VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE

Fakulta financí a účetnictví

Diplomová práce

2019 Bc. Luboš Martinák

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE

Fakulta financí a účetnictví

katedra financí a oceňování podniku



Název diplomové práce:

Ocenění společnosti GENNET, s. r. o.

Vypracoval: Bc. Luboš Martinák

Vedoucí práce: Ing. Tomáš Brabenec, Ph.D., LL.M.

Rok obhajoby: 2019

Čestné prohlášení:

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma „Ocenění společnosti GENNET, s. r. o.“ vypracoval samostatně a veškerou použitou literaturu jsem řádně označil a uvedl v přiloženém seznamu.

V Praze dne 11. ledna 2019

Bc. Luboš Martinák

Poděkování

Tímto bych rád poděkoval Ing. Tomáši Brabencovi, Ph.D., LL.M. za ochotu vést moji diplomovou práci a za cenné rady a připomínky v průběhu psaní této práce.

Dále bych chtěl poděkovat své partnerce a své rodině za veškerou podporu, které se mi od nich během celého studia dostalo.

Název diplomové práce:

Ocenění společnosti GENNET, s. r. o.

Abstrakt:

Předmětem diplomové práce je stanovení tržní hodnoty vlastního kapitálu společnosti GENNET, s. r. o. k datu ocenění 31. 12. 2017. Práce není tvořena metodickou a praktickou částí, jak bývá obvyklé, ale tvoří jeden celek, ve kterém je použitá metodologie vysvětlována průběžně. První část diplomové práce je tvořena identifikací a samotným popisem oceňované společnosti. Další část obsahuje strategickou a finanční analýzu společnosti a zhodnocení, zda společnost splňuje předpoklad „going concern“. Dále jsou analyzovány generátory hodnoty, ze kterých je následně vytvořen finanční plán, plán rozvahy a plán výkazu cashflow. V rámci poslední kapitoly je provedeno samotné ocenění společnosti výnosovou metodou DCF equity. Jako druhá (podpůrná) metoda byla zvolena metoda tržního porovnání. Na závěr je na základě zvolených předpokladů a metodologie stanoven interval tržní hodnoty oceňované společnosti k datu ocenění.

Klíčová slova:

Gennet, ocenění podniku, asistovaná reprodukce, strategická analýza, metoda DCF, finanční plán, metoda tržního porovnání

Title of the Master's Thesis

Valuation of the company GENNET, s. r. o.

Abstract:

The thesis aims to determine the market value of equity of the company GENNET, s. r. o. as of December 31st, 2017. The thesis does not consist theoretical and practical as it is usual. The thesis is complexed unit where the concept and methods are explained straight away. First part of the thesis consists the introduction of the company in terms of its operations, history and ownership. Next part consists strategical and financial analysis, which aims to determine whether the "going concern" is fulfilled. The output of the chapter Value drivers is financial plan, balance statement plan and cashflow plan. The final chapter contains valuation using DCF method. As the secondary method of valuation was chosen the market comparison. In the final step is determined the interval of the market value of the company as of the valuation date.

Keywords:

Gennet, business valuation, assisted reproduction, strategical analysis, DCF method, financial plan, market comparison method

OBSAH

ÚVOD 1
1 Zadání 2
1.1 Předmět ocenění 2
1.2 Účel a datum ocenění 2
1.3 Báze hodnoty 2
1.4 Podklady k ocenění 2
2 Základní informace o společnosti 3
2.1 Základní identifikace 3
2.2 Vlastnická struktura a majetkové účasti 3
2.3 Historie 4
2.4 Podnikatelská činnost 4
3 Strategická analýza 5
3.1 Relevantní trh a jeho prognóza 5
3.1.1 Vymezení relevantního trhu 5
3.1.2 Charakteristika relevantního trhu 5
3.1.3 Odhad velikosti relevantního trhu 6
3.1.4 Analýza atraktivity relevantního trhu 10
3.1.5 Prognóza vývoje relevantního trhu 12
3.2 Analýza vnitřního potenciálu 16
3.2.1 Dosavadní vývoj tržního podílu 16
3.2.2 Identifikace hlavních konkurentů 17
3.2.3 Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly 18
3.2.4 Predikce vývoje tržního podílu 19
3.3 Prognóza tržeb oceňované společnosti 20
4 Finanční analýza 21
4.1 Finanční analýza jako nástroj 21
4.2 Vstupní data 22
4.3 Analýza účetních výkazů 23
4.3.1 Aktiva 23
4.3.2 Pasiva 26
4.3.3 Výkaz zisku a ztráty 27
4.4 Analýza poměrových ukazatelů 29
4.4.1 Rentabilita 29
4.4.2 Ukazatele likvidity 31
4.4.3 Ukazatele zadluženosti 32
4.5 Závěr finanční analýzy 33
5 Aktiva provozně nutná 34
5.1 Vyčlenění neprovozních aktiv 34
5.2 Vyčlenění neprovozních závazků a úročených dluhů 35

5.3 Provozně nutný investovaný kapitál 36
5.4 Korigovaný provozní výsledek hospodaření 37
6 Prognóza generátorů hodnoty 39
6.1 Tržby 39
6.2 Provozní zisková marže 40
6.2.1 Prognóza ziskové marže shora 40
6.2.2 Prognóza ziskové marže zdola 42
6.2.3 Závěr k prognóze ziskové marže 47
6.3 Investice do pracovního kapitálu 48
6.3.1 Obvyklá výše pracovního kapitálu 48
6.3.2 Prognóza jednotlivých položek pracovního kapitálu 49
6.3.3 Závěr k analýze investic do pracovního kapitálu 53
6.4 Investice do dlouhodobého majetku 54
6.4.1 Investice konkurenčních společností 54
6.4.2 Investice do dlouhodobého nehmotného majetku 55
6.4.3 Investice do dlouhodobého hmotného majetku 57
6.4.4 Závěr k investicím do dlouhodobého majetku 58
6.5 Plán financování 60
7 Finanční plán 61
7.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty 61
7.2 Plánovaný výkaz cashflow 61
7.3 Plánovaná rozvaha 62
7.4 Finanční analýza plánu 63
8 Ocenění společnosti 67
8.1 Ocenění neprovozního majetku 67
8.2 Ocenění výnosovou metodou 67
8.2.1 Volné peněžní toky 68
8.2.2 Stanovení diskontní míry 68
8.2.3 Pokračující hodnota 71
8.2.4 Stanovení hodnoty metodou DCF equity 72
8.2.5 Analýza vlivu kapitálové struktury na hodnotu Společnosti 73
8.3 Metoda tržní komparace 75
8.3.1 Metoda srovnatelných podniků 75
8.3.2 Metoda srovnatelných transakcí 77
8.4 Souhrnné ocenění 79
Závěr 81
Seznam použitých zdrojů 83
Seznam tabulek a grafů 85
Seznam použitých zkratek 89
Přílohy 90

ÚVOD

Oceňování podniku je disciplínou, která se začala v České republice rozšiřovat po liberalizaci trhů na začátku devadesátých let 20. století. Znalostí problematiky oceňování by kromě ekonomických znalců měli disponovat i manažeři společností. Stanovení hodnoty společností může být vyžadováno čistě z legislativních důvodů v rámci přeměn společností nebo při akvizičních procesech.

Diplomová práce má za cíl stanovit tržní hodnotu společnosti Gennet, s. r. o. k datu 31. 12. 2017, tedy k datu poslední dostupné účetní závěrky vzhledem k termínu dokončení diplomové práce.

Oceňovaná společnost působí v odvětví asistované reprodukce a provozuje tři kliniky tohoto druhu. Dvě kliniky jsou provozovány v Praze a jedna v Liberci. K datu ocenění je společnost součástí koncernu Synbiol a eviduje tři majetkové účasti.

Diplomová práce je sepsána z veřejně dostupných dat ve formě znaleckého posudku a předpokládá se, že čtenář diplomové práce má alespoň základní povědomí o problematice oceňování. První kapitoly jsou věnovány základnímu popisu oceňované společnosti a je vymezen znalecký úkol z hlediska předmětu a účelu ocenění a zejména báze hodnoty.

Navazující kapitolou je strategická analýza, ve které je analyzován trh asistované reprodukce, pozice oceňované společnosti na trhu a na závěr je provedena predikce tržeb oceňované společnosti pro horizont pěti let. Finanční analýza pak odhaluje vývoj stěžejních účetních položek a analyzuje poměrové ukazatele v komparaci s hlavními konkurenčními společnostmi na relevantním trhu. Na závěr finanční analýzy je nutné potvrdit, zda podnik disponuje možností neomezeného trvání, tedy principu going concern.

Na výsledky finanční a strategické analýzy navazuje prognóza generátorů hodnoty, na jejichž základě je následně determinován finanční plán podniku v podobě rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu cashflow. Samotné ocenění společnosti je provedeno pomocí metody výnosové a metody tržní komparace. Na závěr je pak stanovena tržní hodnota, resp. interval hodnoty oceňované společnosti k datu 31. 12. 2017.

1 ZADÁNÍ

1.1 PŘEDMĚT OCENĚNÍ

Předmětem ocenění je 100% podíl ve společnosti GENNET, s. r. o., IČO: 270 80 234, se sídlem Kostelní 9/292, PSČ 170 00 Praha 7 (dále také „Společnost“ nebo „Gennet“).

1.2 ÚČEL A DATUM OCENĚNÍ

Účelem ocenění je odhad tržní hodnoty vlastního kapitálu pro interní účely jediného společníka k datu ocenění 31. 12. 2017 (dále také „Datum ocenění“).

1.3 BÁZE HODNOTY

Pod pojmem hodnota je v rámci této diplomové práce uvažováno s tržní hodnotou dle Standardu 1 IVS 2005 a IVS 2011, kde:

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“ (Mařík 1, 2011, str. 22).

1.4 PODKLADY K OCENĚNÍ

Ocenění společnosti Gennet je provedeno na základě veřejně dostupných informací. V rámci zpracování diplomové práce nedošlo ke komunikaci se zástupci oceňované společnosti.

Diplomová práce tak vychází z předpokladu, že informace získané z veřejně dostupných zdrojů jsou věrohodné a správné.

2 ZÁKLADNÍ INFORMACE O SPOLEČNOSTI

V této části diplomové práce je přistoupeno k bližší identifikaci oceňované Společnosti včetně popisu historického vývoje a popisu podnikatelské činnosti, přičemž tak bylo učiněno na základě údajů, které byly k Datu ocenění získány z výročních zpráv a jiných veřejně dostupných zdrojů.

2.1 ZÁKLADNÍ IDENTIFIKACE[1]

Obchodní firma:	GENNET, s. r. o.
IČO:	270 80 234
Sídlo:	Kostelní 9/292, PSČ 170 00 Praha 7
Právní forma:	společnost s ručením omezeným
Datum zápisu:	18. srpna 2003
Základní kapitál:	5 040 000 Kč

Předmět podnikání:

- Poskytování zdravotní péče v nestátním zdravotnickém zařízení
- Výroby, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona

Statutární orgán:

Jednatel:	MUDr. Matěj Stejskal
Jednatel:	Mgr. Miroslav Janov
Způsob jednání:	Jednatelé zastupují společnost společně. Jednatelé podepisují za společnost tak, že připojí svůj podpis k obchodní firmě společnosti

Společníci:

Společník:	FutureLife, a. s. Na příkopě 859/22, Nové Město, 110 00 Praha 1 IČO: 026 25 067 Obchodní podíl: 100 %

2.2 VLASTNICKÁ STRUKTURA A MAJETKOVÉ ÚČASTI

Jediným společníkem Společnosti je se 100% podílem společnost FutureLife a. s., IČO: 026 25 067, se sídlem Na příkopě 859/22, Nové Město, 110 00 Praha 1 (dále také „FL“), jež je k Datu ocenění součástí koncernu Synbiol, a. s. Koncern Synbiol, a. s. je spolu s koncernem Agrofert, a. s. k Datu ocenění součástí svěřenského fondu AB private trust I, jehož zakladatelem je předseda Vlády České republiky Ing. Andrej Babiš.

K Datu ocenění eviduje společnost tři majetkové účasti. Jedná se o společnosti Gennet Lab s. r. o., City Fertility Limited a Archa Projekt s. r. o.

[1] Dostupné z: https://www.justice.cz/

2.3 HISTORIE

Oceňovaná společnost Gennet byla zapsána do obchodního rejstříku 18. srpna 2003. Společnost je jedním z hlavních představitelů velkého rozmachu asistované reprodukce v České republice. Společnost Gennet byla původně jedním z předních center pro genetiku a fetální medicínu, jež se zabývá diagnostikou vrozených vad a léčbou plodu. V roce 2005 byla Společnost rozšířena o oddělení asistované reprodukce.

Dle obchodního rejstříku byla od roku 2003 do roku 2007 jediným společníkem Společnosti společnost GENNET CZ, s. r. o. Následně došlo v rámci rozdělení odštěpením mateřské společnosti k převodu podílu ve Společnosti na nástupnickou společnost Asset MGT. V roce 2015 akvírovala oceňovanou společnost Gennet společnost FL, jež je zároveň, jak již bylo zmíněno výše, 100% vlastníkem Společnosti k Datu ocenění.

2.4 PODNIKATELSKÁ ČINNOST

Hlavní specializací společnosti Gennet jsou obory gynekologie a asistované reprodukce. Dle internetových stránek oceňované Společnosti činí celkový počet cyklů asistované reprodukce, které byly uskutečněny na jednotlivých klinikách, téměř 5 tis.[2] Úspěšnost léčby potíží s početím u Společnosti činí více než 40 %. Příjmy společnosti plynou jednak od pojišťovny (u pojištěných pacientů), ale i od samoplátců.

Společnost provozuje k Datu ocenění celkem 3 kliniky asistované reprodukce. Dvě kliniky se nacházejí v Praze, přičemž jedna klinika je provozována na Letné a druhá klinika je provozována v centru hlavního města v ulici Na Poříčí. Třetí klinika je provozována na severu České republiky v Liberci.

Celkový počet zaměstnanců společnosti Gennet činí k Datu ocenění 251. Vzhledem k předchozímu hospodářskému roku tak došlo k nárůstu počtu zaměstnanců o 36.

[2] Dostupné z: https://www.gennet.cz/

3 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Strategická analýza představuje klíčový výchozí bod pro samotné ocenění a stanovení tržní hodnoty podniku. Výsledkem analýzy by měly být tři základní odpovědi na otázky: (Mařík 1, 2011, s. 57)

- Jaké jsou perspektivy podniku z dlouhodobého hlediska;
- Jaký vývoj relevantního trhu, konkurence a především vývoj podnikových tržeb lze očekávat v souvislosti s předchozí otázkou;
- Jaká rizika jsou spojena s podnikem a případně očekávaným vývojem.

3.1 RELEVANTNÍ TRH A JEHO PROGNÓZA

3.1.1 VYMEZENÍ RELEVANTNÍHO TRHU

Relevantním trhem pro oceňovanou společnost Gennet je asistovaná reprodukce, která je vykonávána na území České republiky. Zákazníky jsou ovšem nejen občané České republiky, ale i cizinci zejména evropských národností. Za konkurenční společnosti lze považovat všechny kliniky asistované reprodukce figurující na území ČR.

