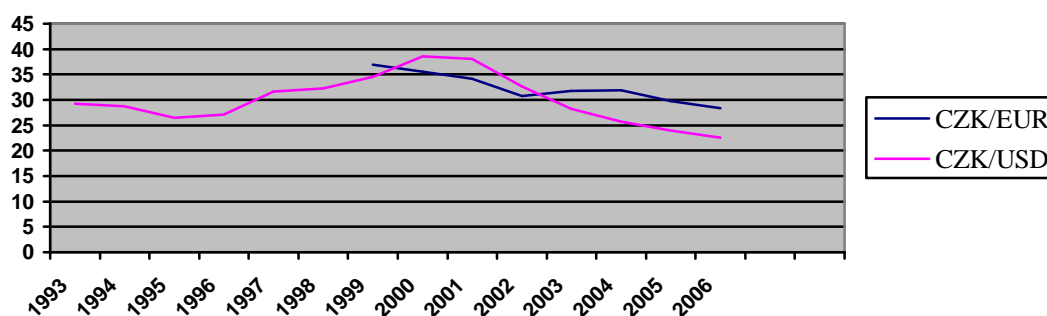
Pak nastalo uklidnění a koruna vůči dolaru opět posilovala. Důvodem této volatility byla měnová krize v roce 1997, kdy koruna oslabila vůči cizím měnám. V tomto období centrální banka také stanovila kurz koruny jako volně plovoucí.

Tabulka 7 Vývoj měnového kurzu CZK/EUR, CZK/USD

Rok	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
CZK/EUR	-	-	-	-	-	-	36,9
CZK/USD	29,2	28,8	26,5	27,1	31,7	32,3	34,6
Rok	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
CZK/EUR	35,6	34,1	30,8	31,8	31,9	29,8	28,3
CZK/USD	38,6	38,1	32,7	28,2	25,7	23,9	22,6

Pramen: <http://www.czso.cz>

Obrázek 4 Měnový kurz CZK/EUR, CZK/USD



3.2.4 Vývoj HDP

Souhrnný ekonomický ukazatel hrubého domácího produktu je důležitý indikátor vývoje ekonomiky. Tabulka č. 8 znázorňuje vývoj HDP, který představuje součet všech hodnot za všechna odvětví, které jsou považována za produktivní, do výpočtu patří, jsou vyjádřené ve stálých cenách, v rámci vymezeného časového období.

Hospodářství prochází obdobím prosperity, kdy míra růstu reálného HDP se za poslední dva roky pohybuje nad úrovní 6 %. Navíc výsledek růstu HDP za první čtvrtletí 2007, který zveřejnil český statistický úřad, má hodnotu 6,1 %. Je otázkou, jakým způsobem se celý hospodářský cyklus bude vyvíjet, ale v současnosti nejsou k dispozici žádné vážnější indicie, které by naznačovaly, že by tempo růstu mělo výrazně klesnout pod dosavadní úroveň. Scénářů dalšího vývoje ekonomiky je mnoho, ale až budoucnost ukáže jakým směrem se bude ubírat naše hospodářství. Výkonnost ekonomiky také citlivě reaguje na podněty z okolí. Jelikož jsme malá otevřená ekonomika, tak působení nejrůznějších konkurenčních tlaků,

energetických krizí, vlivů okolních států aj. rizikových faktorů se v naší zemi rychle projevuje. V míře růstu HDP se také odráží skutečnost, že mnoho firem už má za sebou těžké transformační období, kdy řada podniků se pohybovala v červených číslech. V dnešní době je už situace podstatně příznivější, firmám se dřívější investice vracejí, firmy se také naučily operovat ve vysokém konkurenčním prostředí a kladou velký důraz na efektivnost a flexibilitu řízení provozu podniku.

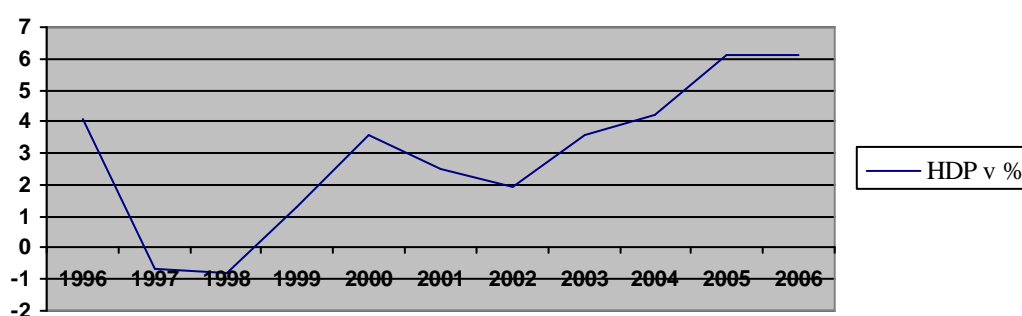
Tabulka 8 Vývoj HDP v ČR (v %)

Rok	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
HDP %	4,0	-0,7	-0,8	1,3	3,6	2,5	1,9	3,6	4,2	6,1	6,1

Pramen: <http://www.czso.cz>

Na obrázku č.5 je vyobrazen vývoj HDP v % ve sledovaném období 1996 až 2006. Největší propad nastal v roce 1997. Pokles pokračoval také v roce 1998. V tomto období probíhala takzvaná ruská krize, která se na výkonnosti ekonomiky značně podepsala.

Obrázek 5 Vývoj HDP v ČR (v %)



3.2.5 Vývoj úrokových sazeb

Tabulka č.9 ukazuje vývoj úrokových sazeb PRIBOR. Zobrazena je sedmidenní, tříměsíční a šestiměsíční sazba. Největších hodnot zaznamenal v roce 1997, v době měnové krize. V současné době je na poměrně nízké úrovni, kdy se pohybuje okolo hodnoty 2,5 %.

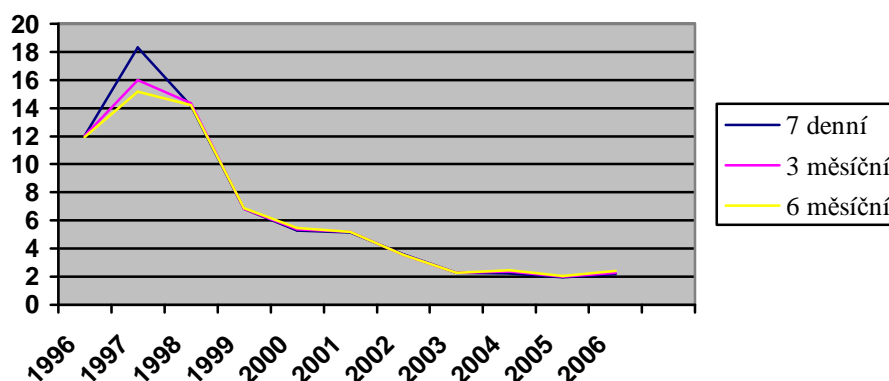
Tabulka 9 Vývoj úrokových sazeb (v %)

Rok	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
7 denní	12,05	18,31	14,15	6,83	5,29	5,15	3,61	2,30	2,23	1,97	2,18
3 měs.	12,01	15,97	14,33	6,84	5,36	5,18	3,55	2,28	2,36	2,01	2,30
6 měs.	11,95	15,15	14,23	6,87	5,48	5,21	3,56	2,28	2,48	2,05	2,42

Pramen: <http://www.cnb.cz>

Z obrázku je patrné, že hodnota 2 % by pro další období měla být hraničním bodem, od kterého se sazba bude odvíjet zase k vyšším hodnotám.

Obrázek č.6 Vývoj úrokových sazeb PRIBOR (v %)



3.2.6 Politická situace

Rozložení politických sil je v současné době velmi vyrovnané, jak levice, tak pravice má téměř shodné zastoupení v parlamentu České republiky. To znamená, že avizovaná daňová reforma, reforma veřejných financí, plánované snižování deficitu státního rozpočtu a jiné důležité politiky státu se prosazují velmi obtížně a pomalu. Jedna z příčin těchto problémů je odlišná představa jednotlivých politických stran o podobě a realizaci reform veřejných financí. Situace ale není až tak alarmující, stali jsme se členy EU, je vytvářen tlak na naši politickou scénu, která je nucena reagovat. V budoucnu přijmeme měnu euro. Maastrichtské kritérium pro přijetí eura stanovuje, že deficit veřejných financí může být maximálně do výše 3 % HDP. V současné době se předpokládá, že přijetí eura bude provedeno až v roce 2012.

Tak jak se Česká republika postupně otevírá světu, tak naše hospodářství prochází neustálými přeměnami menšího nebo většího charakteru. Tyto změny působí pozitivně na zvýšení konkurenceschopnosti podnikatelské sféry a zvyšování výkonnosti ekonomiky.

Jedním z cílů současné vlády je pokračovat v integraci do evropských a světových politických struktur. To by mělo mít za následek posilování mezinárodního vlivu, prohloubení stávajících mezinárodních vztahů a navázání budoucí spolupráce s novými zahraničními partnery. Dále je usilováno o upevnění vlivu na mezinárodní scéně a dosažení větší politické stability.

3.3 Analýza mikroprostředí podniku

V analýze mikroprostředí je věnována pozornost sektoru farmaceutického průmyslu, problematice regulatorních opatření a konkurenci. Zvláště poslední dvě zmíněné součásti mikroprostředí podnik ovlivňují.

3.3.1 Charakteristika farmaceutického průmyslu

Odvětví farmaceutického průmyslu je sektor, který se významnou měrou podílí na tvorbě HDP. Nemá tendenci citlivě reagovat na změnu hospodářských cyklů, tzn. že se jedná o neutrální odvětví, kde se negativně promítají převážně hlubší hospodářské změny – recese. To je dáno charakterem farmaceutických výrobků, které v mnoha případech představují nezbytné statky. Případné výkyvy ve výsledcích firmy jsou velice často dány konkurenčním bojem.

Pro farmaceutické odvětví také platí, že usiluje-li nějaká firma o vstup do oboru nebo se snaží vstoupit na nový trh, musí většinou realizovat vysoké kapitálové výdaje nutné pro vstup (které pro mezinárodní farmaceutické podniky nejsou problém). V tomto sektoru je také kladen velký důraz na obnovovací investice (z důvodu udržení vysokého standardu kvality), rozvojové a regulatorní investice. Regulatorní investice mají také svou důležitost, protože je jimi často podmíněno udělení povolení pro výrobu a prodej léčivých přípravků. Farmaceutický průmysl vykazuje stabilní růstové tendence, protože spotřeba léčiv průběžně roste.

3.3.2 Úloha státu ve farmaceutickém odvětví a problém kvality

Stát ve velké míře reguluje činnost farmaceutických podniků. Mezi nejznámější regulatorní orgány patří „Státní ústav pro kontrolu léčiv“. Povinností tohoto úřadu je kontrolovat a vyžadovat dodržování všech legislativních opatření, které vydal pro farmaceutické firmy a které jsou pro ně závazné. Tento úřad stanovuje, za jakých podmínek může být výroba a distribuce léčiv realizována. Jednání, která mají za cíl získat povolení na výrobu léčiv, jsou časově, legislativně a finančně náročná. To následně prodražuje náklady na výzkum a vývoj nového výrobku, a také jeho uvedení na trh. Návratnost investice se tak podstatně prodlouží, než by se původně očekávalo. Avšak tyto potíže mají všechny farmaceutické podniky bez výjimky. Každá země, kde farmaceutická firma podniká, má svůj úřad pro kontrolu léčiv, se kterým je nutno jednat ve smyslu výše zmíněných skutečností.