3.1.2 CHARAKTERISTIKA RELEVANTNÍHO TRHU

Tržby společností pohybujících se na relevantním trhu jsou tvořeny léčbou neplodnosti v podobě tzv. cyklů, jejichž cílem je otěhotnět za pomoci metod asistované reprodukce. Mimo těchto cyklů jsou důležité i další příjmy související s péčí před a po zákrocích. Metod léčby neplodnosti je celá řada. Mezi nejvíce rozšířenou metodu patří tzv. IVF neboli oplození vajíčka mimo tělo ženy.

Potenciál relevantního trhu lze odvodit ze základních faktů, kterými je zvyšující se počet žen, které rodí v pozdějším věku, a také vývoj v oblasti genetické medicíny. V roce 1989 byl průměrný věk prvorodiček 23 let. V roce 2017 směřuje věk prvorodiček ke třicítce.[3] Relevantní trh v ČR tak, jak byl vymezen, navíc disponuje velmi příznivými legislativními podmínkami. Česká republika je jednou z mála evropských zemí, kde je umožněno tzv. anonymní dárcovství, tedy dárcovství spermatu či vajíček bez znalosti identity dárce. Velká část celkového obratu je tak tvořena příjmy od cizinců, kteří pomocí tzv. medikálního turismu využívají služeb asistované reprodukce v České republice. Jedněmi z hlavních aspektů medikálního turismu jsou zmíněné mírné legislativní podmínky a cenová dostupnost. Cena za jeden cyklus se v České republice pohybuje okolo 80 tis. Kč. V západních zemích, kupříkladu ve Velké Británii, se cena za jeden cyklus pohybuje až okolo 200 tis. Kč.

Zdravotní pojišťovny hradí ženám léčbu neplodnosti do 39 let věku včetně. V pozdějším věku si musí ženy hradit léčbu neplodnosti samy. K zamyšlení je pak motivace jednotlivých klinik k úspěšnému otěhotnění. Vyšší počet neúspěšných cyklů implikuje vyšší počet hrazených cyklů od pacientů či pojišťoven (max. 4) a vyšší tržby. Na druhou stranu je zde riziko, že se pacient po neúspěšných cyklech přesune ke konkurenční společnosti.

[3] Dostupné z: https://www.lidovky.cz/domov/z-asistovane-reprodukce-se-stal-vynosny-byznys-tvrdi-kritici.A160605_113239_ln_domov_mct

3.1.3 ODHAD VELIKOSTI RELEVANTNÍHO TRHU

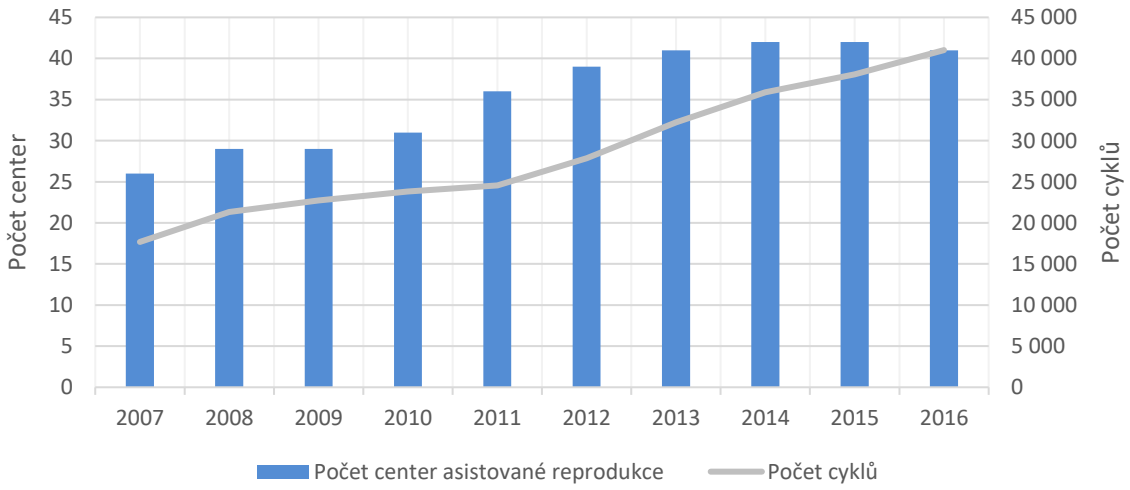
Relevantním trhem je s ohledem na předmět činnosti společnosti Gennet trh asistované reprodukce. Geografickým vymezením je území České republiky, neboť veškeré tržby jsou generovány právě na území ČR. Je však třeba přihlédnout k faktu, že část klientely společnosti je ze zahraničí. Následující analýza vychází především z informací Národního registru asistované reprodukce (dále také „NRAR“), jenž je součástí Ústavu zdravotnických informací a statistiky (dále také „ÚZIS“).

3.1.3.1 CELKOVÝ POČET CYKLŮ A SUBJEKTŮ NA RELEVANTNÍM TRHU

Počet center zabývajících se asistovanou reprodukcí poměrně významně roste. Mezi lety 2007 až 2016 byl zaznamenán v rámci České republiky 57,7% nárůst z celkového počtu 26 center na 41. (NRAR, 2018, s. 15)

Společně s růstem počtu center asistované reprodukce přirozeně přibývá také počet cyklů. Údaje vycházejí z počtu veškerých zákroků hlášených do NRAR. Mezi lety 2007 až 2016[4] se počet cyklů více než zdvojnásobil. Průměrné meziroční tempo růstu cyklů (měřené aritmetickým průměrem) činilo 9,9 %. V roce 2007 bylo uskutečněno téměř 18 tisíc cyklů. V roce 2016 překročil počet cyklů 41 tisíc.

Graf 1: Vývoj počtu center asistované reprodukce a počtu cyklů IVF



Zdroj: ÚZIS ČR, NRAR – Asistovaná reprodukce v ČR 2016, vlastní zpracování

Rostoucí poptávka po službách center asistované reprodukce je dána zvyšujícím se počtem párů s diagnostikovanou neplodností. Problém s neplodností má až pětina párů. Počet dětí narozených pomocí asistované reprodukce tak poměrně významně roste, což je dáno pokrokem v oblasti genetiky a vyšším počtem žen, které se snaží o početí v pozdějším věku.

Významným aspektem vyšší poptávky po asistované reprodukci v ČR je také příliv zahraničních klientů, kteří zde mohou očekávat nadstandardní kvalitu oboru v České republice, ovšem za výrazně

[4] K datu sepsání diplomové práce jsou k dispozici nejaktuálnější data za rok 2016

nižší ceny než v západních zemích. Hustota center asistované reprodukce v ČR je v přepočtu na obyvatele nejvyšší v Evropě.

Na druhou stranu v posledních sledovaných letech počet center asistované reprodukce příliš nerostl. Otázkou tedy je, zda z hlediska počtu klinik není trh již nasycený. Tuto domněnku příliš nepodporuje dynamika vývoje počtu cyklů IVF, jejichž počet výrazně roste i přes stagnaci přírůstku nových center.

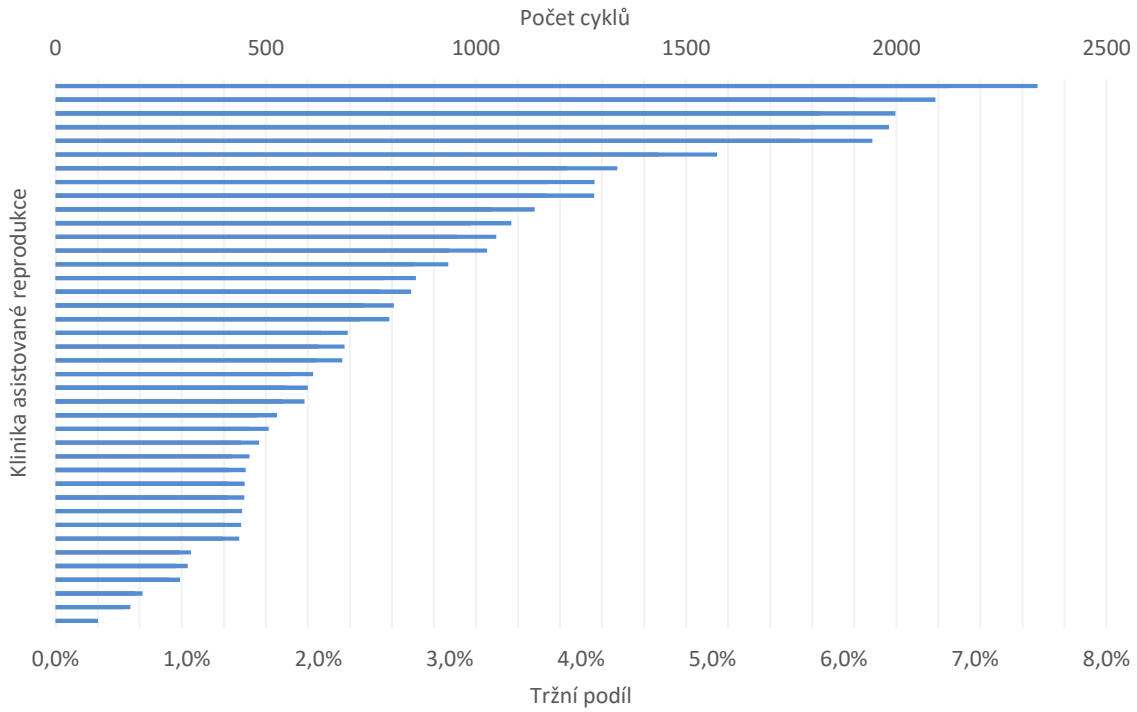
Tabulka 1: Vývoj počtu klinik asistované reprodukce a počtu cyklů IVF

Vývoj počtu klinik asistované reprodukce a počtu cyklů	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Dynamika růstu počtu klinik	11,5 %	0,0 %	6,9 %	16,1 %	8,3 %	5,1 %	2,4 %	0,0 %	-2,4 %
Dynamika růstu počtu cyklů	20,6 %	6,5 %	4,8 %	3,2 %	13,6 %	15,7 %	11,3 %	6,1 %	7,7 %
Dynamika vývoje počtu cyklů na kliniku	8,1 %	6,5 %	-2,0 %	-11,2 %	4,8 %	10,0 %	8,6 %	6,1 %	10,3 %

Zdroj: ÚZIS ČR, NRAR – Asistovaná reprodukce v ČR 2016, vlastní zpracování

V následujícím grafu je znázorněn počet cyklů, který byl v jednotlivých centrech asistované reprodukce realizován (NRAR, 2018, s. 16). Na spodní ose grafu je zobrazen podíl jednotlivých klinik na celkovém počtu všech cyklů, které proběhly na území České republiky v roce 2016. Horní osa pak reprezentuje počet cyklů, které byly v rámci jednoho roku uskutečněny v dané klinice asistované reprodukce.

Graf 2: Počet cyklů s cílem otěhotnět uskutečněný v jednotlivých centrech a jejich tržní podíl



Zdroj: ÚZIS ČR, NRAR – Asistovaná reprodukce v ČR 2016, vlastní zpracování

Jednotlivé kliniky mají povinnost vůči NRAR reportovat, kolik cyklů bylo v daném centru provedeno. NRAR ovšem v ročence sděluje pouze označení daného centra a nikoli název. Důležité je zde také zmínit, že různé společnosti figurující na daném trhu vlastní více klinik. V grafu výše je alespoň

zřejmé, že nejvyšší tržní podíl, kterého je v rámci jednotlivých klinik dosaženo, činí 7,5 %. Průměrná výše tržního podílu jedné kliniky činí 2,5 %.

3.1.3.2 CELKOVÝ OBRAT NA RELEVANTNÍM TRHU

1) Stanovení celkového obratu na základě dat z databáze Amadeus

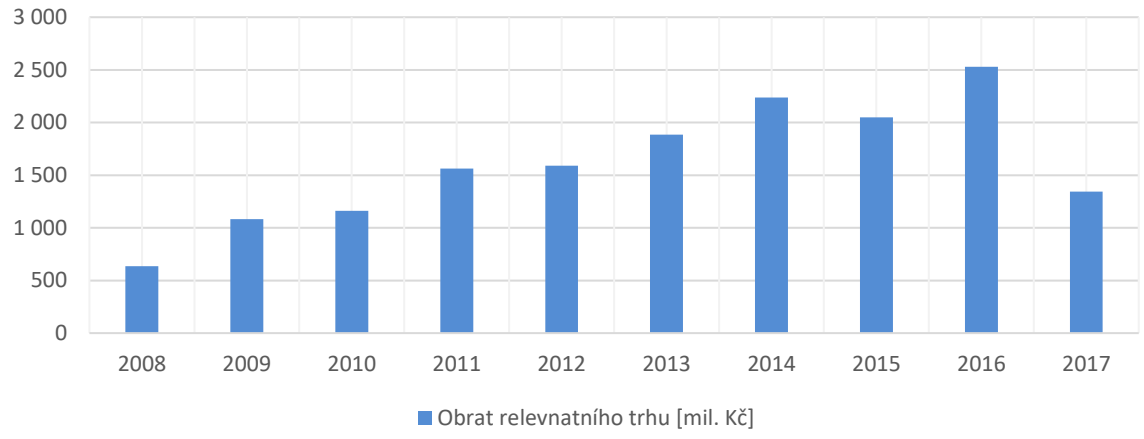
Pro stanovení celkového obratu je využita databáze Amadeus. Problémem ovšem je nalezení relevantního NACE, tedy kódu klasifikace ekonomických činností. Centra asistované reprodukce jsou součástí skupiny NACE 8622, jež představuje specializovanou ambulantní zdravotní péči. Při vyhledávání daného NACE bylo nalezeno v databázi Amadeus několik tisíc subjektů. Počet společností figurující na relevantním trhu a vlastnicí centra asistované reprodukce ovšem čítá okolo desítek.

Na základě výše uvedeného bylo přistoupeno k stanovení celkového obratu relevantního trhu na základě zadání všech subjektů, které se pohybují v odvětví asistované reprodukce. (NRAR, 2018, s. 52) Tento výčet je součástí příloh.

Celkový obrat relevantního trhu činil v roce 2016 více než 2,5 mld. Kč. Problémem ovšem je, jak to již u obdobných analýz bývá, relevantnost dat. Kupříkladu v roce 2017 činil obrat relevantního trhu pouze 1,3 mld. Kč. Důvodem je fakt, že pouze 7 společností uveřejnilo účetní závěrku za rok 2017 a je tak součástí sady dat. O rok dříve totiž uveřejnilo účetní závěrku 23 subjektů.

Dalším problémem při stanovení celkové velikosti relevantního trhu na základě této analýzy je fakt, že součástí výčtu subjektů, které se pohybují v rámci asistované reprodukce, jsou i kupříkladu nemocnice. Vyčlenit z obratu jednotlivých nemocnic tržby související s asistovanou reprodukci je prakticky nemožné.