V případě kvality produktů stojí podniky před jedním závažným problémem, který vnáší velké riziko do podnikání v tomto odvětví. Toto zmíněné riziko má podobu hrozby reklamací z důvodu nežádoucích účinků léčiv. Farmaceutické firmy by se daly zhruba rozdělit do třech skupin:

- Podniky, které vyrábějí jen generická léčiva. Vyrábějí tak produkty už klinicky odzkoušené. Riziko vážných nežádoucích účinků generických léčiv je malé.
- Podniky, které se specializují především na nové přípravky. Riziko, že se objeví dodatečné nežádoucí účinky, je vysoké.
- Podniky prodávající jak generická, tak na trhu nová léčiva. Riziko vzniku dodatečných nežádoucích vedlejších účinků léčiv je nezanedbatelné, ale pořád nižší než u firem, které se specializují na novinky.

Především druhá a třetí skupina podniků čelí reálné hrozbě finančních potíží (a nejen finančních). Jestliže nově zaváděný produkt, přestože byl na počátku intenzivně testován selže, musí být stažen z oběhu a mohou vzniknout také nenávratné škody na zdraví pacientů. V tomto momentě se může podnik ocitnout v existenčních potížích. Zavádění nových produktů, které nebyly dosud na trhu, vždy přináší firmě riziko. Je ale důležité zmínit, že do podobných problémů se může firma dostat, i když vyrábí generická léčiva. Může se totiž stát, že výrobek z nějakého důvodu nevyhovuje specifikaci a podnik má velké potíže. Výše zmíněné skutečnosti jsou zde popsány z tohoto důvodu, abych upozornil na nebezpečí kterémuž firmy čelí, působí-li v celosvětovém měřítku. V dnešní době musí farmaceutické podniky působit globálně – realizovat prodeje v co největším měřítku a při případném stahování produkce z prodeje mohou firmě vzniknout značné problémy. Tyto problémy se v minulosti stávaly a dějí se i dnes.

3.3.3 Charakteristika konkurence

Konkurence v tomto odvětví je poměrně vysoká. Nacházejí se zde jak malé a střední firmy, tak „obrovské“ nadnárodní koncerny. Především tyto nadnárodní koncerny mají obrovský podíl na vytváření bariér vstupu do odvětví. V tuzemsku i v zahraničí mají tyto podnikatelské subjekty obchodní zastoupení a velký vliv. Proto není jednoduché prorazit s novým výrobkem na trh. Tento sektor je také charakteristický fúzováním a prováděním akvizic. Účelem těchto operací je vytvořit novou podnikatelskou jednotku s většími finančními zdroji, větším podílem na trhu, s možností realizace úspor z rozsahu a soustředění know-how atd. Velice

často dochází k situaci, že jen takovéto firmy mohou realizovat nákladný výzkum a vývoj nového výrobku.

Konkurenční boj firem v tomto odvětví má mnoho podob. Mezi časté nástroje konkurenčního boje patří cenové války, vytváření pevných vazeb s odběrateli, výzkum a vývoj, fúze a akvizice.

Podniky si své produkty buďto vyvíjejí samy, anebo přebírají za úplatu výsledky výzkumu a vývoje od specializovaných firem.

3.4 Finanční analýza

Důležitým podkladem pro ocenění podniku je zpracovaná finanční analýza. Pomocí této analýzy se hodnotí finanční situace podniku, struktura aktiv a pasiv, kapitálové výdaje, poměrové ukazatele aj. Finanční analýza bude zpracována pro období roku 2002 až 2006. Informace nutné pro zhotovení finanční analýzy byly čerpány z auditovaných účetních výkazů: Výkaz rozvaha, výkaz zisků a ztrát a výkaz cash flow.

3.4.1 Vertikální analýza rozvahy

Z níže zobrazeném zkráceném výkazu zjišťujeme, že podíl dlouhodobého majetku klesá a podíl oběžného majetku naopak narůstá. Pro výrobní podniky je typické, že se preferuje majetková struktura přikloněná spíše k dlouhodobému majetku, protože výrobní program je náročný na strojní a technologické vybavení, což se následně odráží v majetkové struktuře. U této firmy je váha nakloněna spíše k oběžnému majetku.

V dlouhodobém majetku má největší podíl jeho hmotná část. Nehmotný a finanční majetek je zde zastoupen nepatrně, přitom právě investice do těchto aktiv jsou velice často investice do zajištění distribuce výrobků nebo získávání surovin.

V dlouhodobém hmotném majetku jsou zahrnuty také nedokončené hmotné investice (Nejsou ve zkráceném výkazu obsaženy). Signalizují, že firma prochází modernizací, což je ve farmaceutickém průmyslu nutná podmínka pro další rozvoj. Pokud by se v této hodnotě odráželo i zpomalení tempa dokončování investic, tak by toto zpomalení nemělo být nijak výrazné. Jejich absolutní výše a relativní podíl klesá.

Na straně oběžných aktiv má podnik mnoho prostředků vázaných v zásobách a krátkodobých pohledávkách. Ve farmaceutickém průmyslu jsou výrobní vstupy finančně náročné a díky tomu zásoby tvoří velkou část vázaných finančních prostředků. Navíc mnohé

materiálové a surovinové zdroje je výhodnější držet na skladě ve větším množství, jednak z důvodu volatility jejich cen a jednak díky obtížnému získávání či nákupu. Přesto by měl podnik usilovat o minimalizaci jejich úrovně.

Krátkodobé pohledávky, a to konkrétně pohledávky z obchodních vztahů, také zaujímají významnou část ve výši oběžných aktiv. Nelze z finančních výkazů vyčíst, z jakého důvodu má firma tak velký podíl finančních prostředků vázaných v pohledávkách. V odvětví panuje velmi tvrdá konkurence a oddalování doby splatnosti pohledávek patří k běžně používaným nástrojům konkurenčního boje. Je ale důležité, aby firma měla podíl krátkodobých pohledávek co nejmenší, pokud to bude možné, postupně ho snižovala a upravila tak majetkovou strukturu.

Tabulka 10 Vertikální analýza aktiv za rok 2002 až 2006 (v %), zkrácený výkaz

	2002	2003	2004	2005	2006
	%	%	%	%	%
Aktiva	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Pohledávky za upsaný ZK	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dlouhodobý majetek	43,00	39,50	33,80	28,22	24,24
Dlouhodobý nehm.majetek	1,41	1,10	0,86	1,53	1,18
Dlouhodobý hm.majetek	41,58	38,39	32,93	26,68	23,05
Dlouhodobý fin..majetek	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Oběžná aktiva	56,30	59,90	65,43	70,13	75,27
Zásoby	21,84	19,90	24,37	31,73	29,06
Dlouhodobé pohledávky	0,21	0,43	0,25	0,27	0,27
Krátkodobé pohledávky	26,02	27,38	24,90	31,09	43,09
Krátkodobý fin. majetek	8,20	12,20	15,91	7,04	2,85
Ostatní aktiva	0,70	0,60	0,77	1,65	0,49

Převážná část pasiv je kumulována ve vlastních zdrojích, a tak podnik financuje svou činnost především vlastními prostředky. To je typické především pro výrobní podniky. To má také vliv na rentabilitu celkového investovaného kapitálu (ROA) a na rentabilitu vlastních zdrojů (ROE), protože obecně platí, že vlastní zdroje jsou zpravidla dražší. Pokud by ale firma chtěla zrealizovat nějakou nákladnou investici (nová výrobní technologie, nákup podniku atd.), je zde otevřen prostor pro tyto aktivity, protože jsou k dispozici jak vlastní zdroje, tak cizí, které může získat od bank. Podnik si tak vytvořil podmínky pro získání velkých finančních prostředků na nové investice. To by zpětně mělo mít pozitivní vliv na hodnotu firmy, neboť by se v budoucnosti zvýšily její příjmy a může dále investovat do svého rozvoje.

Tabulka 11 Vertikální analýza pasiv za rok 2002 až 2006 (v %), zkrácený výkaz

	2002	2003	2004	2005	2006
	%	%	%	%	%
Pasiva	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Vlastní kapitál	89,39	87,33	85,45	81,82	78,41
Základní kapitál	54,52	52,30	48,19	43,59	39,55
Kapitálové fondy	-0,25	0,00	0,00	0,00	0,00
Fondy ze zisku	5,45	5,20	4,82	4,36	3,97
HV minulých let	22,35	28,45	21,26	22,92	30,71
HV běžného účetního období	7,32	1,38	11,18	10,95	4,18
Cizí zdroje	10,34	12,30	14,24	17,13	21,12
Rezervy	0,00	1,10	1,07	1,09	6,53
Dlouhodobé závazky	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Krátkodobé závazky	10,34	11,20	13,17	16,04	14,59
Bankovní úvěry a výpomoci	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ostatní pasiva	0,27	0,37	0,31	1,05	0,47

3.4.2 Horizontální analýza rozvahy

Horizontální analýza aktiv koreluje už s výše zmíněnou vertikální analýzou. Jak v přírůstcích oběžných aktiv, tak v úbytku dlouhodobého majetku.

Množství dlouhodobého majetku postupně klesá a absolutní rozdíly jsou nejvyšší u dlouhodobého hmotného majetku, relativní změny převládají u dlouhodobého nehmotného majetku. Změny v dlouhodobém finančního majetku jsou zanedbatelné.

Celkově největší změny se udály v oběžném majetku, kdy největší pohyby zaznamenáváme na straně zásob, krátkodobých pohledávek a krátkodobého finančního majetku. Míra růstu zásob a krátkodobých pohledávek by měla být nižší, aby podnik neměl mnoho finančních zdrojů vázaných v zásobách nebo v pohledávkách.

Tabulka 12 Horizontální analýza aktiv za rok 2002 až 2006 (absolutně v tis. Kč, relativně v %), zkrácený výkaz

	2003		2004		2005		2006	
	rozdíl	%	rozdíl	%	rozdíl	%	rozdíl	%
Aktiva	195 234	4	406 809	9	547 561	11	586 294	10
Pohl. za upsaný ZK	0	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý majetek	-82 357	-4	-135 807	-7	-135 056	-8	-85 793	-5
Dlouhodobý neh.majetek	-11 156	-17	-8 685	-16	43 013	96	-13 102	-15
Dlouhodobý hm.majetek	-71 201	-4	-127 122	-7	-178 069	-10	-72 686	-5
Dlouhodobý fin.majetek	0	0	0	0	0	0	-5	-2
Oběžná aktiva	284 296	11	529 450	19	628 026	19	736 383	18
Zásoby	-51 259	-5	314 266	33	555 395	44	17 406	1
Dlouhodobé pohledávky	10 752	111	-7 569	-37	2 549	20	1885	12
Krátkodobé pohledávky	115 575	10	-17 364	-1	491 687	38	940 991	53
Krátkodobý fin. majetek	209 228	56	240 117	41	-421 605	-51	-223 899	-55
Ostatní aktiva	-6 705	-20	13 166	49	54 591	136	-64 296	-68

Velké pohyby byly zaznamenány také na straně vlastního kapitálu a cizích zdrojů. V případě vlastního kapitálu je růst až na rok 2003 stejnoměrný. V roce 2003 byl hospodářský výsledek za běžné období podstatně nižší než v předešlém roce a to se projevilo na hodnotě vlastního kapitálu.

Cizí zdroje zaznamenávají nárůst, a to za každý rok. Nejvíce se na tomto výsledku odrazil vývoj krátkodobých závazků, které mají každoročně významné nárůsty. V tabulce lze také vidět, že podnik nepoužil žádné dodatečné zpoplatněné cizí zdroje, tzn. dlouhodobé závazky, bankovní úvěry a výpomoci. Příloha č. 2 (Bilance pasiv za období 2002 až 2006) ukazuje, že hodnota těchto zpoplatněných cizích zdrojů je nulová.

Tabulka 13 Horizontální analýza pasiv za rok 2002 až 2006 (absolutně v tis. Kč, relativně v %), zkrácený výkaz

	2003		2004		2005		2006	
	rozdíl	%	rozdíl	%	rozdíl	%	rozdíl	%
Pasiva	195 234	4	406 809	9	547 561	11	586 294	10
Vlastní kapitál	76 881	2	257 210	6	259 767	6	263 991	6
Základní kapitál	0	0	0	0	0	0	0	0
Kapitálové fondy	11 337	11337	0	0	0	0	0	0
Fondy ze zisku	0	0	0	0	0	0	0	0
HV minulých let	335 622	33	-257 148	-19	211 847	19	627 822	48
HV běžného účetního období	-270 078	-81	514 358	785	-47 920	-8	-363 831	-58
Cizí zdroje	113 210	24	151 436	26	243 562	33	352 959	36
Rezervy	52 637	52 637	2 707	5	7 357	13	350 057	558
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	60 573	13	148 729	28	236 205	35	2 902	1
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní pasiva	5143	41	-1 837	-10	44 232	279	-30 656	-51

3.4.3 Vertikální analýza výkazu zisků a ztrát

Tabulka č. 14 zobrazuje zkrácený výkaz zisků a ztrát. Zjišťujeme, že velmi značnou část tržeb ukrajuje právě výkonová spotřeba. Jsou to hodnoty mezi 50 až 60 procenty. Dalším významným zdrojem nákladů jsou osobní náklady, kde nejvýznamnější složku tvoří jejich mzdová část. Přidaná hodnota v menší míře kolísá, pohybuje se v rozmezí 38 až 49 procenty. Hlavní hodnotové toky jsou realizovány právě v položkách provozního hospodářského výsledku, jehož hodnoty kolísají mezi 10 až 25 %, přičemž jeho nejnižší hodnota byla zaznamenána v roce 2003. Finanční výsledek hospodaření kolísá od záporných hodnot ke kladným, ale procenticky neznámá nějak významnou složku ve výsledcích hospodaření

firmy. Výsledek hospodaření za běžnou činnost se pohybuje mezi 2 až 15 % a opět nejmenší hodnota je dosažena v roce 2003. Jelikož je mimořádný výsledek hospodaření skoro vždy nulový, tak výsledek hospodaření za účetní období kopíruje výsledek hosp. za běžnou činnost. Protože podnik nepoužívá zpoplatnění cizí kapitál, jsou finanční prostředky použité na krytí nákladových úroků nulové.

Tabulka 14 Vertikální analýza výsledovky za rok 2002 až 2006 (v %), zkrácený výkaz

	2002	2003	2004	2005	2006
	%	%	%	%	%
Obchodní marže	1,60	2,49	0,98	1,13	0,5
Výkony	96,65	95,06	101,55	103,12	94,72
Výkonová spotřeba	59,87	56,59	53,62	59,17	54,68
Přidaná hodnota	38,38	40,96	48,92	45,09	40,55
Osobní náklady	14,13	17,13	14,95	14,77	11,6
Daně a poplatky	0,13	0,09	0,1	0,05	0,06
Odpisy dlouh. nehm. a hmotného majetku	8,61	9,56	7,37	6,06	4,66
Tržby z prodeje dlouh. majetku a materiálu	0,54	0,98	0,94	0,85	0,75
Zůstatková cena prodaného dlouh. majetku a materiálu	0,71	1,02	1,16	0,51	0,57
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	0,11	1,3	-0,31	2,31	9,3
Ostatní provozní výnosy	7,18	0,48	1,01	0,19	2,29
Ostatní provozní náklady	2,58	3,44	2,13	3,33	3,44
Převod provozních výnosů	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Převod provozních nákladů	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Provozní VH	19,84	9,88	25,47	19,09	13,96
Finanční VH	-4,06	-5,79	-4,66	0,46	-4,54
Daň z příjmů za běžnou činnost	5,86	2,03	6,2	5,95	4,23
VH za běžnou činnost	9,92	2,07	14,6	13,6	5,2
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0,00	0,00	0,00	0,17	0,00
Mimořádný VH	0,00	0,00	0	0,47	0
VH za účetní období	9,92	2,07	14,6	14,07	5,2
VH před zdaněním	15,78	4,09	20,8	20,19	9,43

3.4.4 Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát

Nejprve se zaměříme na jednotlivé výsledky hospodaření. Mezi ně patří provozní výsledek hospodaření, finanční výsledek hospodaření, VH za běžnou činnost, mimořádný výsledek hospodaření, dále VH za účetní období a VH před zdaněním. Jak je z tabulky zřejmé, tak u hodnot hospodářského výsledku existuje variabilita, kdy tyto toky ve větší či menší míře kolísají. Jelikož provozní výsledek hospodaření patří mezi stěžejní hodnoty, neboť je páteří vlastního podnikání, tak jeho pokles v posledních letech není moc pozitivní hodnocení pro tento podnik. Kolísání hodnot je zaznamenáno také v případě finančního VH, ale zde

obecně bývají takové výkyvy obvyklejší. VH z běžné činnosti, jako součtová veličina, výše zmíněné stavy odráží.

Pokud srovnáme dynamiku výkonů s výkonovou spotřebou, tak v roce 2003 dochází k většímu absolutnímu poklesu výkonů, přitom výkonová spotřeba klesla relativně více. Naopak v roce 2004 už obě sledované položky relativně a absolutně vzrostly, avšak výkony v mnohem větší míře. V roce 2005 je tento trend zachován, ale přírůstky jsou relativně mnohem větší na straně spotřeby. V roce 2006 absolutně vzrostly výkony včetně spotřeby, relativní změny jsou stejné. Významnou změnou je také zvýšená tvorba rezerv.

Tabulka 15 Horizontální analýza výsledovky za rok 2002 až 2006 (absolutně v tis. Kč, relativně v %), zkrácený výkaz

	2003		2004		2005		2006	
	rozdíl	%	rozdíl	%	rozdíl	%	rozdíl	%
Obchodní marže	24 686	46	-40 166	-51	11 819	31	-25 116	-50
Výkony	-255 542	-8	1 019 318	34	567 240	14	209 858	5
Výkonová spotřeba	-231 332	-11	335 247	19	510 361	24	137 083	5
Přidaná hodnota	476	0,04	643 905	50	68 598	4	47 659	2
Osobní náklady	65 027	14	50 595	9	65 160	11	-69 872	-11
Daně a poplatky	-1 596	-35	966	33	-1 707	-44	783	36
Odpisy dlouhodobého nehm. a hmotného majetku	11 882	4	-10 485	-4	-22 084	-8	-34 020	-13
Tržby z prodeje dlouh. majetku a materiálu	12 692	70	6 212	20	592	2	512	1
Zůstatková cena prodaného dlouh. majetku a materiálu	8 359	35	13 714	42	-23 284	-51	6 217	27
Změna stavu rezerv a oprav. položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	37 636	1018	53 465	129	115 598	951	369 091	357
Ostatní provozní výnosy	-227 652	-94	24 774	161	-31 520	-79	107 794	1 253
Ostatní provozní náklady	21 993	25	-24 628	-23	64 021	76	26 444	18
Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0	0	0	0
Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0	0	0	0
Provozní VH	-357 785	-53	698 194	223	-159 734	-16	-142 678	-17
Finanční VH	-46 283	-34	-1 754	-1	205 938	111	-251 061	-1 213
Daň z příjmů za běžnou činnost	-133 990	68	182 082	284	19 250	8	-50 874	19
VH za běžnou činnost	-270 078	-80	514 358	785	26 954	5	-342 865	-57
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	7 367	7 367	-7 367	-7 367
Mimořádný VH	0	0	0	0	20 966	20 966	20 966	20 966
VH za účetní období	-270 078	-80	514 358	785	47 920	8	-363 831	-58
VH před zdaněním	-404 068	-76	696 440	537	74 537	9	-422 072	-47

3.4.5 Poměrové ukazatele

V poměrové analýze jsou hodnoceny ukazatele likvidity, aktivity, zadluženosti, rentability a ukazatelé s využitím cash flow.

Komentář k ukazatelům likvidity:

V případě celkové likvidity je tato firma vysoko nad obvyklými hodnotami. Z pohledu potencionálních věřitelů je to pozitivní zpráva, z pohledu vlastníků už poněkud méně, protože by bylo vhodné zamyslet se nad tím, není-li příliš moc vázaných zdrojů v oběžných aktivech. (viz vertikální analýza rozvahy). Tato likvidita by se měla pohybovat v rozmezí 1,6 až 2,5. V případě opatrného přístupu nad 2,5.

Běžná likvidita také převyšuje obvyklé hodnoty, které se pohybují v rozmezí 1,1 až 1,5 pro konzervativní přístupy. Při hodnotě 1 je schopen podnik uhradit své závazky, aniž by musel prodávat své zásoby. Jelikož hodnoty se pohybují v rozmezí 2,38 až 3,54, tak by podnik mohl tímto způsobem své závazky splatit.

Cash likvidita se pohybuje nad doporučenou hodnotou, která je 0,2. Výjimku tvoří rok 2006, kde je dosaženo likvidity 0,2. Je to už hraniční mez, podnik by měl lépe plánovat své peněžní toky, ať se nedostane do potíží.

Výše pracovního kapitálu se postupně zvyšuje a v porovnání s velikostí celkových aktiv dosahuje významné úrovně

Doba splatnosti krátkodobých závazků se postupně zvýšila, ale nedosahuje nijak vysokých hodnot. V roce 2006 má už klesající tendenci.