Graf 3: Vývoj celkového obratu relevantního trhu dle databáze Amadeus [mil. Kč]



Zdroj: Databáze Amadeus, vlastní zpracování

Tabulka 2: Stanovení obratu relevantního trhu dle databáze Amadeus

Stanovení obratu relevantního trhu	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Obrat relevantního trhu [mil. Kč]	**637**	**1 083**	**1 162**	**1 563**	**1 589**	**1 886**	**2 238**	**2 049**	**2 529**	**1 344**
Počet subjektů	14	21	22	25	28	28	26	21	22	7

Zdroj: Databáze Amadeus, vlastní zpracování

2) Stanovení celkového obratu na základě počtu cyklů IVF

Mírně přesnější stanovení relevantního trhu by mohlo být realizováno na základě násobku odhadu ceny za jeden cyklus IVF a celkového počtu uskutečněných cyklů dle NRAR. Neznámou v tomto případě je ovšem průměrná cena za jeden cyklus. Důležitým aspektem je také fakt, že do této ceny se nepromítá pouze počet cyklů s cílem otěhotnět, ale také různá vyšetření před a po provedení cyklu, ceny medikamentů, které je nutné užívat a celá řada dalších služeb.

Dalším důležitým aspektem je fakt, že pojišťovny zpravidla hradí 3 až 4 cykly IVF, pokud bylo v prvních dvou pokusech požito pouze jedno embryo. To se týká žen mezi 22. a dosaženým 39. rokem (u VZP je horní věková hranice 40. rok).

Stanovení průměrné ceny tak je velmi složité. Na základě výše uvedeného bylo přistoupeno k odhadu průměrné ceny za cyklus (vč. zmíněných vyšetření, medikamentů ad.) na úrovni 65 tis. Kč v roce 2007. Tato částka byla odhadnuta v souladu s analýzou ceníku služeb vybraných konkurenčních společností v roce 2017. Následně je voleno dvouprocentní meziroční inflační tempo růstu až do roku 2016 (poslední známý počet cyklů v daném roce dle NRAR). Inflační tempo růstu je voleno dle cílové inflace České národní banky (dále „ČNB“). Ač jsem si vědom, že inflační růst mohl být a pravděpodobně byl v daném odvětví zcela odlišný, považuji daný přístup vzhledem k nedostatku dat za nejlepší možný odhad, přestože inflace ve sledovaných letech nedosahovala 2% růstu.

3) Synergie obou přístupů

Odhad ve výši 65 tis. Kč za cyklus v roce 2007 byl stanoven v souladu s výší celkového obratu stanoveného na základě dat z databáze Amadeus. Kupříkladu v roce 2012 a 2013, kdy je součástí databáze nejvyšší počet subjektů, které zveřejnily své výsledky, činil obrat relevantního trhu 1,59 mld. Kč, resp. 1,89 mld. Kč. Obrat relevantního trhu stanovený na základě násobku odhadnuté částky za cyklus a násobku počtu cyklů činí v roce 2012 více než 2,00 mld. Kč a v roce 2013 více než 2,36 mld. Kč.

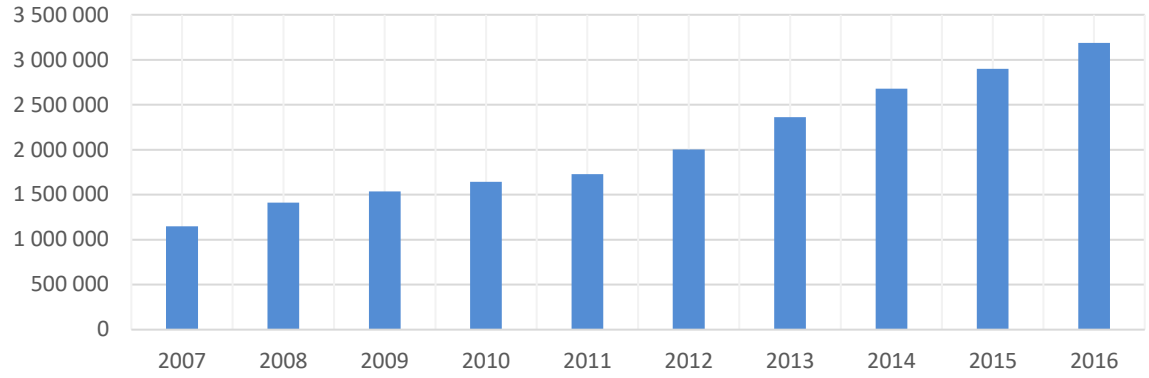
Rozdíl v obou přístupech si vysvětluji jednak faktem, že ne všechny společnosti zabývající se asistovanou reprodukcí zveřejňují své účetní závěrky a zároveň poskytovatelem těchto služeb jsou také nemocnice, u kterých nelze zcela vyčíslit podíl daného segmentu tržeb na celkovém obratu. Následující tabulka a graf reflektují odhadovanou velikost obratu v rámci relevantního trhu.

Tabulka 3: Stanovení obratu relevantního trhu [tis. Kč]

Stanovení celkové velikosti relevantního trhu [tis. Kč]	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
Vývoj počtu cyklů	17 682	21 316	22 707	23 798	24 550	27 879	32 245	35 875	38 081	41 017
Průměrná cena/cyklus	65	66	68	69	70	72	73	75	76	78
Celková velikost trhu	**1 149 330**	**1 413 251**	**1 535 584**	**1 641 551**	**1 727 291**	**2 000 743**	**2 360 352**	**2 678 591**	**2 900 167**	**3 186 242**

Zdroj: NRAR, databáze Amadeus, vlastní zpracování

Graf 4: Stanovení obratu relevantního trhu [tis. Kč]



Zdroj: NRAR, databáze Amadeus, vlastní zpracování

3.1.4 ANALÝZA ATRAKTIVITY RELEVANTNÍHO TRHU

U analýzy atraktivity trhu jsou hodnocena jednotlivá kritéria z hlediska poptávky po produktech (službách) a možnosti jejich prodeje na relevantním trhu. Jednotlivé faktory jsou analyzovány z hlediska rizika na úrovni 0 až 6, přičemž hodnota 6 je spojena s nejnižším rizikem, a tedy nejvyšší atraktivitou trhu. Zároveň jsou jednotlivé faktory ohodnoceny vahou (1 až 3), která jim je v rámci celkového hodnocení atraktivity trhu přikládána. (Mařík 1, 2011, s. 63)

3.1.4.1 ZHODNOCENÍ JEDNOTLIVÝCH KRITÉRIÍ

I. <u>Růst trhu</u>

I přes mírnou stagnaci růstu počtu klinik v roce 2014 a 2015, počty prodejů, resp. počty cyklů, stále poměrně dynamicky rostly. Trh může i nadále stále růst velmi dynamicky z těchto důvodů:

- Rostoucí poptávka souvisí se stále větším počtem párů s diagnostikovanou neplodností;
- Pokrok v oblasti genetiky a možnostech asistované reprodukce;
- Větší počet žen, které chtějí počít v pozdějším věku;
- Velký příliv zahraničních klientů, kteří zde mohou očekávat nadstandardní kvalitu oboru.

Naopak možný pokles dynamiky počtu cyklů může nastat vlivem následujících aspektů:

- Dojde ke změně legislativy a nebude již možné realizovat asistovanou reprodukci v ČR za pomoci anonymních dárkyň;
- Vzniknou nové trhy s cenově dostupnějšími lokalitami;
- Nastane nedostatek anonymních dárkyň vajíček;
- Na trhu je nedostatek kvalitních lékařů.

I přes výše zmíněná negativa hodnotím trh jako velmi atraktivní – **5 z 6**.

II. <u>Velikost trhu</u>

Poptávka po službách spojených s asistovanou reprodukcí je vysoká a trh tak považuji za velký. To je způsobeno zejména silným přílivem zahraničních klientů, kteří využívají služeb asistované reprodukce na území ČR z důvodu vysoké kvality, nízké ceny a malým legislativním překážkám – **6 z 6**.

III. Intenzita přímé konkurence

Na území České republiky je nejvyšší hustota center asistované reprodukce v přepočtu na obyvatele v Evropě. Intenzitu přímé konkurence tak považuji za velmi vysokou – **1 z 6**.

IV. Průměrná rentabilita

Průměrná ziskovost společností, které působí na relevantním trhu je velmi vysoká. Dle analýzy, která je uvedena v dalších kapitolách, dosahují konkurenční společnosti marže provozního zisku před odpisy na úrovni 20 % a více. Přesto existují odvětví, ve kterých je dosahováno vyšší ziskovosti (IT, výzkum a vývoj apod.) – **5 z 6**.

V. Možnosti substituce

Produkt (službu) v podobě asistované reprodukce považuji v současné době za nenahraditelný – **6 z 6**.

VI. Bariéry vstupu

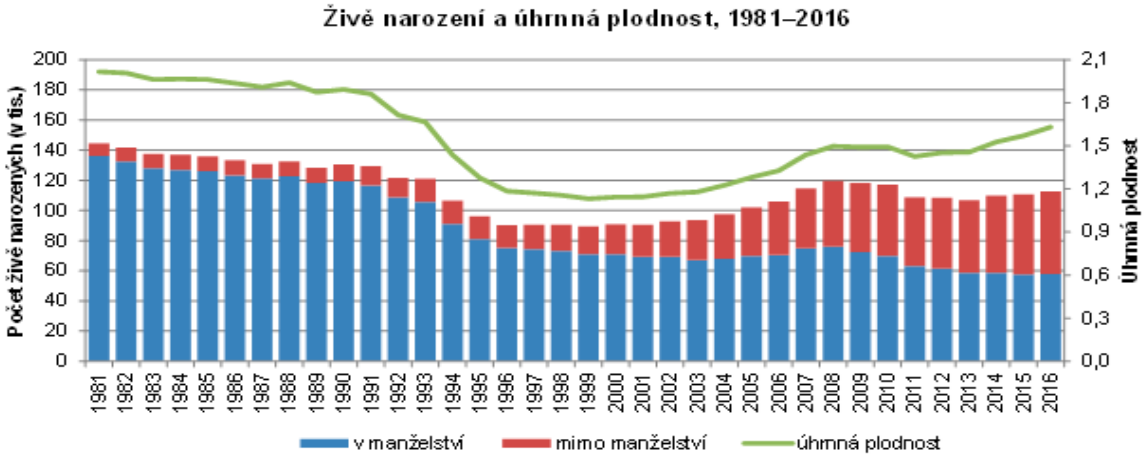
Bariéry vstupu považuji za poměrně vysoké. K poskytování služeb v oblasti asistované reprodukce je potřeba dostatečných prostředků, znalostí, vzdělání a licenčních povolení. Z tohoto důvodu shledávám riziko ze vstupu dalších subjektu na trh nízké, ne však zcela bezrizikové. Ziskovost v odvětví může být na druhé straně velmi lákavá – **4 z 6**.

VII. Citlivost trhu na konjunkturu

Důležitým aspektem při hodnocení citlivosti relevantního trhu na makroekonomický vývoj je závislost porodnosti na hrubém domácím produktu (dále „HDP“). Ve výzkumu byla prokázána pouze zdánlivá regrese závislosti porodnosti na vysvětlované proměnné HDP a průměrné měsíční mzdě. (Sudová, 2016, s. 67)

Na druhou stranu při letmém pohledu na vývoj natality v pokrizových letech (od kumulace krize v České republice v roce 2009) je zcela zřejmý pokles porodnosti. Následující graf reflektuje tuto tezi.

Graf 5: Vývoj porodnosti v rámci České republiky mezi lety 1981 a 2016



Zdroj: dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/aktualni-populacni-vyvoj-v-kostce

Závislost natality na vývoji HDP považuji za nejvýznamnější aspekt citlivosti trhu na konjukturu. Tato závislost byla statisticky prokázána pouze mírně (Sudová, 2016, s. 67), a proto hodnotím tento rizikový faktor na úrovni – **5 z 6**.

3.1.4.2 ZHODNOCENÍ ATRAKTIVITY TRHU

Relevantní trh, ve kterém společnost Gennet působí, považuji na základě výše provedených analýz za velmi atraktivní. Výše uvedená riziková kritéria a jejich ohodnocení jsou znázorněna v následující tabulce.

Tabulka 4: Ohodnocení atraktivity relevantního trhu

Kritérium hodnocení atraktivity trhu	Váha [1 až 3]	Bodové hodnocení [0 až 6]	Vážené bodové ohodnocení
Růst trhu	3	5	15
Velikost trhu	2	6	12
Intenzita přímé konkurence	3	1	3
Průměrná rentabilita	2	5	10
Možnosti substituce	1	6	6
Bariéry vstupu	1	4	4
Citlivost trhu na konjunkturu	1	5	5
Celkem	**13**		**55**

Zdroj: vzor (Mařík 1, 2011, s.66), vlastní zpracování

Atraktivita relevantního trhu, tedy trhu asistované reprodukce v České republice, je dle výše uvedené analýzy rovna **70,5 %** (55/78). Trh tak lze považovat za velmi atraktivní (méně rizikový) s vysokým růstovým potenciálem.

3.1.5 PROGNÓZA VÝVOJE RELEVANTNÍHO TRHU

Prognóza vývoje obratu relevantního trhu naráží na problémy, které jsou způsobeny nedostatkem dat. Rozhodl jsem se tak, že budu predikovat vývoj relevantního trhu na základě regresní analýzy. Zde bude otestováno, jak vysoká je míra závislosti vývoje obratu relevantního trhu v běžných cenách na vývoji počtu cyklů IVF dle NRAR a na vývoji průměrného věku ženy při početí.

Právě u dvou zmíněných proměnných nejsou k dispozici relevantní data o vývoji, které by oficiální instituce predikovaly. Přistoupil jsem tak k vlastní prognóze obou proměnných na základě extrapolací, které korespondují s jejich jasným dosavadním trendem.

3.1.5.1 PREDIKCE VÝVOJE 1. PROMĚNNÉ

První proměnnou je počet cyklů, které budou uskutečněny na území České republiky. Právě počet cyklů nejvíce determinuje celkový obrat na daném trhu. Čím více cyklů je uskutečněno, tím většího obratu jednotlivé kliniky dosáhnou, neboť jak již bylo zmíněno, se samotnými cykly jsou spojeny i další příjmy. Jedná se zejména o průvodní vyšetření, podávání medikamentů, postimplantační péče apod.

Analýza vývoje historického počtu cyklů je reflektována v předchozí kapitole. Z hlediska predikce vývoje není k dispozici relevantní odhad. Trend vývoje je ovšem zřejmý a z tohoto důvodu bude predikce odhadnuta na základě dvou variant – pesimistické a optimistické. Tyto predikce jsou

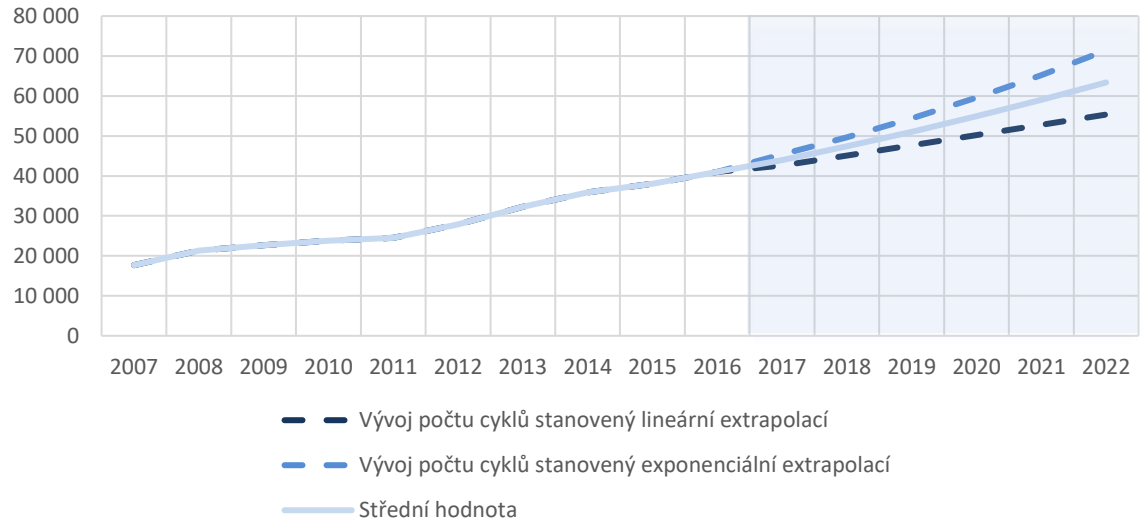
realizovány na základě lineární (pesimistické) a exponenciální (optimistické) extrapolace, přičemž každá z těchto predikcí dosahuje jiných výsledků.[5]

Výstupem lineární extrapolace historického vývoje počtu uskutečněných cyklů mezi lety 2007 a 2016 (NRAR. 2018, s. 15) je lineární rovnice: *y = 2 556,85x + 14 452,33*, kde y je počet cyklů v roce x, přičemž rok 2007 představuje *x = 1.* Koeficient determinace, který ukazuje, jakou část z celkové variability přítomné ve výsledkové proměnné bylo vysvětleno prostřednictvím modelu, činí 0,968. Ukazuje tedy na velmi silnou závislost mezi lineární funkcí a historickým pozorováním proměnné.

Výstupem exponenciální extrapolace historického vývoje počtu uskutečněných cyklů mezi lety 2007 a 2016 je exponenciální rovnice ve tvaru: $y = 16732e^{0,0907x}$, kde y znamená počet cyklů v roce x, přičemž rok 2007 představuje *x = 1.* Koeficient determinace činí 0,9795 a ukazuje tak ještě spolehlivější výsledek, než který byl dosažen u extrapolace lineární.

Následující graf představuje optimistickou a pesimistickou variantu vývoje počtu uskutečněných cyklů na relevantním trhu, tedy na území ČR.

Graf 6: Predikce vývoje počtu cyklů IVF (1. proměnná)



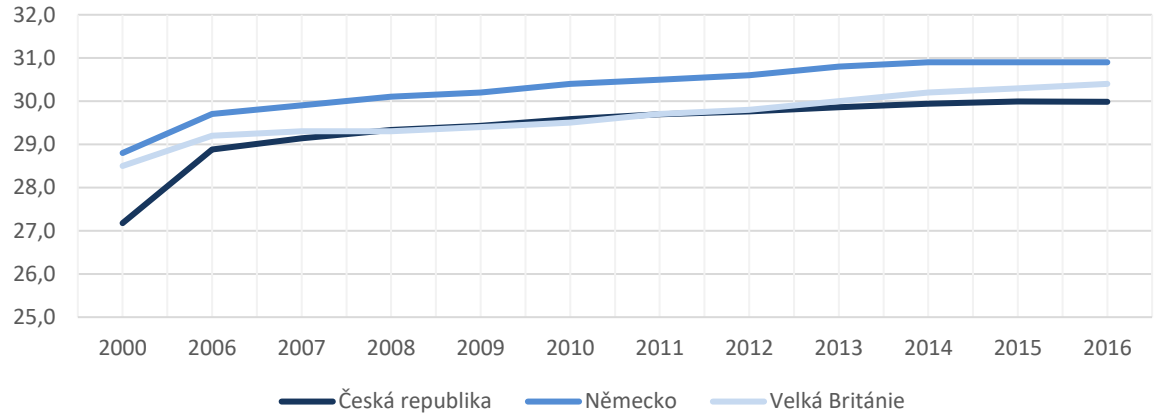
Zdroj: vlastní výpočty

3.1.5.2 PREDIKCE VÝVOJE 2. PROMĚNNÉ

Druhou proměnnou je vývoj průměrného věku žen při porodu. Následující graf reflektuje růst průměrného věku žen při porodu v České republice, Německu a Velké Británii od roku 2000 do roku 2016.

[5] Logaritmická funkce nebyla využita z důvodu nerelevantního poklesu počtu cyklů o 13,5 % v prvním predikovaném roce a koeficientu determinace pouhých 0,81.

Graf 7: Vývoj věku žen při porodu

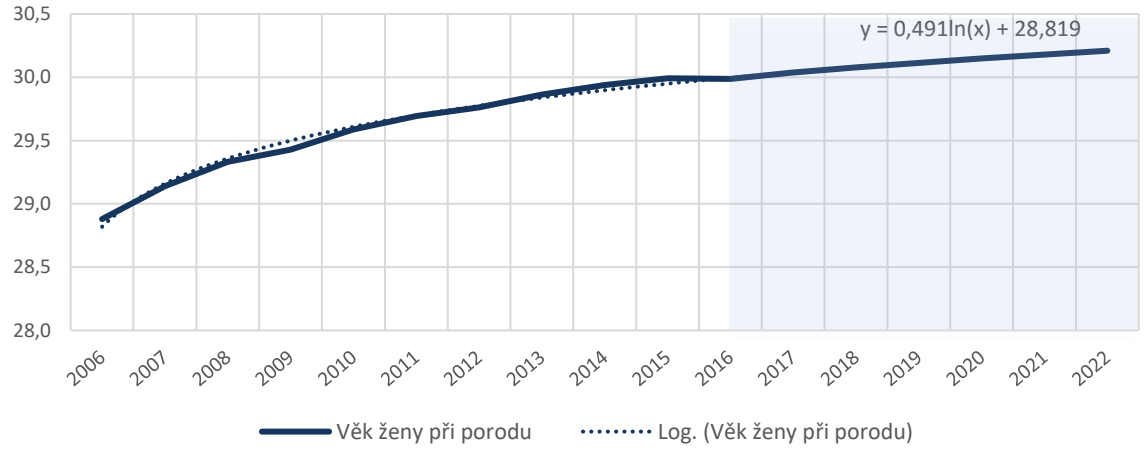


Zdroj: CZSO (Průměrný věk žen při porodu), vlastní zpracování

Průměrný věk žen při porodu neustále roste. Od 80. let 20. století vzrostla tato hranice rámci České republiky z 24,7 let na 30,0 let v roce 2016. Domnívám se, že obdobně jako se ČR přibližuje k západním zemím v mnoha makroekonomických indikátorech, bude se přibližovat i v případě vývoje věku žen při porodu.

Průměrná výše žen při porodu v Německu a Velké Británii činila v roce 2016 za obě země 30,65 let věku. V rámci predikce byla provedena logaritmická extrapolace proměnné od roku 2006 do roku 2016. Rovnice, která je výstupem logaritmické extrapolace, má podobu *y = 0,4912 ln(x) + 28,818,* kde y představuje průměrný věk ženy při porodu v roce x, kdy rok 2006 je pro *x = 1*. Dle mého názoru logaritmická křivka z velké části kopíruje trend vývoj věku žen při porodu. To potvrzuje i koeficient determinace, který činí 0,989. Dle výstupu by měla hranice věku ženy v roce 2022 dosáhnout výše 30,21 let věku.

Graf 8: Predikce vývoje věku žen při porodu v rámci ČR



Zdroj: CZSO a vlastní výpočty

3.1.5.3 REGRESNÍ ANALÝZA A PREDIKCE VÝVOJE RELEVANTNÍHO TRHU

V rámci predikce relevantního trhu byla zkoumána závislost vývoje trhu na výše analyzovaných proměnných. Byla provedena regresní analýza, jejíž výstup je součástí příloh této diplomové práce.

Koeficient spolehlivosti dosáhl téměř 1. Vstupní data, která byla pro regresi využita (na základě výše provedených analýz) mají následující podobu.

Tabulka 5: Vstupní data pro regresní analýzu vývoje relevantního trhu

Rok	Vývoj počtu cyklů	Průměrný věk žen při porodu	Obrat relevantního trhu v běžných cenách [tis. Kč]
2007	17 682	29,1	1 149 330
2008	21 316	29,3	1 413 251
2009	22 707	29,4	1 535 584
2010	23 798	29,6	1 641 551
2011	24 550	29,7	1 727 291
2012	27 879	29,8	2 000 743
2013	32 245	29,9	2 360 352
2014	35 875	29,9	2 678 591
2015	38 081	30,0	2 900 167
2016	41 017	30,0	3 186 242

Zdroj: NRAR, CZSO, Amadeus, vlastní zpracování

Rovnice pro stanovení vývoje relevantního trhu tak je následující.

- Regresní rovnice: $y = -540\,992{,}20 + 88{,}34 * x_1 + 2\,560{,}40 * x_2$, *kde:*

x_1 je odhadovaný vývoj počtu cyklů

x_2 je odhadovaný vývoj věku žen při porodu

Následující tabulka zobrazuje predikci vývoje relevantního trhu na základě výše uvedené regresní analýzy pro tři variantní scénáře.

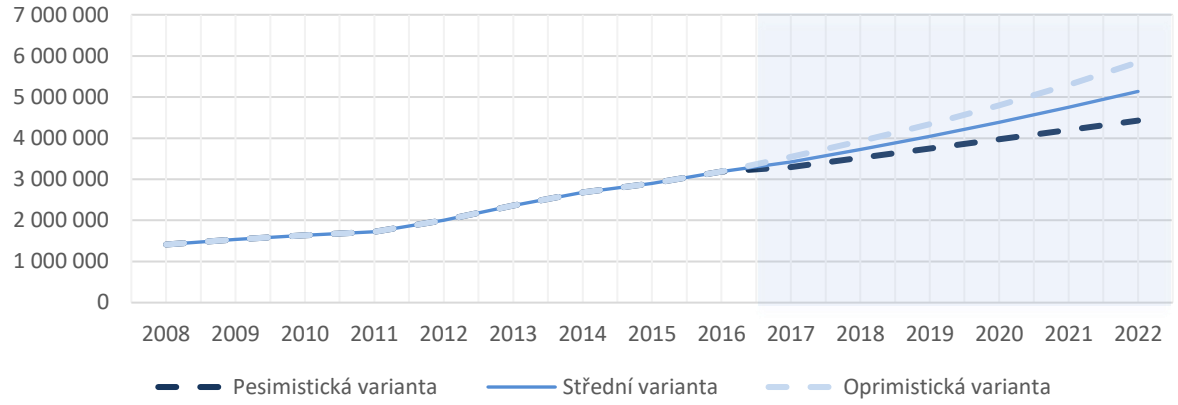
Tabulka 6: Prognóza vývoje relevantního trhu ve třech variantních scénářích

		Skutečnost		Pesimistický scénář		Střední varianta		Optimistický scénář	
	Rok	Relevantní trh [tis. Kč]	Tempo růstu	Relevantní trh [tis. Kč]	tempo růstu	Relevantní trh [tis. Kč]	Tempo růstu	Relevantní trh [tis. Kč]	Tempo růstu
Minulost	2007	1 149 330							
	2008	1 413 251	23,0 %						
	2009	1 535 584	8,7 %						
	2010	1 641 551	6,9 %						
	2011	1 727 291	5,2 %						
	2012	2 000 743	15,8 %						
	2013	2 360 352	18,0 %						
	2014	2 678 591	13,5 %						
	2015	2 900 167	8,3 %						
	2016	3 186 242	9,9 %						
Predikce	2017			3 297 098	3,5 %	3 420 800	7,4 %	3 544 503	11,2 %
	2018			3 523 061	6,9 %	3 724 121	8,9 %	3 925 181	10,7 %
	2019			3 749 017	6,4 %	4 045 500	8,6 %	4 341 983	10,6 %
	2020			3 974 966	6,0 %	4 386 654	8,4 %	4 798 342	10,5 %
	2021			4 200 881	5,7 %	4 749 461	8,3 %	5 298 013	10,4 %
	2022			4 426 837	5,4 %	5 135 980	8,1 %	5 845 111	10,3 %

Zdroj: vlastní výpočty

Prognóza výše relevantního trhu je také ve třech scénářích zobrazena v následujícím grafu. V rámci dalších analýz bude uvažováno se střední variantou vývoje obratu relevantního trhu.

Graf 9: Vývoj relevantního trhu ve třech scénářích [tis. Kč]



Zdroj: vlastní výpočty

3.1.5.4 ZÁVĚR K PROGNÓZE RELEVANTNÍHO TRHU

Přestože koeficient determinace dosahuje v rámci regresní analýzy velmi vysokých hodnot, jsem si zcela vědom, že provedená regresní analýza a závěry, které jsou z analýzy vyvozeny, nesplňují nejpřísnější měřítka ekonometrické a statistické nauky. Domnívám se ovšem, že vzhledem k nedostatku relevantních dat byla zvolena nejvhodnější metoda predikce vývoje relevantního trhu, která je podložena dostatečnou argumentací z hlediska historického vývoje a z hlediska atraktivity a charakteristiky relevantního trhu.