Tabulka 16 Ukazatelé likvidity

Ukazatel	2002	2003	2004	2005	2006
Celková likvidita	5,44	5,36	4,97	4,37	5,16
Běžná likvidita	3,31	3,54	3,10	2,38	3,15
Cash likvidita	0,79	1,09	1,21	0,44	0,20
Pracovní kapitál	2 106 294	2 330 017	2 710 738	3 102 559	3 836 040
Doba splatnosti krát. závazků	50,5	60,7	62,0	74,2	65,4

Celková likvidita: Oběžná aktiva / Krátkodobé závazky + Běžné bankovní úvěry + Krátkodobé finanční výpomoci

Běžná likvidita: Krátkodobé pohledávky + Finanční majetek / (Krátkodobé závazky + Běžné bankovní úvěry + Krátkodobé finanční výpomoci)

Cash likvidita: Finanční majetek / (Krátkodobé závazky + Běžné bankovní úvěry + Krátkodobé finanční výpomoci)

Pracovní kapitál: Oběžná aktiva – (Krátkodobé závazky + Běžné bankovní úvěry + Krátkodobé finanční výpomoci)

Doba splatnosti krát. závazků: Krátkodobé závazky / (Tržby/360)

Komentář k ukazatelům aktivity:

Obecným doporučením pro obrat celkových aktiv je dosahování hodnot na úrovni 1,0. Firma se pohybuje pod úrovní 1. Z toho plyne, že by měla lépe využívat svá aktiva, hlavně jejich oběžnou složku tak, aby byl tento poměr příznivější.

Obrat stálých aktiv se už pohybuje ve vyšších hodnotách, obratovost se rok od roku zlepšuje. Oběžná aktiva jsou zde důležitým faktorem, protože v tomto výpočtu nejsou zahrnuta a obratovost je díky tomu mnohem vyšší.

Obrat zásob má klesající tendenci, a to není příznivý trend pro řízení zásob. Hodnota tohoto ukazatele by se měla zvyšovat.

Doba obratu aktiv a zásob je poměrně na vyšší úrovni. To také koresponduje s výše zmíněným hodnocením. Doba obratu zásob se zvláště zvýšila v roce 2005. Ukazatelé obratu aktiv a zásob by se měli postupně snižovat.

Doba obratu pohledávek je výrazně vyšší, než doba obratu krátkodobých závazků. Obecně by tyto doby obratů měly být zhruba na stejné úrovni nebo by doba obratu závazků měla převyšovat dobu obratu pohledávek. Jak už naznačil vývoj cash likvidity, je nutné přijmout opatření pro efektivnější řízení finančních toků a s tím i souvisejících pohledávek. Odklady splatnosti pohledávek jsou sice všeobecným nástrojem jak zvýšit konkurenceschopnost podniku, ale je nutné brát ohled na vznik rizika platební neschopnosti. Podrobnější analýza vývoje likvidity, např. v týdenním vyjádření, by odhalila do jaké míry je to anomálie či nepříznivý trend. Doba obratu pohledávek by se měla snižovat.. Až na několik výjimek je dynamika změn jednotlivých ukazatelů stejná. Větší výkyvy v hodnotách nejsou časté.

Tabulka 17 Ukazatelé aktivity

Ukazatel	2002	2003	2004	2005	2006
Obrat celkových aktiv	0,74	0,66	0,77	0,78	0,80
Obrat stálých aktiv	1,72	1,68	2,26	2,76	3,31
Obrat zásob	3,38	3,34	3,14	2,45	2,76
Doba obratu aktiv	488	543	470	463	448
Doba obratu zásob	107	108	115	147	130
Doba inkasa pohledávek	128	151	118	145	194
Doba splatnosti krátkod. závazků	51	61	62	74	65

Obrat celkových aktiv: Tržby / Aktiva

Obrat stálých aktiv: Tržby / Stála aktiva

Obrat zásob: Tržby / Zásoby

Doba obratu aktiv: Aktiva / (Tržby/360)

Doba obratu zásob: Zásoby / (Tržby/360)

Doba inkasa pohledávek: Pohledávky / (Tržby/360)

Doba splatnosti krátk. závazků: Krátkodobé závazky / (Tržby/360)

Komentář k ukazatelům zadluženosti:

Z ukazatele „Equity ratio“ vyplývá, že podíl vlastního kapitálu na celkových aktivech je poměrně vysoký. Pohybuje se okolo 80 %. Další ukazatele jsou odrazem této skutečnosti, protože jak podíl Debt Ratio I, tak Debt Ratio II jsou na nízké úrovni, také díky tomu, že podnik nemá žádné dlouhodobé závazky, nebo bankovní úvěry. Ve výkazu zisků a ztrát tak nejsou nákladové úroky, proto nejsou hodnoceny ukazatele úrokového krytí. Potenciální věřitelé jistě ocení, že podnik není zatížen žádnými nákladovými úroky a nesplácí dluhy. Také odpadá využití nákladových úroků jako daňového štítu.

Tabulka 18 Ukazatelé zadluženosti

Ukazatel	2002	2003	2004	2005	2006
Equity Ratio	0,89	0,87	0,85	0,82	0,78
Debt Ratio I (v %)	10	12	14	17	21
Debt Ratio II (v %)	11	13	15	18	22
Debt Equity Ratio	0,12	0,14	0,17	0,21	0,27
Úrokové krytí I	Nehodnotí se	Nehodnotí se	Nehodnotí se	Nehodnotí se	Nehodnotí se
Úrokové krytí II	Nehodnotí se	Nehodnotí se	Nehodnotí se	Nehodnotí se	Nehodnotí se

Equity Ratio: Vlastní kapitál / Aktiva

Debt Ratio I: (Cizí zdroje / Aktiva)

Debt Ratio II: (Cizí zdroje + Ostatní pasiva / Aktiva)

Debt Equity Ratio: Cizí zdroje / Vlastní kapitál

Úrokové krytí I: EBIT / Úroky

Úrokové krytí II: EBIT + Odpisy / Úroky

Komentář k ukazatelům rentability:

V konstrukci ukazatelů ROA, ROE, ROS byl použit čistý zisk. Nejnižšího hodnocení podnik dosahuje v roce 2003, kdy se tyto hodnoty pohybují pod úrovní výnosové míry ze státních dlouhodobých cenných papírů, nebo-li pod úrovní bezrizikové úrokové míry. Pokud by taková situace přetrvávala, nebylo by výhodné finanční prostředky vázat v aktivech firmy, protože by se nejednalo o výhodnou investici. Situace se střídavě mění, po růstu v roce 2004 přichází opět pokles. Pokud by hodnoty ROE byly nad úrovní nákladů na vlastní kapitál (r_e), firma by tvořila ekonomickou přidanou hodnotu. Na snížení rentabilit se v posledním roce podepsala i zvýšená tvorba rezerv, které v účtování představují náklad.

Možností, jak ukazatele rentability zlepšit, je celá řada, od volby optimální kapitálové struktury, snižování nákladů, až po zvyšování prodeje.

Parametr ROCE udává, kolik Kč zisku před zdaněním a úroky připadne na jednu korunu investovaného kapitálu, jak věřitelů, tak vlastníků (zpoplatněný kapitál). Jeho vývoj kolísá tak jako u předešlých ukazatelů.

Mzdová náročnost má klesající tendenci, výše mzdových nákladů k tržbám klesá.

Tabulka 19 Ukazatelé rentability

Ukazatel	2002	2003	2004	2005	2006
ROA (v %)	7,3	1,4	11,2	10,9	4,2
ROE (v %)	8,2	1,6	13,1	13,4	5,3
ROS (v %)	9,9	2,1	14,6	14,1	5,2
ROCE (v %)	13,0	3,1	18,4	18,9	8,9
Mzdová náročnost	0,14	0,17	0,15	0,15	0,12

ROA: EAT / Aktiva

ROE: Čistý zisk / Vlastní kapitál

ROS: EAT / Tržby

ROCE: EBIT / (Vlastní kapitál + Rezervy + Dlouhodobé závazky + Bankovní úvěry dlouhodobé)

Mzdová náročnost: Mzdové náklady / Tržby

Komentář k ukazatelům využitím cash flow:

První ukazatel je obrátová rentabilita sledovaného podniku. Tento poměr by se měl postupně zvyšovat. Po prvotním zvýšení nastal v roce 2005 prudký pokles. V posledním roce je dokonce záporný. Důvodem byla právě velmi nízká hodnota provozního cash flow.

Stupeň oddlužení vypovídá o finanční stabilitě, protože v ukazateli je provozní cash flow poměřován s cizími zdroji. Měl by být alespoň nad úrovní 0,3. Tato podmínka je nad míru splněna až do roku 2004. V roce 2005 se ale hodnota rapidně snížila, v posledním roce je záporná. Důvodem je nízký cash flow z provozní činnosti.

Finanční využití vlastního kapitálu je doplněk k rentabilitě vlastního kapitálu. Hodnoty by měly být vyšší než udává tabulka, zvláště v posledních dvou letech.

Poslední ukazatel, úvěrová způsobilost cash flow, určuje, kolikrát musí podnik vytvořit finanční prostředky, aby splatil své závazky. To znamená, že se preferují co nejnižší hodnoty (nikoliv záporné). Situace je opět nepříznivá v posledních dvou letech. Díky kladným zůstatkům peněžních prostředků a ekvivalentů z předešlého období mohl podnik plnit své závazky. Jak už ale bylo zmíněno v hodnocení likvidity, je třeba další rozbor, aby se zjistil důvod této situace a vývoj v podrobnějším časovém měřítku.

Tabulka 20 Ukazatelé s využitím cash flow

Ukazatel	2002	2003	2004	2005	2006
Obrátová rentabilita	0,12	0,15	0,19	0,02	-0,02
Stupeň oddlužení	0,84	0,80	1,00	0,07	-0,06
Fin. využití vlastního kapitálu	0,10	0,11	0,17	0,01	-0,02
Úvěrová způsobilost cash flow	1,19	1,25	0,96	15,00	-17,30

Obrátová rentabilita: Provozní CF / Tržby

Stupeň oddlužení: Provozní CF / Cizí zdroje

Fin. využití vlastního kapitálu: Provozní CF / Vlastní kapitál

Úvěrová způsobilost cash flow: Cizí zdroje / CF s provozní činností

3.4.6 Du-Pont analýza

Základní Du Pontova rovnice

$ROA = EAT/Tržby * Tržby/Aktiva.$

Tabulka 21 Základní Du Pontova rovnice

Ukazatel	2002	2003	2004	2005	2006
ROA (v %)	7,3	1,4	11,2	10,9	4,2
EAT/Tržby (v %)	9,9	2,1	14,6	14,1	5,2
Tržby/Aktiva (v %)	74,0	66,0	77,0	78,0	80,0

Rozšířená Du Pontova rovnice

$ROE = ROA * Aktiva/Vlastní kapitál.$

Tabulka 22 Rozšířená Du Pontova rovnice

Ukazatel	2002	2003	2004	2005	2006
ROE (v %)	8,2	1,6	13,1	13,4	5,3
Aktiva/VK	1,12	1,15	1,17	1,22	1,28

Komentář:

EAT/Tržby: Poměr byl nejslabší v roce 2003, poněvadž hospodářský výsledek byl mnohem nižší než v předešlém období. Bylo to způsobeno nárůstem nákladů, a také vyšším negativním finančním výsledkem hospodaření.

Tržby/Aktiva: Tento ukazatel se pohybuje mezi 66 až 80 procenty. Ukazatel má stoupající tendenci, aktiva jsou tak více využívána.

Aktiva/Vlastní jmění: Vývoj hodnot tohoto ukazatele potvrzuje, že podnik užívá pro financování svých aktivit především vlastní zdroje, které paří mezi nákladnější varianty financování podniku.