3.2 ANALÝZA VNITŘNÍHO POTENCIÁLU

Cílem analýzy vnitřního potenciálu je stanovit dosavadní tržní podíl oceňovaného podniku, identifikovat konkurenci, analyzovat vnitřní potenciál podniku a prognózovat tržní podíl. (Mařík 1, 2011, s. 74)

3.2.1 DOSAVADNÍ VÝVOJ TRŽNÍHO PODÍLU

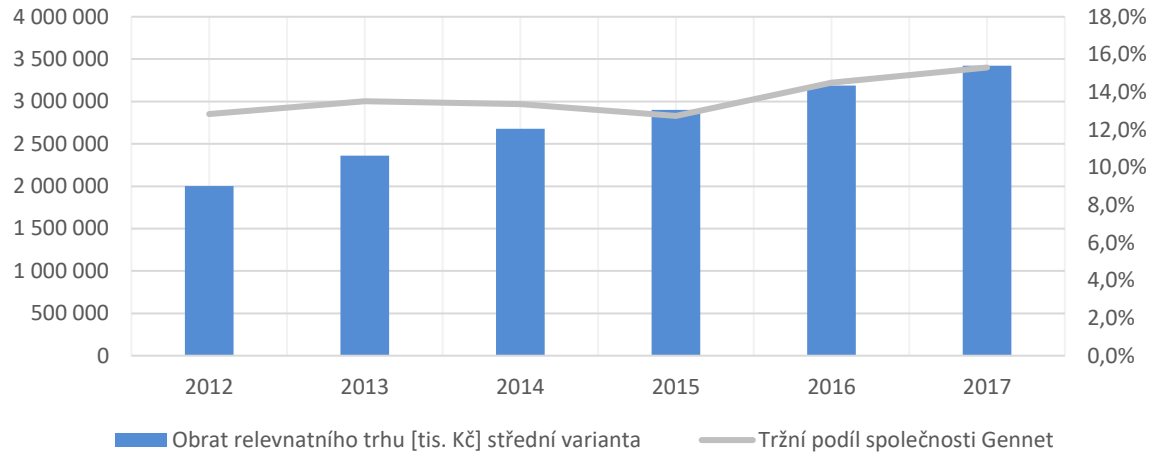
Vzhledem k přeměnám, které byly uskutečněny ve Společnosti před rokem 2012, jsou známa relevantní data právě od tohoto roku. Tržní podíl Společnosti ve sledovaném období 2012 až 2017 vzrostl z 12,8 % na 15,3 %. Tržby Společnosti v roce 2015 byly výrazně slabší (na úrovni 277 mil. Kč). Důvodem je změna hospodářského roku, kdy do roku 2015 končil hospodářský rok březnem. Od roku 2015 již končí hospodářský rok prosincem a v daném roce jsou tak známy výsledky pouze za 9 měsíců daného roku. Při linearitě vývoje tržeb Společnosti v rámci roku by dosáhly celkové provozní tržby Společnosti 369,3 mil. Kč. I přes fakt, že nedisponuji měsíčním přehledem výkonnosti Společnosti, tak budu uvažovat s navýšením tržeb v roce 2015 o jednu čtvrtinu. Z hlediska analýzy vývoje tržního podílu považuji tento přístup za relevantní.

Tabulka 7: Analýza vývoje tržního podílu Společnosti

Analýza vývoje tržního podílu [tis. Kč]	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**
Obrat relevantního trhu (střední varianta)	2 000 743	2 360 352	2 678 591	2 900 167	3 186 242	3 420 800
Tržby společnosti Gennet	256 731	319 146	357 954	369 339	462 106	523 534
Tržní podíl společnosti Gennet	**12,8 %**	**13,5 %**	**13,4 %**	**12,7 %**	**14,5 %**	**15,3 %**

Zdroj: Amadeus, NRAR, výroční zprávy, vlastní zpracování

Graf 10: Vývoj obratu relevantního trhu a tržního podílu společnosti Gennet [tis. Kč, %]



Zdroj: Amadeus, NRAR, výroční zprávy, vlastní zpracování

3.2.2 IDENTIFIKACE HLAVNÍCH KONKURENTŮ

Veškeré konkurenční společnosti, které se pohybují v odvětví asistované reprodukce, jsou uvedeny ve výčtu, který je součástí příloh (NRAR, 2018, s. 52). Předmětem analýzy budou čtyři nejvíce konkurenceschopné společnosti z hlediska tržního podílu na relevantním trhu asistované reprodukce v České republice. Tržní podíl zaujímaný oceňovanou společností a čtyřmi analyzovanými konkurenty činí zhruba 50 %.[6]

ISCARE I.V.F a.s.[7] (dále „**Iscare**“) je společnost s nejvyšším obratem na relevantním trhu. Společnost je obdobně jako oceňovaná společnost Gennet součástí koncernu Synbiol. Iscare poskytuje služby spojené s asistovanou reprodukcí v Praze 7 Holešovicích od roku 1995.

Reprofit International s.r.o. (dále „**Reprofit**“) je společnost provozující kliniky asistované reprodukce v Brně a Ostravě. Společnost Reprofit zaujímá k Datu ocenění třetí největší podíl na relevantním trhu. Společnost je také součástí koncernu Synbiol, a tedy svěřenského fondu spravovaného Ing. Zbyňkem Průšou.

EUROPE IVF International s.r.o. (dále „**Europe IVF**“) je společnost zaujímající čtvrtý největší podíl na relevantním trhu. Europe IVF je první společností, která není součástí koncernu Synbiol. Jediným společníkem společnosti je se 100% podílem MUDr. David Kult. Klinika společnosti Europe IVF působí na Praze 5 od roku 2010.

IVF Zentren Prof. Zech – Pilsen s.r.o. (dále „**IVF Zentren**“) je společnost, jejíž klinika asistované reprodukce působí od roku 2003 v Plzni. Společnost je součástí nadnárodní korporace, která provozuje centra asistované reprodukce v Rakousku, Švýcarsku, Itálii a Lichtenštejnsku.

[6] Za předpokladu přiblížení se správnému odhadu velikosti relevantního trhu v roce 2017.
[7] Společnosti jsou identifikovány ve stejné podobě jako jsou zapsány ve sbírce listin.

3.2.3 ANALÝZA VNITŘNÍHO POTENCIÁLU A KONKURENČNÍ SÍLY

Výsledky analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly by se měly promítnout do těchto aspektů ocenění. (Mařík 1, 2011, s 77)

1) Posouzení perspektivnosti podniku;
2) Odhadu vývoje tržního podílu podniku;
3) Diskontní míry nebo jiných aspektů ocenění, které zachycují riziko podniku.

Oceňovatel by se měl propracovat k základním determinantám, které jsou zcela stěžejní pro hodnocení vnitřního potenciálu podniku. Z hlediska volby oceňovací metody a obecného přístupu k ocenění je důležité odhadnout, v jaké fázi životního cyklu se oceňovaná společnost nachází. Ač tempo růstu Společnosti z hlediska tržeb či bilanční sumy stále stoupá, tak lze říci, že se jedná o podnik nacházející se téměř ve fázi zralosti.

Zcela stěžejní z hlediska vývoje tržního podílu jsou reference, které si klientky předávají mezi sebou nebo na různých webových stránkách. Právě tyto reference se odvíjí od kvality provedených služeb, důvěry v lékaře a samotné centrum. Podpůrnými aspekty jsou intenzita reklamy a úroveň marketingových týmů, které musí umět zacílit kampaně nejen v České republice, ale i v jiných evropských zemích.

Diplomová práce je zpracována pouze na základě veřejně dostupných zdrojů. Z hlediska analýzy konkurenční síly společnosti tak nemám dostatečný vhled do fungování společnosti Gennet a ani do fungování konkurenčních společností, abych mohl relevantně posoudit faktory, které mají vliv na míru konkurenceschopnosti. Z tohoto důvodu byly analyzovány pouze následující faktory.

Cenová úroveň[8]

Kompletní IVF cyklus s darovanými oocyty pro klienty, kteří nejsou pojištěny u žádné ze zdravotních pojišťoven, a je tak v celé výši hrazen samoplátci, vyjde u společnosti Gennet k datu tvorby diplomové práce na 4900 EUR. Kompletní IVF cyklus s podobnými parametry u konkurenční společnosti Iscare vyjde na 4 700 EUR. U společnosti Reprofit činí tato služba 110 000 Kč, tedy zhruba 4 300 EUR. Společnost Pronatal nabízí obdobnou službu za 103 000 Kč, tedy cca 4 040 EUR.

Z analýzy vyplývá, že společnost Gennet nabízí v rámci konkurenčního srovnání službu za nejvyšší cenu. Analýza neobsahuje větší množství dat, faktor vývoje tržního podílu tak hodnotím **2 z 6.**

Dlouhodobý majetek a investice

Společnost jako jediná z porovnávaných společností eviduje v dlouhodobém majetku nemovitosti. Některé z klinik jsou tak provozovány ve vlastnictví Společnosti, nikoli v nájmu. Z hlediska čistého přírůstku dlouhodobého majetku vůči tržbám mezi lety 2012 a 2017 investovala Společnost nejvíce v porovnání s ostatními konkurenčními společnostmi (viz kapitola 6.4). Společnost byla aktivní i při nákupu hmotných movitých věcí, zejména přístrojů. Faktor potenciálu růstu tržního podílu tak hodnotím **6 z 6.**

[8] Informace dostupné na webových stránkách jednotlivých klinik, které jsou v seznamu příloh.

Kvalita služby a výkonný personál

Z pozice externího oceňovatele je skutečně velmi složité ohodnotit kvalitu služeb. Je ovšem zřejmé, že z hlediska udržitelnosti nebo růstu tržního podílu se jedná o zcela stěžejní kritérium.

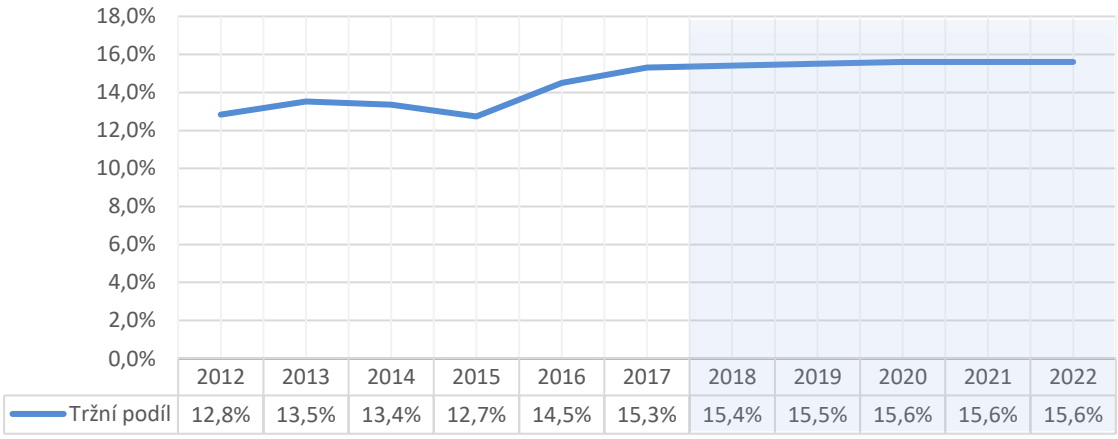
Determinantem kvality služby by mohly být zkušenosti vedoucího lékaře v oboru. Počet let praxe nemusí nutně znamenat nejvyšší kvalitu, domnívám se ovšem, že právě zkušenosti vedoucího lékaře mohou znamenat větší důvěru klientů a také vyšší počet kvalitních lékařů, kteří následují ty nejlepší v oboru. V rámci konkurenční analýzy ovšem nebylo nalezeno dostatek informací k analyzování daného faktoru vývoje tržního podílu. Vedoucími lékaři jednotlivých společností jsou:

- Gennet - MUDr. David Stejskal
- Iscare – MUDr. Jaroslav Hulvert
- Reprofit – MUDr. Pavel Otevřel
- Europe IVF – MUDr. David Kult
- IVF Zentren – MUDr. Libor Hradecký, Ph.D.

3.2.4 PREDIKCE VÝVOJE TRŽNÍHO PODÍLU

Vývoj tržního podílu je na základě výše uvedených analýz odhadován na úrovni tržního podílu, kterého Společnost dosáhla v roce 2017 s mírným tempem růstu na úrovni 0,1 procentního bodu do roku 2020. Následně bude do roku 2022 ustálen tržní podíl na úrovni 15,6 %. Jedná se odhad, který je výrazně limitován nedostatkem informací, proto je volena velmi konzervativní výše odhadu růstu tržního podílu. Spíše je vycházeno z historické časové řady a růstu tržního podílu v čase.

Graf 11: Predikce vývoje tržního podílu společnosti Gennet



	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Tržní podíl	12,8%	13,5%	13,4%	12,7%	14,5%	15,3%	15,4%	15,5%	15,6%	15,6%	15,6%

Zdroj: vlastní výpočty

3.3 PROGNÓZA TRŽEB OCEŇOVANÉ SPOLEČNOSTI

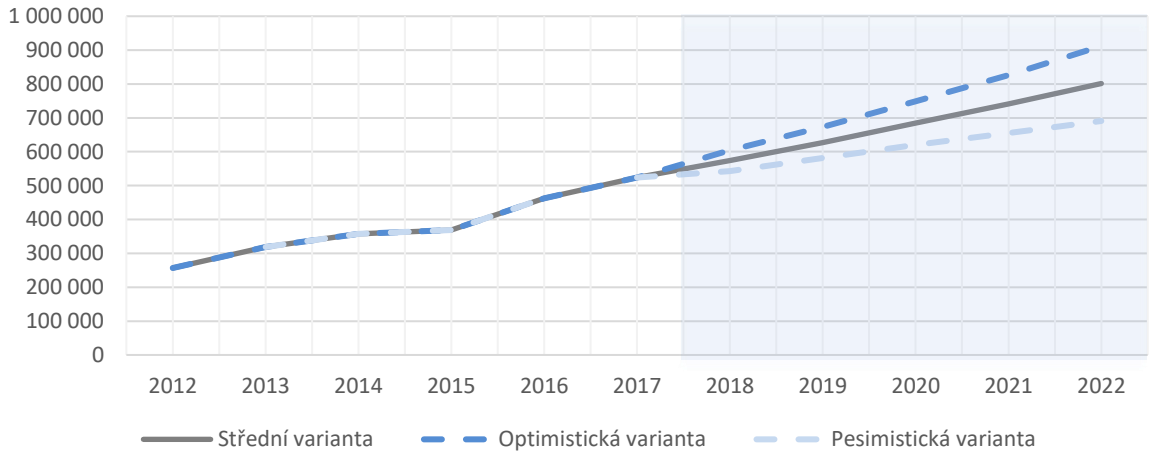
Na základě výše provedených analýz jsou odhadnuty tři scénáře vývoje tržeb oceňovaného podniku Gennet v období od roku 2018 do roku 2022.

Tabulka 8: Predikce vývoje tržeb společnosti Gennet ve třech variantních scénářích

		Skutečnost		Pesimistický scénář		Střední varianta		Optimistický scénář	
	Rok	Tržby [tis. Kč]	Tempo růstu	Tržby [tis. Kč]	tempo růstu	Tržby [tis. Kč]	Tempo růstu	Tržby [tis. Kč]	Tempo růstu
Minulost	2012	256 731							
	2013	319 146	24,31 %						
	2014	357 954	12,16 %						
	2015	369 339	3,18 %						
	2016	462 106	25,12 %						
	2017	523 534	13,29 %						
Predikce	2018			542 707	3,66 %	573 680	9,58 %	604 652	15,49 %
	2019			581 264	7,10 %	627 232	9,33 %	673 200	11,34 %
	2020			620 271	6,71 %	684 512	9,13 %	748 754	11,22 %
	2021			655 523	5,68 %	741 126	8,27 %	826 725	10,41 %
	2022			690 783	5,38 %	801 440	8,14 %	912 096	10,33 %

Zdroj: vlastní výpočty

Graf 12: Predikce vývoje tržeb společnosti Gennet ve třech variantních scénářích [tis. Kč]



Zdroj: vlastní výpočty

4 FINANČNÍ ANALÝZA

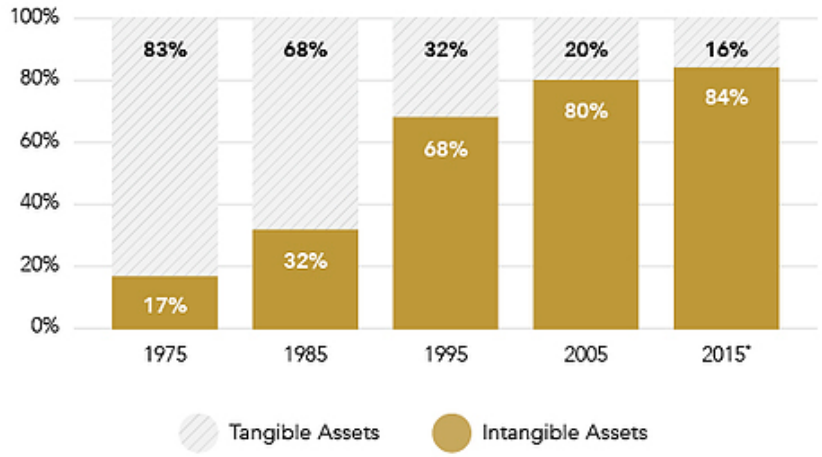
V následující části diplomové práce je provedena finanční analýza oceňované společnosti Gennet. Finanční analýza je nedílnou součástí znaleckých posudků v případě ocenění podniku. Domnívám se ovšem, že je často příliš mnoho prostoru věnováno jednoduchým analýzám v podobě horizontální a vertikální analýzy výkazů či analýzám poměrových ukazatelů. Z hlediska ocenění je (po potvrzení principu „going concern“) výrazně podstatnější zabývat se zejména analýzou výkonnosti, rentability investic a vývoji cashflow. Přesto předmětem této kapitoly bude zhodnocení výkonnosti a finančního zdraví Společnosti a zejména potvrzení, zda oceňovaná společnost splňuje předpoklad neomezeného trvání podniku.

4.1 FINANČNÍ ANALÝZA JAKO NÁSTROJ

V první části budou nastíněna negativa, která jsou spojena se samotným nástrojem v podobě finanční analýzy. Hlavním problémem finanční analýzy je zejména fakt, že účetnictví (ze kterého finanční analýza vychází) zpravidla neposkytuje relevantní obraz o oceňované společnosti. Důvodem je jednak účtování v historických pořizovacích cenách ale také praktická nemožnost vykazování většiny nehmotných aktiv, které tvoří hodnotu společnosti.

Následující graf zobrazuje vývoj podílu tržní hodnoty nehmotných aktiv na tržní hodnotě celkových aktiv společností, které jsou součástí indexu S&P 500.

Graf 13: Vývoj podílu nehmotných aktiv na tržní hodnotě společnosti v rámci indexu S&P 500



Zdroj: Businesstangibles

Z grafu je zřejmé, že od roku 1975 do roku 2015 vzrostl podíl tržní hodnoty nehmotných aktiv na celkové hodnotě aktiv téměř o pětinásobek. Otázkou tedy je, jak může být standardní finanční analýza vhodným nástrojem k analýze společnosti, když velká část nehmotných aktiv je zobrazena v účetních (historických) hodnotách, a ještě častěji není nehmotný majetek zobrazen v účetnictví vůbec.

Vzhledem k tomu, že finanční analýza vychází z účetních dat, tak velká část tržní hodnoty aktiv není předmětem analýzy. Mezi nehmotná aktiva, která tradičně mají nejvyšší hodnotu a standardně

nejsou v rámci českého účetnictví vykazována, patří zákaznická báze, pracovní síla, know-how, značka, patenty a také goodwill.

Problémem ovšem je, že stále nebyl nalezen efektivnější nástroj hodnocení podniku. Je ovšem dobré zdůraznit, jak v některých případech malou vypovídající schopnost může finanční analýza mít.

Cílem této kapitoly není zaměřit se na negativa samotné finanční analýzy (stále poskytuje nenahraditelné údaje jak pro management, tak investory), nýbrž poukázat na určité nedostatky, které je dobré rozpoznat.

4.2 VSTUPNÍ DATA

Finanční analýza byla zpracována za historické období od 1. 4. 2012 do 31. 12. 2017. Společnost Gennet měla v prvních dvou letech sledovaného období hospodářský rok od 1. 4. do 31. 3. V roce 2015 došlo ke změně a hospodářský rok skončil 31. 12. a má tak pouze 9 měsíců. Z hlediska porovnatelnosti jednotlivých období je tedy nutné brát zřetel na rok 2015 zejména z hlediska tokových veličin.

Z hlediska přeměn obchodních korporací, které nastaly ve sledovaném období je nutné zmínit následující události:[9]

- V důsledku realizace odštěpení sloučením přešla na společnost Gennet odštěpená část jmění společnosti Asset MGT, s.r.o., IČO: 276 40 884, a to ke dni 7. října 2013
- V důsledku realizace odštěpení sloučením přešla na společnost Gennet odštěpená část jmění společnosti GENNET CZ, s.r.o., IČO: 257 47 720, a to ke dni 7. října 2013
- V důsledku realizace odštěpení sloučením přešla na společnost GENNET Laboratories a.s., IČO: 242 53 189 odštěpená část jmění společnosti Gennet, a to ke dni 17. prosince 2013
- V důsledku realizace odštěpení sloučením přešla na společnost CANTERA s.r.o., IČO: 017 17 677, odštěpená část jmění společnosti Gennet, a to ke dni 24. ledna 2014
- V důsledku realizace fúze sloučením došlo k zániku společnosti Gennet Laboratories a.s., IČO: 242 53 189, a přechodu jejího veškerého jmění na společnost Gennet, a to ke dni 2. prosince 2014
- Dne 14. 12. 2015 došlo k prodeji závodu, kdy prodávající společnost Alergoimunologická laboratoř a ambulance s.r.o., IČO: 242 43 591 uzavřela smlouvu o prodeji závodu společnosti Gennet

Finanční analýza vychází z těchto zdrojů dat:

- Výroční zprávy společnosti Gennet za roky 2012 až 2017;
- Data z databáze Amadeus;
- Data z databáze Magnusweb.

[9] Dle výpisu z obchodního rejstříku.

Výroční zprávy, resp. účetní závěrky společnosti Gennet jsou auditovány a ve všech sledovaných letech byl auditorem udělen závěrečný výrok bez výhrad.

4.3 ANALÝZA ÚČETNÍCH VÝKAZŮ

V této části diplomové práce budou zdůrazněny události a změny v hospodaření či struktuře majetku a závazků, které měly stěžejní vliv na dosavadní vývoj společnosti. Neagregované finanční výkazy Společnosti od roku 2012 do roku 2017, tedy do Data ocenění jsou součástí příloh.

4.3.1 AKTIVA

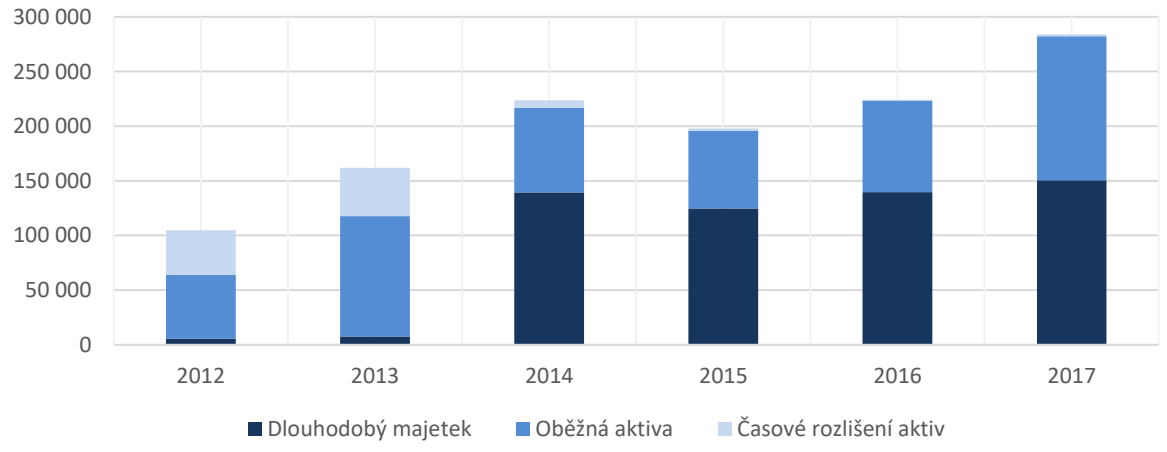
Tabulka 9: Agregovaná aktiva společnosti Gennet mezi lety 2012 a 2017

Aktiva	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**
[tis. Kč]	1.4.-31.3.	1.4.-31.3.	1.4.-31.3.	1.4.-31.12.	1.1.-31.12.	1.1.-31.12.
Aktiva celkem	**104 920**	**161 811**	**223 655**	**197 996**	**224 350**	**284 151**
Dlouhodobý majetek	**5 668**	**7 694**	**139 297**	**124 686**	**139 520**	**150 573**
Dlouhodobý nehmotný majetek	2 545	1 221	66 050	62 804	58 254	53 631
Dlouhodobý hmotný majetek	3 073	4 423	10 857	21 105	50 152	57 807
Dlouhodobý finanční majetek	50	2 050	62 390	40 777	31 114	39 135
Oběžná aktiva	**58 582**	**109 990**	**77 494**	**71 337**	**83 781**	**131 595**
Zásoby	2 932	2 951	2 579	8 732	10 155	13 204
Pohledávky	39 662	83 823	34 285	30 840	66 180	104 277
Krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
Peněžní prostředky	15 988	23 216	40 630	31 765	7 446	14 114
Časové rozlišení aktiv	**40 670**	**44 127**	**6 864**	**1 973**	**1 049**	**1 983**

Zdroj: výroční zprávy Společnosti

Mezi lety 2012 a 2017 došlo k nárůstu celkové bilanční sumy o téměř trojnásobek na 284 mil. Kč. Ve sledovaném období vzrostla výrazně oběžná aktiva i dlouhodobý majetek. Účetní hodnota časového rozlišení naopak výrazně klesla vlivem výrazného snížení nákladů příštích období v roce 2014.

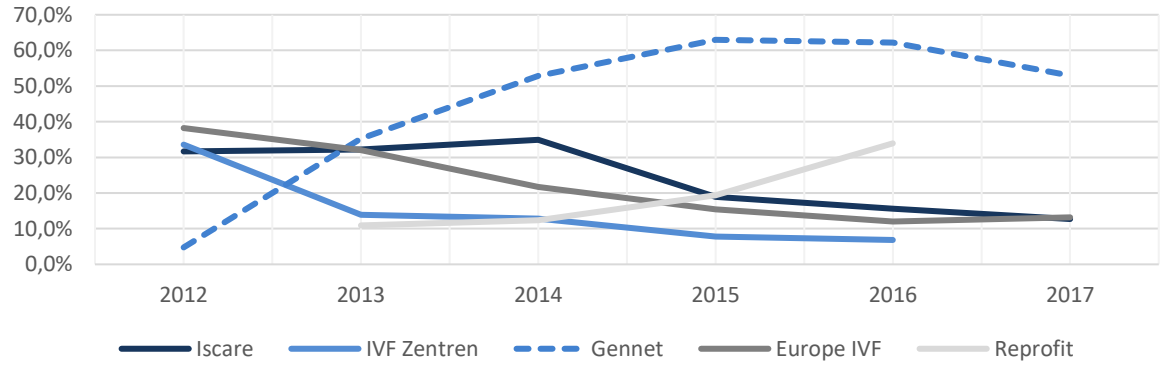
Graf 14: Vývoj struktury aktiv [tis. Kč]



Zdroj: výroční zprávy Společnosti, vlastní zpracování

Dle analýzy podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech je zřejmé, že z hlediska konkurenčního porovnání eviduje společnost Gennet výrazně větší podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech. Důvodem je zejména fakt, že Společnost provozuje kliniky ve svých prostorách a nikoli v nájmu jako konkurenční společnosti.

Graf 15: Vývoj podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech společnost Gennet a konkurence



Zdroj: Databáze Amadeus, vlastní zpracování

4.3.1.1 DLOUHODOBÝ MAJETEK

Před rokem 2015 byl dlouhodobý majetek pořizován pouze formou leasingu. Tento fakt se promítl do struktury aktiv v jednotlivých letech, kdy aktivní časové rozlišení (náklady příštích období) dosahovalo v letech 2012 a 2013 více než 38 % celkových aktiv.

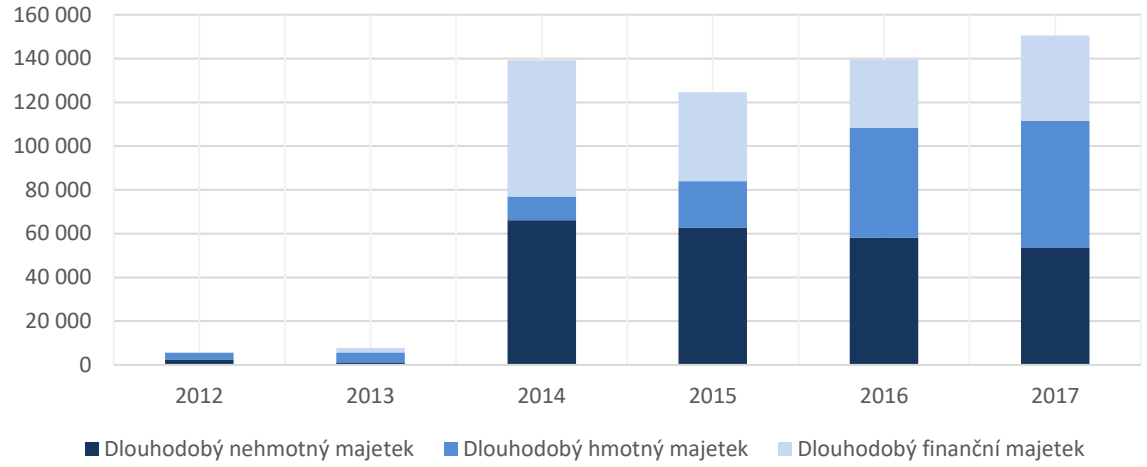
V roce 2014 došlo k nárůstu dlouhodobého nehmotného majetku o téměř 65 mil. Kč. V důsledku přeměny, která proběhla v roce 2014, došlo k situaci, že v rámci nehmotného majetku začala být evidována ochranná známka[10], resp. její výše byla přeceněna na reálnou hodnotu tak, jak to umožňuje zákon o účetnictví. V dalších letech byla zůstatková hodnota nehmotného majetku determinována postupným odpisováním ochranné známky.

U dlouhodobého hmotného majetku vzrostla zejména výše položek hmotných movitých věcí a jejich souborů a staveb. Od roku 2013 je evidován oceňovací rozdíl k nabytému majetku, který vznikl v důsledku jedné z přeměn Společnosti.

K Datu ocenění eviduje oceňovaná společnost, jak již bylo zmíněno výše, tři majetkové účasti, jejichž účetní netto hodnota činí 9,8 mil. Kč. V dlouhodobém finančním majetku eviduje společnost úvěry spřízněným osobám v celkové výši 29,4 mil. Kč[11]. Tato výše byla v letech 2015 a 2016 korigována o oprávky v celkové výši 35 mil. Kč.