Na vývoj hodnot ROA a ROE mají velký vliv tržby, a z nich vytvořený zisk. Kolísání těchto dvou veličin způsobuje změny ve výši ROA a ROE. Poměr aktiv a vlastního kapitálu má v tomto případě menší dopady.

3.4.7 Altmanův index (bankrotní model)

Altmanův index patří mezi predikční bankrotní modely, které souhrnně charakterizují finanční situaci podniku. Podniky se po výpočtu tohoto indexu řadí do jednoho ze tří pásem (tzv. Z-skore). Konstrukce indexu vychází z předpokladu, že dochází-li k celkovému zhoršení finanční situace podniku, změní se zároveň hodnoty sledovaných ukazatelů a Altmanův index

nabývá horších výsledků. Index tak odráží situaci podniku, a upozorňuje na možné problémy a ohrožení.

Tvar Altmanova indexu pro podniky neobchodované na finančních trzích:

$$Z = 3,107 * \text{EBIT/Celková aktiva} + 0,998 * \text{Tržby/Celková aktiva} + 0,420 * \text{Základní kapitál/Účetní hodnota dluhu} + 0,847 * \text{Zadržené výdělký/Celková aktiva} + 0,717 * \text{Pracovní kapitál/Celková aktiva}$$

Pásma Altmanova indexu:

$Z > 2,9$: Podnik je schopen přežít případnou finanční tíseň, pásmo prosperity

$Z < 1,2$: Podnik upadá, hrozí bankrot

$1,2 < Z < 2,9$: Šedá zóna

Nyní přistupujeme k výpočtu samotného indexu, který shrnuje tabulka č.23. Pro účely výpočtu jsou ukazatelé označeny takto:

x_1 - EBIT/Celková aktiva,

x_2 - Tržby/Celková aktiva,

x_3 - Základní kapitál/ Účetní hodnota dluhu,

x_4 - Zadržené výdělký/Celková aktiva,

x_5 - Pracovní kapitál/Celková aktiva.

Tabulka 23 Altmanův index

Parametr	2002	2003	2004	2005	2006
x_1	0,1164	0,0271	0,1593	0,1571	0,0757
x_2	0,7377	0,6631	0,7655	0,7778	0,8033
x_3	5,2730	4,2566	3,3841	2,5450	1,8723
x_4	0,2235	0,2845	0,2126	0,2293	0,3073
x_5	0,4593	0,4874	0,5225	0,5410	0,6068
Z	3,83	3,12	3,23	2,92	2,52

Hodnoty indexu se až do roku 2005 pohybují v pásmu prosperity, přitom v roce 2005 byla hodnota indexu už jen nepatrně nad dolní mezí. V posledním sledovaném roce se podnik nachází už v šedé zóně. Důvody těchto změn byly už zmíněny.

3.4.8 Kralickův Quicktest (Bonitní model)

Ve výpočtu tohoto bonitního modelu používáme soustavu čtyř rovnic. První dvě slouží pro hodnocení finanční situace firmy a druhé dvě pro hodnocení výnosové situace. Z těchto dvou situací získáme charakteristiku celkového stavu.

Rovnice mají podobu:

$R1 = \text{Vlastní kapitál} / \text{Celková aktiva}$,

$R2 = (\text{Cizí zdroje-peníze-účty u bank}) / \text{Provozní cash flow}$,

$R3 = \text{EBIT} / \text{Celková aktiva}$,

$R4 = \text{Provozní cash flow} / \text{Výkony}$.

Výsledné hodnoty těchto čtyř ukazatelů se bodují podle tabulky č. 24:

Tabulka 24 Bodování výsledků pro Kralickův Quicktest

Ukazatel	0 bodů	1 bod	2 body	3 body	4 body
R1	< 0	0 – 0,1	0,1 – 0,2	0,2 – 0,3	> 0,3
R2	< 3	3 - 5	5 - 12	12 – 30	> 30
R3	< 0	0 – 0,08	0,08 – 0,12	0,12 – 0,15	> 0,15
R4	< 0	0 – 0,05	0,05 – 0,08	0,08 – 0,1	> 0,1

Pramen: Růčková, P. Finanční analýza, metody, ukazatele, využití v praxi, GRADA Publishing, a.s., Praha, 2007, s.80, ISBN 978-80-247-1386-1

Hodnoty ukazatelů R1, R2, R3, R4 pro podnik IVAX Pharmaceuticals s. r. o. jsou zaneseny v následující tabulce:

Tabulka 25 Hodnoty výsledků pro Kralickův Quicktest

Ukazatel	2002	2003	2004	2005	2006
R1	0,89	0,87	0,86	0,82	0,78
R2	0,33	0,04	-0,11	8,80	-15,00
R3	0,12	0,03	0,16	0,16	0,08
R4	0,12	0,16	0,19	0,01	-0,02

Vypočtené hodnoty z tabulky č. 25 mají dle Kralickova Quicktestu následující bodové vyjádření uvedené v tabulce č.26:

Tabulka 26 Hodnoty bodovaných výsledků pro Kralickův Quicktest

Ukazatel	2002	2003	2004	2005	2006
R1	4 b	4 b	4 b	4 b	4 b
R2	0 b	0 b	0 b	2 b	0 b
R3	3 b	1 b	4 b	4 b	2 b
R4	4 b	4 b	4 b	1 b	0 b

V tomto bonitním modelu, jak bylo řečeno, hodnotíme finanční situaci $(R1 + R2)/2$, výnosovou situaci $(R3 + R4)/2$, a nakonec celkovou situaci. Pro vyjádření celkové situace musíme sečíst výsledky jak finanční situace, tak výnosové situace a dělit dvěma. Tyto zaokrouhlené výsledky shrnuje tabulka č.27:

Tabulka 27 Hodnoty bodovaných výsledků výnosové, finanční a celkové situace

Ukazatel	2002	2003	2004	2005	2006
Finanční situace	2,0 b	2,0 b	2,0 b	3,0 b	2,0 b
Výnos. situace	3,5 b	2,5 b	4,0 b	2,5 b	1,0 b
Celková situace	2,8 b	2,8 b	3,0 b	2,8 b	1,5 b

Pro Kralickův Quicktest platí, že má-li podnik hodnoty nad 3, jedná se o bonitní podnik, dále pohybuje-li se bodové hodnocení mezi hodnotami 3 - 1, jde o šedou zónu. Výsledky pod 1 signalizují potíže.

Z údajů v tabulce vyplývá, že se podnik pohybuje v jednotlivých letech převážně v šedé zóně.

3.5 Určení hodnoty podniku IVAX Pharmaceuticals, s. r. o.

Pro ocenění podniku bude použita metoda DCF (discounted cash flow) ve variantě FCFF (free cash flow to the firm). Byla vybrána proto, že reflektuje současnou hodnotu budoucích peněžních toků a na podnik je nahlíženo z pohledu going concern principu, tzn. jeho trvání je časově neomezené, nepředpokládá se jeho zánik. Podnik má a bude mít pravidelné peněžní příjmy, které lze diskontovat a jsou tvořeny veškerými peněžními toky určené pro vlastníky a věřitele. Pro diskontování budoucích peněžních toků bude s ohledem na zvolenou metodu použita diskontní míra vypočtená pomocí vzorce pro WACC (weighted average cost of capital). Hodnota WACC bude stejná pro obě fáze výpočtu, pro všechna uvažovaná léta.

Vlastní oceňovací model bude mít dvoufázovou podobu, kdy první fáze je určena pro období 2007 až 2011 (explicitní vyjádření), a druhá fáze je počítána pro období po roce 2011, pomocí Gordonova vzorce (implicitní vyjádření).

Struktura výpočtu ocenění je následující: nejdříve se určí diskontní sazba, poté se vyjádří volné peněžní toky a následně se tyto toky diskontují a pomocí dvoufázového výpočtu se určí tržní hodnota podniku.

3.5.1 Určení diskontní míry podniku

Pro účely určení diskontní míry se použije vzorec pro výpočet průměrných kapitálových nákladů:

$$WACC = r_d(1-t) D/C + r_e E/C.$$

Průměrné kapitálové náklady zohledňují systematické riziko, a to pomocí modelu CAPM, kterým budou zjišťovány náklady na vlastní kapitál. Jelikož cizí zpoplatněné zdroje jsou nulové, tak míra WACC bude odrážet náklady na vlastní kapitál. Neexistuje efekt finanční páky. Kdybychom postupovali podle varianty FCFE došlo by k situaci, že hodnoty FCFF a FCFE, včetně diskontních sazeb, by byly stejné, jelikož dochází k financování pouze vlastními zdroji. V cizích zdrojích jsou začleněny také rezervy a krátkodobé závazky, ty ale

nejsou zpoplatněny, podnik za ně neplatí žádný úrok. Nevstupují proto do výpočtu nákladů cizího kapitálu.

Náklady na kapitál věřitelů, r_d

Jelikož se zpoplatněné cizí zdroje v bilanci nenacházejí, tak ve výpočtu průměrných kapitálových nákladů bude mít parametr r_d nulovou hodnotu.

Náklady na vlastní kapitál, r_e

Pro propočtení nákladů na vlastní kapitál bude využito modelu CAMP, který je začleněn do výpočtu WACC. Pro výpočet nákladů vlastního kapitálu musíme znát bezrizikovou úrokovou míru, rizikovou prémii a beta koeficient.

Vzorec má podobu:

$$r_e = r_f + \beta * E(R_m - r_f),$$

Kde $E(R_m - r_f)$ je riziková premie,

- r_f - bezriziková úroková míra,
- r_e - požadovaná míra výnosu,
- β - beta koeficient.

Bezriziková úroková míra

Lze mnoha způsoby stanovit bezrizikovou úrokovou míru. Pro účel tohoto ocenění byla odvozena od střednědobých státních dluhopisů, a to váženým aritmetickým průměrem úrokových měr těchto dluhopisů. Váhy jednotlivých emisí byly určeny tak, že se vypočetl podíl objemu peněžních prostředků dané emise k celkovému objemu všech emisí uvedených v tabulce. Data byla získána z emisního kalendáře pro střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy na 2. čtvrtletí roku 2007. Střednědobé státní cenné papíry byly vybrány proto, že jsou určeny na období 3 až 5 let. Vzhledem k tomu, že ekonomika je hodně proměnlivá, tak tato doba se zdá jako přiměřená. V tabulce č. 28 jsou uvedeny dluhopisy, ze kterých se odvozuje bezriziková úroková míra.