[10] Ochranná známka, číslo přihlášky: 10915701, dostupné z: https://isdv.upv.cz/webapp/WEBAPP.oza.detail
[11] Pohledávka vůči spřízněné osobě City Fertility Limited

Graf 16: Vývoj struktury dlouhodobého majetku [tis. Kč]



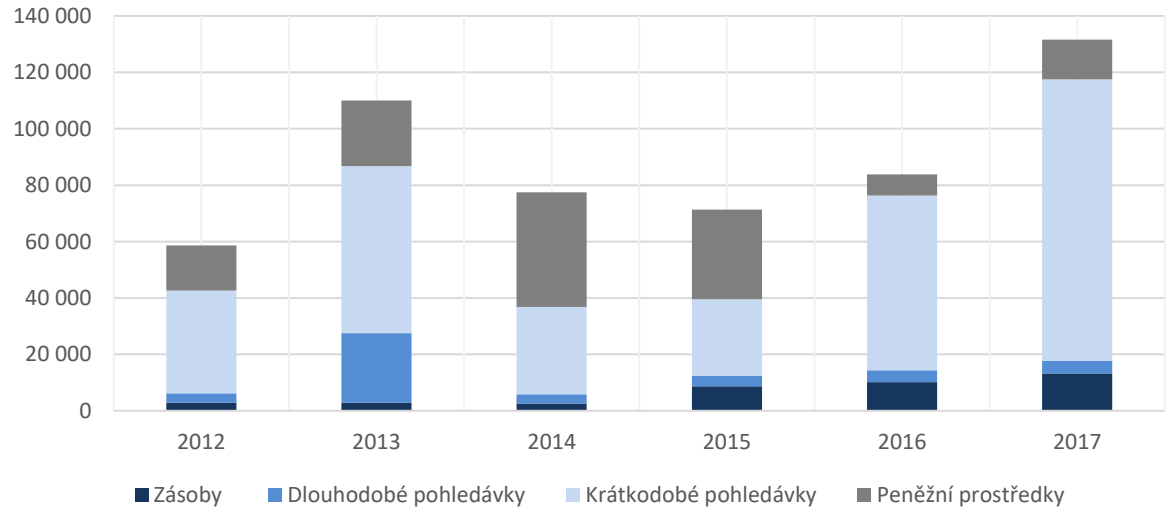
Zdroj: výroční zprávy Společnosti, vlastní zpracování

4.3.1.2 OBĚŽNÁ AKTIVA

Oběžná aktiva společnosti Gennet ve sledovaných letech tvořily zejména krátkodobé pohledávky (k Datu ocenění více než 75 %). V rámci krátkodobých pohledávek evidovala společnost hlavně pohledávky z obchodních vztahů a aktivní dohadné účty.

Naopak dlouhodobé pohledávky tvořily marginální část celkových oběžných aktiv, potažmo celkových aktiv. Absolutní výše peněžních prostředků v pokladně a na účtech výrazně klesla v roce 2015. Společnost využívala kontokorentní úvěr v letech 2012 až 2016. Od roku 2016 pak Společnost přestala využívat bankovní kontokorentní úvěry a připojila se ke cashpoolovému účtu skupiny FL[12].

Graf 17: Vývoj struktury oběžných aktiv [tis. Kč]



Zdroj: výroční zprávy Společnosti, vlastní zpracování

[12] Bankovní účet umožňující přístup k peněžním prostředkům všem členům skupiny (koncernu).

4.3.2 PASIVA

Tabulka 10: Agregovaná pasiva společnosti Gennet mezi lety 2012 a 2017

Pasiva	2012	2013	2014	2015	2016	2017
[tis. Kč]	1.4.-31.3.	1.4.-31.3.	1.4.-31.3.	1.4.-31.12.	1.1.-31.12.	1.1.-31.12.
Pasiva celkem	**104 696**	**161 811**	**223 655**	**197 996**	**222 350**	**284 151**
Vlastní kapitál	**28 068**	**12 482**	**159 583**	**142 298**	**178 889**	**190 015**
Základní kapitál	5 000	5 000	5 040	5 040	5 040	5 040
Ážio a Kapitálové fondy	32	32	65 731	65 728	65 681	65 681
Fondy ze zisku	500	500	500	500	0	0
Výsledek hospodaření minulých let	15 878	0	67 483	67 512	71 530	71 530
Výsledek hospodaření běžného ÚO)	6 658	6 950	20 829	3 518	36 638	47 764
Cizí zdroje	**73 048**	**109 076**	**57 324**	**54 377**	**41 756**	**91 933**
Rezervy	50	50	1 423	5 371	13 682	7 875
Dlouhodobé závazky	44 422	56 053	0	133	133	432
Krátkodobé závazky	28 576	52 973	55 901	48 873	27 941	83 626
Časové rozlišení	**3 580**	**40 253**	**6 748**	**1 321**	**1 705**	**2 203**

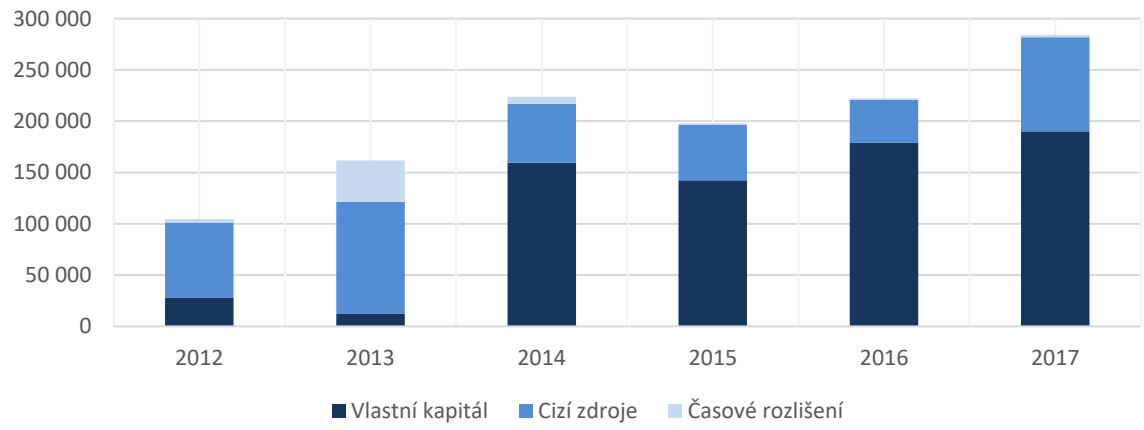
Zdroj: výroční zprávy Společnosti

Společnost Gennet evidovala k Datu ocenění vlastní kapitál na úrovni 190 mil. Kč. Prakticky veškerá výše vlastního kapitálu je tvořena nakumulovanými zisky společnosti a kapitálovými fondy.

Cizí zdroje společnosti byly od roku 2014 téměř v celé výši krátkodobými závazky. Pouze marginální položkou cizích zdrojů jsou k Datu ocenění rezervy, které Společnost tvoří v podobě rezervy na daň z příjmu. Výrazný pokles dlouhodobých závazků v roce 2014 nastal v důsledků poklesu závazků z obchodních vztahů a v důsledku zaúčtování vyměnitelných dluhopisů mezi krátkodobé závazky.

Z hlediska dlouhodobých úvěrů je společnost Gennet k Datu ocenění zcela nezadlužena. V rámci analýzy konkurenčních společností bylo zjištěno, že všechny čtyři analyzované společnosti neevidují k Datu ocenění dlouhodobé bankovní úvěry. Jedním z vysvětlení by mohlo být dostatečné financování vlastním kapitálem, resp. dosaženými zisky. Otázkou ovšem je, zda dává zcela nulové zadlužení společností ekonomický smysl z pohledu maximalizace hodnoty podniku. Je zřejmé, že dle upraveného modelu Miller – Modigliani, hodnota podniku roste se zadlužením o stále zvětšující se daňový štít, až do fáze, kdy náklady finanční tísně dosáhnou takové výše, že výsledná hodnota firmy začne klesat. (Mařík 2, 2011, s. 39). Analýza vlivu kapitálové struktury na hodnotu je součástí osmé kapitoly.

Graf 18: Vývoj struktury pasiv společnosti Gennet [tis. Kč]



Zdroj: výroční zprávy Společnosti, vlastní zpracování

4.3.3 VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY

Tabulka 11: Agregovaný výkaz zisku a ztráty společnosti Gennet mezi lety 2012 a 2017

Výkaz zisku a ztráty	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**
[tis. Kč]	1.4.-31.3.	1.4.-31.3.	1.4.-31.3.	1.4.-31.12.	1.1.-31.12.	1.1.-31.12.
Tržby za prodej výrobků a služeb	227 842	285 040	357 954	277 004	462 106	523 534
Tržby za prodej zboží	28 889	34 106				
Výkonová spotřeba	126 219	143 885	167 700	131 282	208 555	249 328
Náklady vynaložené na prodané zboží	28 819	33 981				
Spotřeba materiálu a energie	40 992	41 304	85 804	69 542	110 455	135 925
Služby	56 408	68 600	81 896	61 740	98 100	113 403
Přidaná hodnota	**130 512**	**175 261**	**190 254**	**145 722**	**253 551**	**274 206**
Osobní náklady	102 325	142 658	125 311	102 903	150 670	178 546
Úpravy hodnot v provozní oblasti	2 304	2 557	4 657	7 445	15 165	19 067
Ostatní provozní výnosy	514	657	48 898	5 440	2 559	2 269
Ostatní provozní náklady	17 143	21 700	81 941	14 542	24 243	17 090
Provozní výsledek hospodaření (+/-)	**9 254**	**9 003**	**27 243**	**26 272**	**66 032**	**61 772**
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíly	0	0	9 271	6 000	3 579	3 127
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	1	0
Výnosové úroky a podobné výnosy	529	1 810	986	4	62	95
Nákladové úroky a podobné náklady	495	905	2 076	102	271	278
Úpravy hodnot a rezervy ve finanční oblasti	0	0	0	19 950	15 000	0
Ostatní finanční výnosy	366	1 539	1 629	144	176	87
Ostatní finanční náklady	1 048	1 432	2 552	2 821	2 787	4 507
Finanční výsledek hospodaření (+/-)	**-648**	**1 012**	**-1 060**	**-16 725**	**-14 290**	**-1 476**
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	**8 606**	**10 015**	**26 183**	**9 547**	**51 742**	**60 296**
Daň z příjmů	1 948	3 065	5 354	6 029	13 103	12 532
Výsledek hospodaření po zdanění	**6 658**	**6 950**	**20 829**	**3 518**	**38 639**	**47 764**

Zdroj: výroční zprávy Společnosti

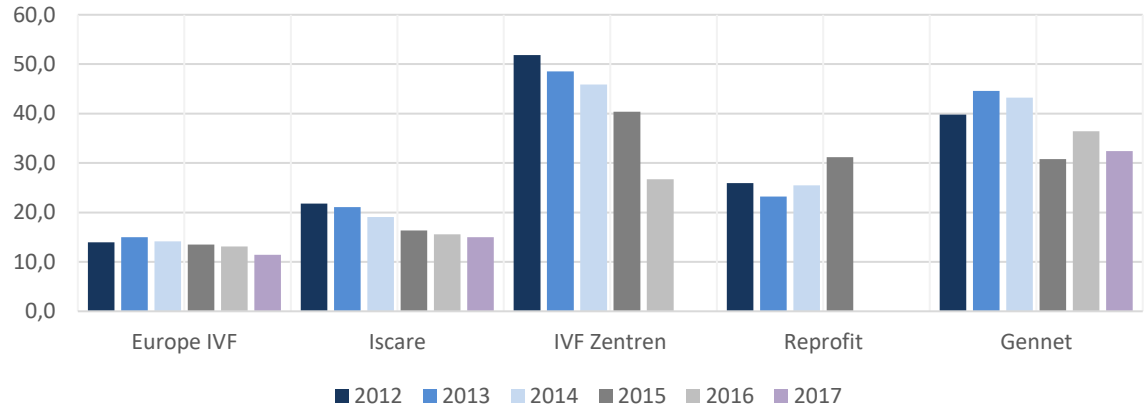
Celkové provozní tržby (tržby za prodej zboží a výkony) společnosti Gennet měly ve všech sledovaných letech rostoucí tendenci[13]. Průměrné roční tempo růstu tržeb (analyzované geometrickým průměrem) činilo 18,1 % a v posledním sledovaném roce 2017 dosáhla Společnost celkových provozních tržeb na úrovni 523,5 mil. Kč.

Výkonová spotřeba rostla ve sledovaných letech meziročním tempem růstu 14,6 %, tedy nižším tempem než celkové tržby. Podíl výkonové spotřeby na tržbách osciloval mezi 45,1 až 49,2 %. V roce 2017 činil tento podíl 47,6 %.

Osobní náklady rostly průměrným ročním tempem 11,8 % a podíl na celkových tržbách činil k Datu ocenění 34,1 %. Na celkových nákladech se osobní náklady podílely v posledním sledovaném roce na úrovni 40,1 %. Graf níže nabízí porovnání výše osobních nákladů a provozních tržeb oceňované Společnosti a konkurenčních společností. Z grafu je zřejmé, že tento podíl byl u Společnosti Gennet značně vyšší, než je průměrná výše ukazatele u konkurenčních společností. Důvodem může být vyšší mzdové ohodnocení zaměstnanců oproti konkurenci nebo nepříliš efektivní využívání kapacit.

[13] Pokles v roce 2015 způsoben zmíněným zkrácením hospodářského roku.

Graf 19: Vývoj podílu osobních nákladů a provozních tržeb společnosti Gennet a konkurence [%]



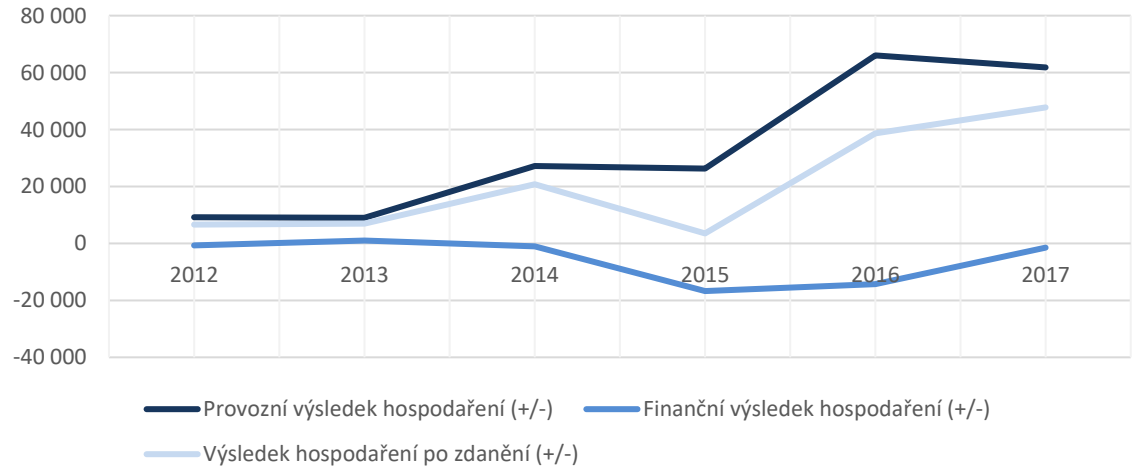
Zdroj: Databáze Amadeus, vlastní zpracování

Výše ročních odpisů Společnosti se ve sledovaných letech pohybovala v souladu s růstem dlouhodobého majetku. Bližší analýza odpisů a investiční činnosti bude provedena v kapitole Prognóza generátorů hodnot.