Tabulka 28 Vybrané státní cenné papíry

Název	ISIN	Datum emise	Datum splatnosti	Doba splatnosti (roky)	Objem prostředků v mld. Kč.
Dluhopis ČR 2007-2012, 3,55%	CZ0001001887	16.4.2007	18.10.2012	5	8
Dluhopis ČR 2006-2009, 3,25%	CZ0001001754	23.4.2007	27.11.2009	3	6
Dluhopis ČR 2007-2012, 3,55%	CZ0001001887	14.5.2007	18.10.2012	5	7
Dluhopis ČR 2006-2009, 3,25%	CZ0001001754	4.6.2007	27.11.2009	3	6
Dluhopis ČR 2006-2009, 3,25%	CZ0001001754	25.6.2007	27.11.2009	3	6
Dluhopis ČR 2007-2012, 3,55%	CZ0001001887	2.7.2007	18.10.2012	5	7

Pramen: [http:// www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

Tabulka 29 Určení bezrizikové úrokové míry

ISIN	Úroková míra	Objem prostředků v mld. Kč.	Váha
CZ0001001887	3,55 %	8	0,20
CZ0001001754	3,25 %	6	0,15
CZ0001001887	3,55 %	7	0,175
CZ0001001754	3,25 %	6	0,15
CZ0001001754	3,25 %	6	0,15
CZ0001001887	3,55 %	7	0,175

Výpočet bezrizikové úrokové míry:

$$r_f = (3,55 \cdot 0,20) + (3,25 \cdot 0,15) + (3,55 \cdot 0,175) + (3,25 \cdot 0,15) + (3,25 \cdot 0,15) + (3,55 \cdot 0,175) = 3,42 \%$$

Bezriziková úroková míra pro tento podnik činí po zaokrouhlení **3,42%**.

Riziková prémie

Riziková prémie pro Českou republiku byla stanovena ve výši 5,96%. Je vztažena k rizikové prémii pro USA a Velkou Británii. Vzhledem k přiřazenému ratingu, je riziková míra České republiky o 1,05 % vyšší než u USA a UK. Hodnoty byly propočteny k lednu 2007.

Tabulka 30 Dlouhodobý rating a riziková prémie vybraných zemí

Country	Long-Term Rating	Ad. Default Spread	Total-Risk Premium %	Country Risk Premium %
United Kingdom	Aaa	0	4.91%	0.00%
United States	Aaa	0	4.91%	0.00%
Czech Republic	A1	70	5.96%	1.05%

Pramen: <http://www.damodaran.com>

Beta koeficient

Při určení tohoto koeficientu jsem vycházel z propočtů beta koeficientů uvedených na internetových stránkách: <http://www.damodaran.com>. Vzhledem k tomu, že podnik IVAX Pharmaceuticals, s. r. o. se zabývá výrobou léčiv a jejich distribucí, tak byl zvolen sektor - Drug, kde byl beta koeficient počítán z celkem 334 firem. Hodnota beta koeficientu bude v nezadlužené formě (protože v pasivech podniku nejsou cizí zdroje, které by byly zpoplatněny), tzv. $\beta_{unleveraged}$.

Hodnota $\beta_{unleveraged}$ činí 1,46. Hodnoty byly propočteny k lednu 2007.

Náklady vlastního kapitálu, r_e

$$r_e = r_f + \beta * E(R_m - r_f)$$

$$r_e = 3,42 + 1,46 * 5,96$$

$$r_e = 12,122 \%$$

Diskontní sazba

$$WACC = r_d (1-t) D/C + r_e E/C$$

$$WACC = 0 + 12,122 * 1,0$$

$$WACC = 12,122 \%$$

Diskontní sazba pro podnik IVAX Pharmaceuticals s.r.o. činí 12,122 %.

3.5.2 Změna pracovního kapitálu

Z hodnot plánované výše pracovního kapitálu se určí jeho meziroční změna. Na základě analýzy dosavadního vývoje pracovního kapitálu a plánovaných změnách v hospodaření je plánovaná meziroční změna pracovního kapitálu v období 2007 až 2011 ve výši 9 % a v období po roce 2011 je změna pracovního kapitálu vyjádřena hodnotou 295 111 tis. Kč (v tabulce označeno symbolem 2011⁺). Tyto odhady se zakládají na provedení změn v hospodaření s jednotlivými položkami pracovního kapitálu tak, jak už bylo zmíněno ve finanční analýze.

Tabulka 31 Změna pracovního kapitálu v tis. Kč.

Parametr	2007	2008	2009	2010	2011	2011 ⁺
WC	4 181 283	4 557 599	4 967 783	5 414 883	5 902 223	6 197 334

Parametr	2007	2008	2009	2010	2011	2011 ⁺
Změna WC	345 243	376 316	410 184	447 100	487 340	295 111

3.5.3 Plán zisku před úroky a zdaněním

Hodnota EBIT byla určena následujícím způsobem: za rok 2007 se vycházelo z EBITU předchozího roku tj. 478 676 tis. Kč. K tomu se připočtou rezervy, které se v předešlém roce vytvořily ve výši 350 mil Kč, a předpokládá se, že v roce 2007 už nebudou v takové míře tvořeny. Tuto výslednou hodnotu zisku před zdaněním a úroky násobíme předpokládaným dvaceti procentním růstem a získáme hodnotu EBIT pro rok 2007. Následující roky 2008 až 2011 se počítá s tímto dvacetiprocentním růstem. Po roce 2011 je růst hodnoty EBIT plánován v nulové procentní míře (to z toho důvodu, že jeho výši po tomto roce lze obtížně kvantifikovat) a vychází z hodnoty pro rok 2011.

Tabulka 32 Plán zisku před zdaněním a úroky v tis Kč.

Parametr	2007	2008	2009	2010	2011	2011 ⁺
EBIT	994 411	1 193 293	1 431 952	1 718 342	2 062 010	2 062 010

3.5.4 Plán investic

V roce 2007 budou investice činit 260,5 mil. Kč. Každoročně, až do roku 2011, se budou zvyšovat o dvacet procent. Po roce 2011 (v tabulce označeno symbolem 2011⁺), je počítáno s hodnotou uvedenou v tabulce.

Tabulka 33 Plán investic v tis Kč.

Parametr	2007	2008	2009	2010	2011	2011 ⁺
Investice	260 500	312 600	375 120	450 144	540 172	594 190

3.5.5 Plán odpisů

Odpisy pro rok 2007 se odhadují ve výši 229,6 mil. Kč. Jejich růst je plánován až do roku 2011 patnácti procentní mírou. Po roce 2011 je plánována hodnota odpisů ve výši 441 729 tis. Kč.

Tabulka 34 Plán odpisů v tis Kč.

Parametr	2007	2008	2009	2010	2011	2011 ⁺
Odpisy	229 600	264 040	303 646	349 192	401 572	441 729

3.5.6 Výpočet hodnoty podniku

Výpočet hodnoty podniku bude proveden dvoufázově, kdy v první fázi se bude vycházet z peněžních toků za období 2007 - 2011, a ve druhé fázi se vychází z hodnot po roce 2011

označených jako 2011⁺. Součtem obou výsledků zjistíme hodnotu podniku brutto. Po odečtení cizích úročených zdrojů ke dni ocenění získáme tržní hodnotu podniku netto, která je cílem tohoto ocenění.

Tabulka 35 Výpočet hodnoty 1 fáze (v tis. Kč)

Peněžní toky	2007	2008	2009	2010	2011
EBIT	994 411	1 193 293	1 431 952	1 718 342	2 062 010
- Daň z příjmů(24%)	- 238 659	- 286 390	- 343 669	- 412 402	- 494 882
Zisk po zdanění	755 752	906 903	1 088 283	1 305 940	1 567 128
+ odpisy	229 600	264 040	303 646	349 192	401 572
-Investice	- 260 500	- 312 600	- 375 120	- 450 144	-540 172
- změna WC	- 345 243	- 376 316	- 410 184	- 447 100	- 487 340
FCFF	379 609	482 027	606 625	757 888	941 188
Diskontní faktor	1,12122	1,25713	1,40952	1,58039	1,77196
Diskontovaný FCFF	338 568	383 435	430 377	479 558	531 157
Hodnota první fáze	2 163 095				

Hodnota podniku ve druhé fázi bude určena podle Gordonova vzorce:

Tabulka 36 Výpočet hodnoty 2 fáze (v tis. Kč)

Peněžní toky	2011 ⁺
EBIT	2 062 010
- Daň z příjmů(24%)	- 494 882
Zisk po zdanění	1 567 128
+ odpisy	441 729
-Investice	- 594 190
- změna WC	- 295 111
FCFF	1 119 556
Diskontovaný FCFF podle Gordonova vzorce	5 212 156

Tržní hodnotu podniku vypočtenou metodou DCF ve variantě FCFF ukazuje následující tabulka:

Tabulka 37 Hodnota podniku (v tis. Kč)

Peněžní toky	
Hodnota 1 fáze	2 163 095
Hodnota 2 fáze	5 212 156
Celková hodnota podniku (brutto)	7 375 251
- Cizí úročené zdroje ke dni ocenění	0
Celková hodnota podniku (netto)	7 375 251

4 Závěr

V závěru této práce se pokusím o její rekapitulaci. Myslím že se mi podařilo splnit stanovené cíle, které jsem si vytyčil na začátku. Jednotlivá hodnocení mají vždy do jisté míry subjektivní nádech. Pokud bych mohl použít interní informace, které nejsou běžně dostupné, finanční analýza by byla mnohem přesnější. Ale i přesto si troufám říct, že se mi podařilo správně vystihnout situaci podniku a určit jeho hodnotu.

Je nutné poznamenat, že výpočet tržní hodnoty a sledování jeho vývoje musí být kontinuální proces, v rámci tzv. hodnotového managementu. S tím souvisí především důraz na komplexnost a celistvost pohledu na řízení hodnoty podniku. Každý činitel, faktor, proces, ovlivňuje hodnotu podniku a záleží jen na managementu, jakým způsobem tyto činitele bude řídit a ovlivňovat, aby hodnota podniku v čase rostla.

Nyní přejdu k zhodnocení cílů práce:

1) Zhodnocení dosavadní činnosti podniku

Hodnocení činnosti podniku jsem provedl v rámci finanční analýzy, která byla jedním z podkladů vypracování ocenění a vycházela z externích informací. Finanční analýza ukázala přednosti i nedostatky. Z těch nejdůležitějších předností bych zmínil absenci cizích úročených zdrojů, a tím i možnost dodatečného přílivu cizího kapitálu v případě potřeby. Z nedostatků uvedu především strukturu oběžných aktiv, mnoho finančních prostředků je vázáno v zásobách a krátkodobých pohledávkách. Další problém spočívá v řízení likvidity, která podle výkazů zvláště v roce 2006 pokulhává. Díky těmto skutečnostem pak vyplynulo (z bankrotního Altmanova indexu a bonitního Kralickova Quicktestu), že tento podnik balancuje mezi šedou zónou a prosperující firmou.

2) Nastínění teorie vztahující se k oceňování podniku

V metodologické části jsem zpracoval stručný souhrn teoretických poznatků vztahující se k určování hodnoty podniku. Uvedl jsem přehled metod, včetně zatím příliš nepoužívaného opčního přístupu. Teorie vztahující se k oceňování je samozřejmě mnohem širší. Díky tomu existuje také značná variabilita v postupu ocenění a výkladu výsledků. Záleží jen na oceňovateli, jakou metodiku použije a jaký způsobem ji bude aplikovat na zvolený podnik.

3) Stanovení tržní hodnoty podniku

Tržní hodnota podniku IVAX Pharmaceuticals, s. r. o. byla ke dni 20.7.2007 stanovena ve výši **7 375 251 000 Kč**. Ocenění bylo zpracováno metodou diskontovaných cash flow ve variantě FCFF (free cash flow to the firm). Tato metoda je především určena k stanovení

vnitřní hodnoty akcie u akciových společností. Prostřednictvím analogie, s mírnými úpravami, byla aplikována také na podnik IVAX Pharmaceuticals, s. r. o.

Spolu se zpracováním ocenění bylo zjištěno, že firma může zvýšit svou tržní hodnotu pomocí realizace následujících opatření:

- Zvyšování tržeb a snižování nákladů vytváří vyšší peněžní toky, které je pak možné do modelu diskontovaných cash flow započítat. S tím souvisí také změna v hospodaření podniku. Zde je nutné navázat na finanční analýzu a realizovat doporučení, která z analýzy vyplývají. Jednotlivé kroky pak povedou k zvyšování efektivity a rentability.
- Intenzivnější zavádění hodnotového managementu. Vycházelo by se především z komplexního přístupu identifikace a ovlivňování činitelů mající vliv na růst hodnoty podniku. Součástí tohoto konceptu je také formulace strategie, která bude tyto snahy vést.
- Dalším nezbytným předpokladem je vyhledávání synergických efektů, které napomohou zvýšit příjmy a následně hodnotu podniku.
- Využívání reálných opcí. V tomto případě jde o jejich identifikaci a řízení tak, aby bylo možné opční hodnotu připočíst k celkové hodnotě podniku.

Možností, jak ovlivnit tržní hodnotu podniku, je mnoho. Snaha o její maximalizaci by měla být jedním ze stěžejních pilířů práce managementu, a také ostatních zaměstnanců podniku. Podstatná je také kontinuita v čase, tzn., že je nutno hodnotu podniku sledovat neustále a ovlivňovat různými opatřeními.

Úplně nakonec bych chtěl podotknout, že firma IVAX Pharmaceuticals, s. r. o. má v sobě velký potenciál, aby svou tržní hodnotu zvýšila, ať už zvyšováním svých příjmů na jedné straně nebo dosahováním lepší hospodárnosti na straně druhé. Už nyní patří mezi významné podniky v České republice a v budoucnu může svou pozici značně vylepšit. Záleží na okolních podmínkách a především na podniku samotném.

5 Literatura

1. BREALEY, R. A., MYERS, S. C. *Teorie a praxe firemních financí*. Praha : Computer Press, 2000. ISBN 80-7226-189-4.
2. DAMODARAN, A. Damodaran on Valuation. *Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. New York : John Wiley & Sons, 1994. ISBN 0-471-01450-8.
3. DAMODARAN, A. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. New York : John Wiley, 2002. ISBN 0471414883.
4. DVOŘÁK, I., PROCHÁZKA, P. *Rizikový a rozvojový kapitál*. Praha : Management Press, 1998. ISBN 80-85943-74-3.
5. FOTR, J., DĚDINA, J., HRŮZOVÁ, H., *Manažerské rozhodování*. 3. upravené a rozšířené vydání. Praha : Ekopress, s.r.o., 2003. ISBN 80-86119-69-6.
6. GRÜNWARD, R. *Finanční analýza pro oceňování podniku*. Praha : IOM při VŠE Praha, 2000. ISBN 80-245-0032-9-7-1202.
7. HNILICA, J. *Risk management v nefinanční firmě*. 1. vydání. Praha : Nakladatelství Oeconomica, 2005. ISBN 80-245-0896-6.
8. KISLINGEROVÁ, E. a kol.. *Manažerské finance*. 1. vydání. Praha : C.H.Beck, 2004. ISBN 80-7179-802-9.
9. KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha : C.H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1.
10. KISLINGEROVÁ, E., HNILICA, J. *Finanční analýza. Krok za krokem*. Praha : Nakladatelství C. H. Beck, 2005. ISBN: 80-7179-321-3.
11. KISLINGEROVÁ, E., NEUMAIEROVÁ, I. *Vybrané příklady výkonnosti podniku*. Praha : VŠE, 1996. ISBN 80-7079-641-3.
12. RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi*. 1. vydání. Praha : GRADA Publishing, a.s., 2007. ISBN 978-80-247-1386-1.
13. SCHOLLEOVÁ, H. *Reálné opce* 1. vydání. Praha : nakladatelství Oeconomica, 2005. ISBN 80-245-0868-0.
14. SOUKUPOVÁ, J., HOREJŠÍ, B., MACÁKOVÁ, L., SOUKUP, J. *Mikroekonomie*. 3. doplněné vydání. Praha : Management Press, 2004. ISBN 80-7261-061-9.
15. SYNEK, M. a kol. *Manažerská ekonomika*. 2. přepracované a rozšířené vydání. Praha : Grada Publishing, spol.s.r.o., 2000. ISBN 80-247-9069-6.
16. Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů.

-
17. Vyhláška č. 540/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů.
 18. Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.
 19. Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů.
 20. Zákon č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty.
 21. Internetové adresy:
 - <http://www.ariadna.cz>
 - <http://www.cnb.cz>
 - <http://www.czso.cz>
 - <http://www.damodaran.cz>
 - <http://www.finance.cz>
 - <http://www.ivax.cz>
 - <http://www.justice.cz>
 - <http://www.mpo.cz>
 - <http://www.patria.cz>
 - <http://www.radce.cz>

6 Přílohy

Příloha 1 - Bilance aktiv za období 2002 až 2006 (v tis. Kč)

Tabulka 38 Aktiva podniku IVAX Pharmaceuticals s.r.o. za období 2002 až 2006 (v tis. Kč)

			2002	2003	2004	2005	2006
		AKTIVA CELKEM	4 585 633	4 780 867	5 187 676	5 735 237	6 321 531
A.		POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ ZÁKLADNÍ KAPITÁL	0	0	0	0	0
B.		DLOUHODOBÝ MAJETEK	1 971 605	1 889 248	1 753 441	1 618 385	1 532 592
B. I.		Dlouhodobý nehmotný majetek	64 528	53 372	44 687	87 700	74 598
B. I.	1	Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0
	2	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0
	3	Software	45 628	19 542	15 023	11 729	6 158
	4	Ocenitelná práva	14 726	21 189	23 428	69 089	61 834
	5	Goodwill	0	0	0	0	0
	6	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	3 804
	7	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	4 174	12 641	6 236	6 882	2 802
	8	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
B. II.		Dlouhodobý hmotný majetek	1 906 750	1 835 549	1 708 427	1 530 358	1 457 672
B. II.	1	Pozemky	84 326	84 102	83 746	83 767	83 767
	2	Stavby	771 183	759 284	743 965	715 396	683 512
	3	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	1 014 211	864 254	860 123	709 797	607 370
	4	Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0	0	0
	5	Základní stádo a tažná zvířata	0	0	0	0	0
	6	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	453	477	477	509	508
	7	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	27 140	123 952	16 729	15 339	70 690
	8	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	9 437	3 480	3 387	5 550	11 825
	9	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0	0	0	0	0
B. III.		Dlouhodobý finanční majetek	327	327	327	327	322
B. III.	1	Podíly v ovládaných a řízených osobách	322	322	322	322	322
	2	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
	3	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	5	5	5	5	0
	4	Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osoba, podstatný vliv	0	0	0	0	0
	5	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
	6	Požizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
	7	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0

C.		OBĚŽNÁ AKTIVA	2 580 404	2 864 700	3 394 150	4 022 176	4 758 559
C.	I.	Zásoby	1 001 241	949 982	1 264 248	1 819 643	1 837 049
C.	I.	1 Materiál	330 281	314 080	492 697	620 405	630 766
		2 Nedokončená výroba a polotovary	272 467	378 096	429 026	654 109	430 852
		3 Výrobky	366 411	220 780	304 845	441 298	654 771
		4 Zvířata	0	0	0	0	0
		5 Zboží	32 082	37 026	13 293	103 637	110 910
		6 Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	24 387	194	9 750
C.	II.	Dlouhodobé pohledávky	9 722	20 474	12 905	15 454	17 339
C.	II.	1 Pohledávky z obchodních vztahů	2 176	5 947	4 798	5 242	153
		2 Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	0	0	0	0	0
		3 Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
		4 Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0
		5 Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0	0
		6 Dohadné účty aktivní (nevyfakturované výnosy)	0	0	0	0	0
		7 Jiné pohledávky	2 675	2 133	1 588	720	289
		8 Odložená daňová pohledávka	4 871	12 394	6 519	9 492	16 897
C.	III.	Krátkodobé pohledávky	1 193 271	1 308 846	1 291 482	1 783 169	2 724 160
C.	III.	1 Pohledávky z obchodních vztahů	1 154 341	1 175 773	1 244 248	1 728 556	2 538 040
		2 Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	0	0	0	0	32 116
		3 Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
		4 Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0
		5 Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0
		6 Stát - daňové pohledávky	36 925	130 574	44 247	50 553	121 549
		7 Krátkodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0	26 202
		8 Dohadné účty aktivní (nevyfakturované výnosy)	0	0	0	0	0
		9 Jiné pohledávky	2 005	2 499	2 987	4 060	6 253
C.	IV.	Krátkodobý finanční majetek	376 170	585 398	825 515	403 910	180 011
C.	IV.	1 Peníze	3 583	2 258	1 103	4 547	384
		2 Účty v bankách	339 799	583 140	824 412	399 363	179 627
		3 Krátkodobé cenné papíry a podíly	32 788	0	0	0	0
		4 Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
D.		OSTATNÍ AKTIVA - PŘECHODNÉ ÚČTY AKTIV	33 624	26 919	40 085	94 676	30 380
D.	I.	Časové rozlišení	33 624	26 919	40 085	94 676	30 380
D.	I.	1 Náklady příštích období	33 624	26 919	37 895	43 471	29 829
		2 Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	0
		3 Příjmy příštích období	0	0	2 190	51 205	551

Příloha 2 - Bilance pasiv za období 2002 až 2006 (v tis. Kč)

Tabulka 39 Pasiva podniku IVAX Pharmaceuticals s.r.o. za období 2002 až 2006 (v tis. Kč)

			2002	2003	2004	2005	2006
PASIVA CELKEM			4 585 633	4 780 867	5 187 676	5 735 237	6 321 531
A.	VLASTNÍ KAPITÁL		4 098 968	4 175 849	4 433 059	4 692 826	4 956 817
A. I.	Základní kapitál		2 500 000	2 500 000	2 500 000	2 500 000	2 500 000
A. I.	1	Základní kapitál	2 500 000	2 500 000	2 500 000	2 500 000	2 500 000
	2	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	0	0	0	0	0
	3	Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0
A. II.	Kapitálové fondy		- 11 337	0	0	0	0
A. II.	1	Emisní ážio	0	0	0	0	0
	2	Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0
	3	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	- 11 337	0	0	0	0
	4	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	0	0	0	0	0
A. III.	Rezervní fondy, (<i>nedělitelný fond</i>) a ostatní fondy ze zisku		250 000	250 000	250 000	250 000	250 000
A. III.	1	Zákonný rezervní fond/ <i>Nedělitelný fond</i>	250 000	250 000	250 000	250 000	250 000
	2	Statutární a ostatní fondy	0	0	0	0	0
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let		1 024 683	1 360 305	1 103 157	1 315 004	1 942 826
	1	Nerozdělený zisk minulých let	1 024 683	1 360 305	1 103 157	1 315 004	1 942 826
	2	Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0	0
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+ / -)		335 622	65 544	579 902	627 822	263 991
B.	CIZÍ ZDROJE		474 110	587 320	738 756	982 318	1 335 277
B. I.	Rezervy		0	52 637	55 344	62 701	412 758
B. I.	1	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	0	0	0	0	0
	2	Rezerva na důchody a podobné závazky	0	0	0	0	0
	3	Rezerva na daň z příjmů	0	0	0	0	0
	4	Ostatní rezervy	0	52 637	55 344	62 701	412 758
B. II.	Dlouhodobé závazky		0	0	0	0	0
B. II.	1	Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
	2	Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0	0	0	0	0
	3	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
	4	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	0	0
	5	Přijaté zálohy	0	0	0	0	0
	6	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0
	7	Směnky k úhradě	0	0	0	0	0
	8	Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0

		(Nevyfakturované dodávky)					
	9	Jiné závazky	0	0	0	0	0
	10	Odložený daňový závazek	0	0	0	0	0
B.	III.	Krátkodobé závazky	474 110	534 683	683 412	919 617	922 519
B.	III.	1 Závazky z obchodních vztahů	330 997	437 938	473 545	502 414	799 384
	2	Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0	0	0	0	0
	3	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
	4	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	0	0
	5	Závazky k zaměstnancům	19 539	30 362	21 934	29 794	22 935
	6	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	10 019	12 478	14 235	12 440	10 728
	7	Stát - daňové závazky a dotace	78 375	6 146	126 703	123 208	9 709
	8	Přijaté zálohy	0	0	539	0	920
	9	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0
	10	Dohadné účty pasivní (Nevyfakturované dodávky)	33 050	41 301	45 934	251 364	78 477
	11	Jiné závazky	2 130	6 458	522	397	366
B.	IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0
B.	IV.	1 Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	0	0
	2	Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0
	3	Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0
C.		OSTATNÍ PASIVA - PŘECHODNÉ ÚČTY PASIV	12 555	17 698	15 861	60 093	29 437
C.	I.	Časové rozlišení	12 555	17 698	15 861	60 093	29 437
C.	I.	1 Výdaje příštích období	12 555	17 698	15 861	21 536	22 601
	2	Výnosy příštích období	0	0	0	38 557	6 836

Příloha 3 - Výkaz zisků a ztrát za období 2002 až 2006 (v tis. Kč)

Tabulka 40 Výkaz zisků a ztrát podniku IVAX Pharmaceuticals s.r.o. za období 2002 až 2006 (v tis. Kč)

				2002	2003	2004	2005	2006
	I.	1	Tržby za prodej zboží	91 957	135 999	85 159	262 298	367 649
A.		2	Náklady vynaložené na prodané zboží	37 677	57 033	46 359	211 679	342 146
	+		Obchodní marže	54 280	78 966	38 800	50 619	25 503
	II.		Výkony	3 269 270	3 013 728	4 033 046	4 600 286	4 810 144
	II.	1	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	3 290 796	3 034 278	3 886 194	4 198 591	4 710 410
		2	Změna stavu zásob vlastní činnosti	- 36 996	- 30 634	138 474	393 280	87 813
		3	Aktivace	15 470	10 084	8 378	8 415	11 921
B.			Výkonová spotřeba	2 025 337	1 794 005	2 129 252	2 639 613	2 776 696
B.		1	Spotřeba materiálu a energie	1 248 568	1 128 528	1 385 263	1 646 328	1 621 206
B.		2	Služby	776 769	665 477	743 989	993 285	1 155 490
	+		Přidaná hodnota	1 298 213	1 298 689	1 942 594	2 011 292	2 058 951
C.			Osobní náklady	477 972	542 999	593 594	658 754	588 882
C.		1	Mzdové náklady	355 839	409 691	449 065	495 722	442 041
C.		2	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	20	2 696	0	0	0
C.		3	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	111 920	119 764	133 160	148 834	132 051
C.		4	Sociální náklady	10 193	10 848	11 369	14 198	14 790
D.			Daně a poplatky	4 509	2 913	3 879	2 172	2 955
E.			Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	291 136	303 018	292 533	270 449	236 429
III.			Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	18 235	30 927	37 139	37 731	38 243
III.		1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	476	8 547	7 535	7 635	7 557
		2	Tržby z prodeje materiálu	17 759	22 380	29 604	30 096	30 686
F.			Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	23 977	32 336	46 050	22 766	28 983
F.		1	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	396	8 005	19 129	5 515	6 158
F.		2	Prodáný materiál	23 581	24 331	26 921	17 251	22 825
G.		1	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	3 697	41 333	- 12 132	103 266	472 357
IV.		2	Ostatní provozní výnosy	242 999	15 347	40 121	8 601	116 395
H.		1	Ostatní provozní náklady	87 108	109 101	84 473	148 494	174 938
V.		2	Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0
I.		1	Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0
*			Provozní výsledek hospodaření	671 048	313 263	1 011 457	851 723	709 045
VI.		1	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	50	55 637	0	0	0
J.		1	Prodáné cenné papíry a podíly	100	49 218	0	0	0
VII.			Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	1 965	0	0	0	0

			Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
VII.	1		Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	1 965	0	0	0	0
	2		Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
	3		Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
VIII.	1		Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0
K.	2		Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	2 672
IX.	1		Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0
L.	2		Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	- 24 756	0	0	0	0
M.	1		Výnosové úroky	3 185	4 519	8 424	11 888	8 180
X.	1		Nákladové úroky	0	0	0	0	0
N.	2		Ostatní finanční výnosy	99 200	87 602	133 016	116 734	72 241
XI.	1		Ostatní finanční náklady	266 265	282 032	326 686	107 930	313 462
O.	2		Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0
XII.	1		Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0
P.	2							
			Finanční výsledek hospodaření	- 137 209	- 183 492	- 185 246	20 692	-230 369
Q.			Daň z příjmů za běžnou činnost	198 217	64 227	246 309	265 559	214 685
Q.	1		- splatná	180 855	76 844	240 434	268 532	222 090
Q.	2		- odložená	17 362	- 12 617	5 875	- 2 973	- 7 405
			Výsledek hospodaření za běžnou činnost	335 622	65 544	579 902	606 856	263 991
**								
XIII.	1		Mimořádné výnosy	0	0	0	67 219	0
R.	2		Mimořádné náklady	0	0	0	38 886	0
			Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	7 367	0
S.	1		- splatná	0	0	0	7 367	0
S.	2		- odložená	0	0	0	0	0
			Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	20 966	0
*								
	1		Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	0	0	0	0	0
			Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	335 622	65 544	579 902	627 822	263 991

			Výsledek hospodaření před zdaněním	533 839	129 771	826 211	900 748	478 676

Příloha 4 - Výkaz cash - flow za období 2002 až 2005 (v tis. Kč)

Tabulka 41 Výkaz Cash-flow podniku IVAX Pharmaceuticals s.r.o. za období 2002 až 2006 (v tis. Kč)

			2002	2003	2004	2005	2006
			Peněžní toky z provozní činnosti				
Z.			533 839	129 771	826 211	872 415	478 676
			Výsledek hospodaření za běžnou činnost bez zdanění (+/-)				
A.	1.		282 770	369 993	298 253	363 852	790 783
			Úpravy o nepeněžní operace				
A.	1.	1.	291 517	323 056	306 544	274 595	236 429
			Odpisy stálých aktiv, pohledávek a opravné položky k nabytému majetku				
A.	1.	2.	- 3 566	- 11 976	- 14 168	95 908	122 302
			Změna stavu opravných položek				
A.	1.	3.	0	52 637	2 707	7 357	350 057
			Změna stavu rezerv				
A.	1.	4.	0	0	0	0	0
			Kurzové rozdíly				
A.	1.	5.	- 31	- 542	11 594	- 2 120	- 1 399
			(Zisk) / ztráta z prodeje stálých aktiv				
A.	1.	6.	- 3 185	- 4 519	- 8 424	- 11 888	- 8 180
			Úrokové náklady a výnosy				
A.	1.	7.	- 1 965	11 337	0	0	91 574
			Ostatní nepeněžní operace (např. přecenění na reálnou hodnotu do HV, přijaté dividendy)				
A	*		816 609	499 764	1 124 464	1 236 267	1 269 459
			Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, změnami pracovního kapitálu, placenými úroky a mimořádnými položkami				
A.	2.		- 219 343	199 466	- 322 909	- 920 021	- 967 251
			Změna stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu				
A.	2.	1.	114 332	52 187	- 307 046	- 613 381	- 139 840
			Změna stavu zásob				
A.	2.	2.	- 188 325	- 23 222	- 80 890	- 503 764	- 892 108
			Změna stavu obchodních pohledávek				
A.	2.	3.	0	32 732	36 498	- 86 162	0
			Změna stavu ostatních pohledávek a přechodných účtů aktiv				
A.	2.	4.	- 145 350	106 941	35 607	28 869	64 697
			Změna stavu obchodních závazků				
A.	2.	5.	0	30 828	- 7 078	254 417	0
			Změna stavu ostatních závazků, krátkodobých úvěrů a přechodných účtů pasiv				
A	**		597 266	699 230	801 555	316 246	302 208
			Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, placenými úroky a mimořádnými položkami				
A.	3.	1	0	0	0	0	0
			Placené úroky				
A.	4.	1	- 198 217	- 230 643	- 35 231	- 278 748	- 379 493
			Placené daně				
A.	5.	1	0	0	0	28 333	0
			Příjmy a výdaje spojené s mimořádnými položkami				
A	***		399 049	468 587	766 324	65 831	- 77 285
			Čistý peněžní tok z provozní činnosti				
			Peněžní toky z investiční činnosti				
B.	1.	1	- 217 091	- 239 637	- 169 354	- 163 964	-129 356
			Výdaje spojené s pořízením stálých aktiv				
B.	2.	1	527	8 547	7 535	7 635	7 557
			Příjmy z prodeje stálých aktiv				
B.	3.	1.	0	0	0	0	-32 116
			Poskytnuté půjčky a úvěry				
B.	4.	1	3 185	4 519	8 424	11 888	7 301
			Přijaté úroky				
B.	5.	1	1 965	0	0	0	0
			Přijaté dividendy				
B	***		- 211 414	- 226 571	- 153 395	- 144 441	-146 614
			Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti				
			Peněžní toky z finanční činnosti				
C.	1.		- 1 045	0	- 50 120	25 060	0
			Změna stavu dlouhodobých				

			závazků a dlouhodobých, příp. krátkodobých, úvěrů					
C.	2.	1.	Dopady změn základního kapitálu na peněžní prostředky	0	0	0	0	0
C.	2.	2.	Vyplacené dividendy nebo podíly na zisku	0	0	- 322 692	- 368 055	0
C.	2.	3.	Dopad ostatních změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky	0	0	0	0	0
C	***		Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	- 1 045	0	- 372 812	- 342 995	0
F.			Čisté zvýšení, resp. snížení peněžních prostředků	186 590	242 016	240 117	- 421 605	- 223 899
P.			Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku účetního období	156 792	343 382	585 398	825 515	403 910
R.			Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci účetního období	343 382	585 398	825 515	403 910	180 011