Významnou položkou v rámci ostatních provozních výnosů a nákladů jsou jiné provozní výnosy a náklady, které byly na vysoké úrovni zejména v roce 2014. Z pohledu externího oceňovatele (bez přístupu do obratové předvahy) lze těžko posuzovat, o jaký typ výnosů a nákladů se jedná. Tato informace není obsažena ani ve výročních zprávách Společnosti.

Provozní výsledek hospodaření vykazoval rostoucí trend až do roku 2016. Výrazný vliv na provozní výsledek měly v jednotlivých letech zejména zmiňované položky ostatních provozních výnosů a nákladů a v posledních sledovaných letech také odpisy. Výkonová spotřeba a osobní náklady dosahovaly relativně stabilní výše ve vztahu k provozním tržbám po celé sledované období.

Graf 20: Vývoj provozního a finančního výsledku hospodaření Společnosti [tis. Kč]

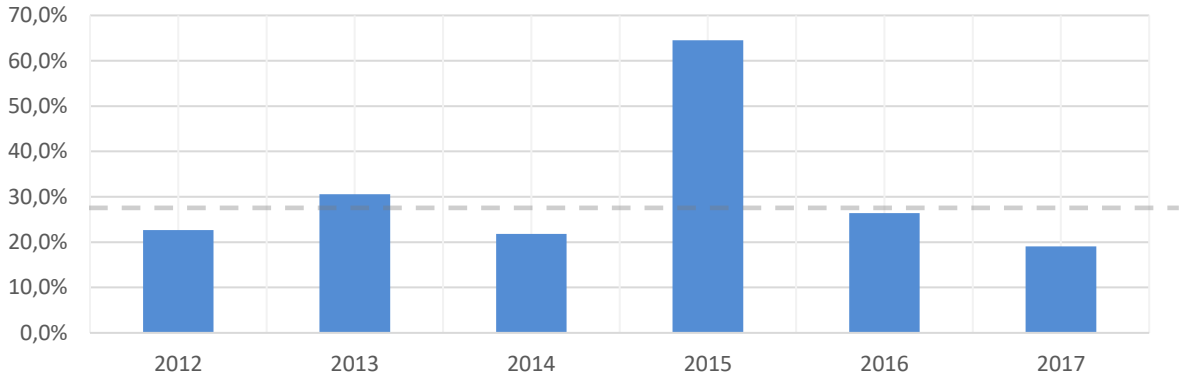


Zdroj: výroční zprávy Společnosti, vlastní zpracování

Finanční výsledek hospodaření neměl mimo hospodářské roky 2015 a 2016 významný vliv na celkový výsledek hospodaření společnosti. Ve zmiňovaných letech determinovala výši finančního výsledku položka úprav hodnot a rezerv ve finanční oblasti. Dle výročních zpráv se jedná o vytvoření

opravných položek k nominální hodnotě zápůjčky, která byla poskytnuta společnosti City Fertility Limited. Nejedná se ovšem o daňově uznatelné náklady, kdy právě tyto položky se významně promítly do efektivní daňové sazby.

Graf 21: Vývoj efektivní daňové sazby společnosti Gennet



Zdroj: výroční zprávy Společnosti, vlastní zpracování

4.4 ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ

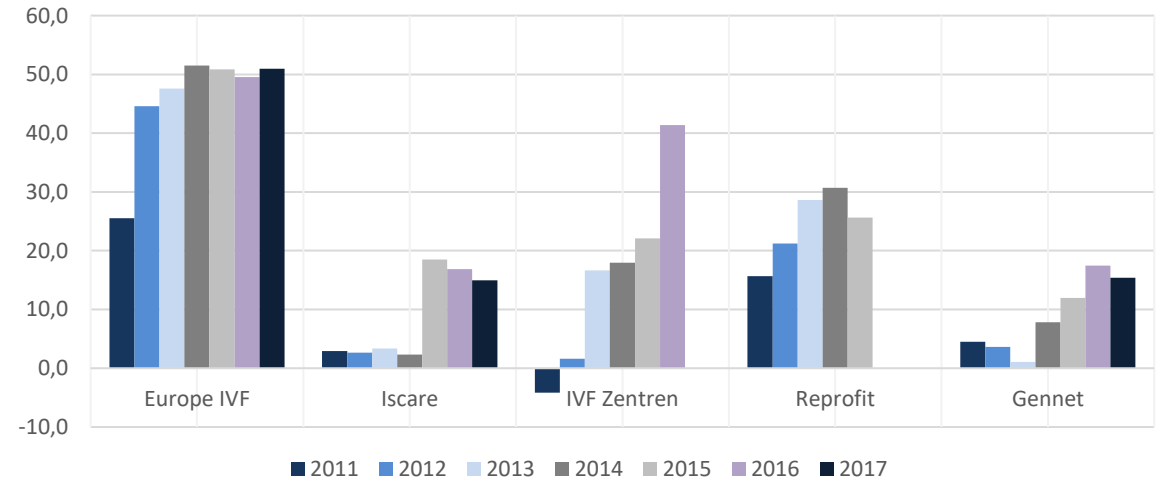
Analýzy poměrových ukazatelů jsou vytvářeny na základě dat z databáze Amadeus, která čerpá z výročních zpráv. Některá data nemusí ovšem být součástí databáze, neboť ne všechny společnosti zveřejňují své účetní závěrky tak, jak jim ukládá zákon.

4.4.1 RENTABILITA

4.4.1.1 EBITDA MARŽE

Z hlediska výnosnosti a výkonnosti společností považuji za nejvíce vypovídající ukazatel EBITDA marži. Z hlediska nejčastěji volené metodologie ocenění, tedy ocenění na úrovni DCF entity (peněžní toky pro vlastníky i věřitele) nastiňuje tento ukazatel, jak vysoké ziskové marže před odpisy dosahuje oceňovaný podnik bez ohledu na to, jakým způsobem je jeho majetek financován.

Graf 22:Vývoj EBITDA marže konkurence a společnosti Gennet [%]



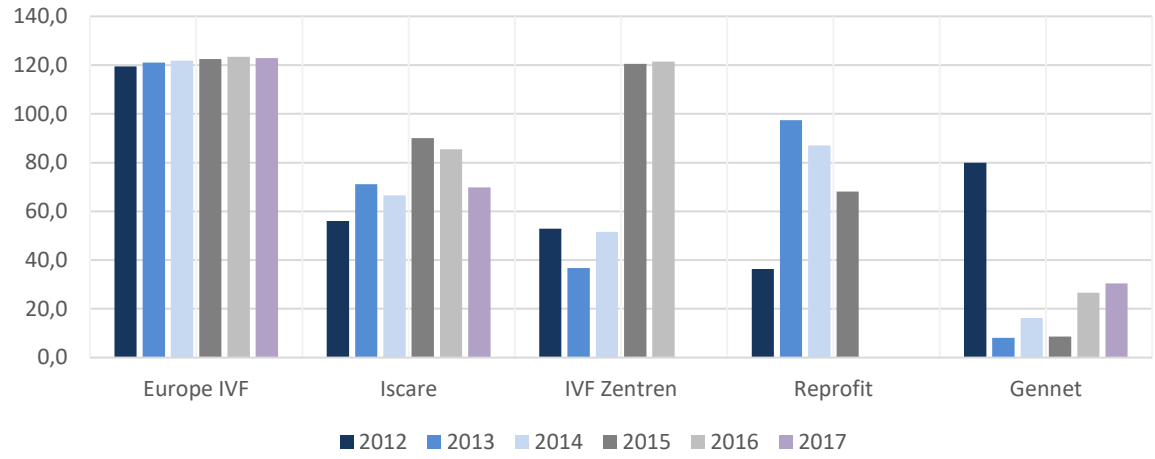
Zdroj: Databáze Amadeus, vlastní zpracování

Z grafu je zřejmé, že při porovnání s konkurencí si Společnost Gennet vede téměř nejhůře. Trend růstu EBITDA marže je ovšem velmi vysoký a od roku 2013 výrazně roste. V posledním období došlo k drobnému poklesu ukazatele na 15,4 %. Jednoznačně nejúspěšnější je konkurenční společnost Europe IVF, jejíž EBITDA marže ve sledovaném období přesahovala i 50 %.

4.4.1.2 RENTABILITA VLASTNÍHO KAPITÁLU

Následující graf reflektuje vývoj rentability vlastního kapitálu, tedy podílu výsledku hospodaření před zdaněním a vlastního kapitálu.

Graf 23: Vývoj RVK konkurence a společnosti Gennet [%]



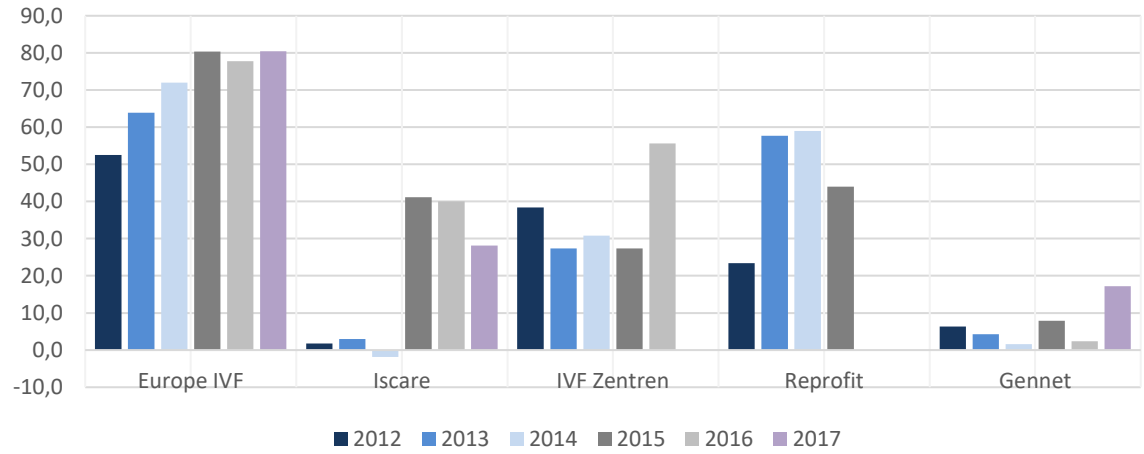
Zdroj: Databáze Amadeus, vlastní zpracování

Společnost Gennet i v tomto ukazateli dosahuje nejnižší výše v konkurenčním porovnání. Zcela nejvýkonnější je opět společnost Europe IVF, jejíž rentabilita vlastního kapitálu neklesla pod 120 %. Rentabilita vlastního kapitálu indikuje výkonnost společnosti ve vztahu k účetní hodnotě vlastního kapitálu. Lze říci, že čím více je porovnávaná společnost zadlužena, tím méně musí být společnost financována vlastním kapitálem a ukazatel RVK tak dosahuje vyšších hodnot.

4.4.1.3 RENTABILITA AKTIV

Rentabilita aktiv vyjadřuje podíl čistého zisku a celkových aktiv v účetní hodnotě. V rámci konkurenčních společností opět dosahuje oceňovaná Společnost nejnižší výše analyzovaného poměrového ukazatele. Ziskovost Společnosti je tak ve všech analýzách výrazně pod průměrnou výší, které dosahují konkurenční společnosti.

Graf 24: Vývoj rentability aktiv společnosti Gennet a konkurenčních společností [%]

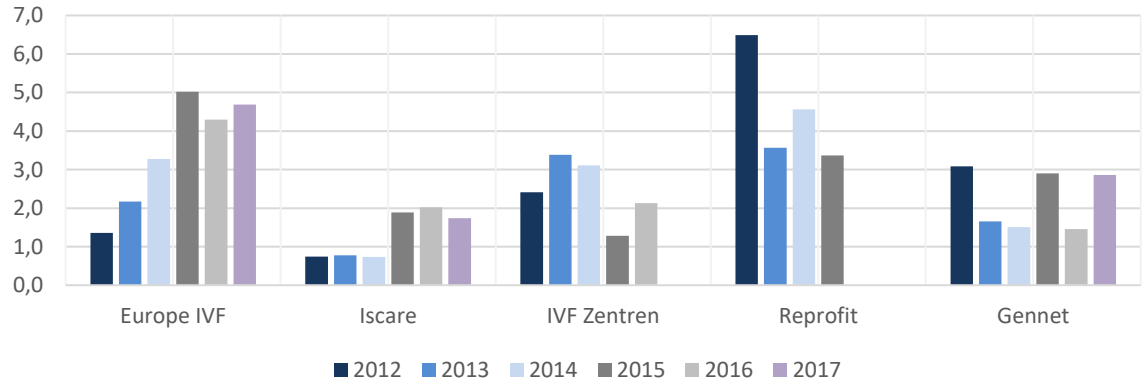


Zdroj: Databáze Amadeus, vlastní zpracování

4.4.2 UKAZATELE LIKVIDITY

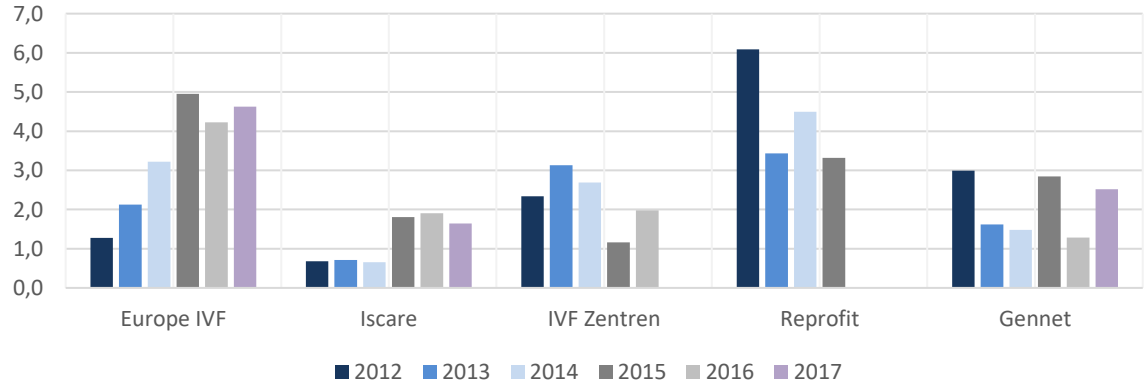
Likvidita společnosti odráží schopnost řádně splácet své krátkodobé závazky. Běžná likvidita představuje podíl oběžných aktiv a krátkodobých závazků. Pohotová likvidita představuje běžnou likviditu, kde jsou od oběžných aktiv odečteny zásoby.

Graf 25: Vývoj běžné likvidity společnosti Gennet a konkurenčních společností [%]



Zdroj: Databáze Amadeus, vlastní zpracování

Graf 26: Vývoj pohotové likvidity společnosti Gennet a konkurenčních společností [%]

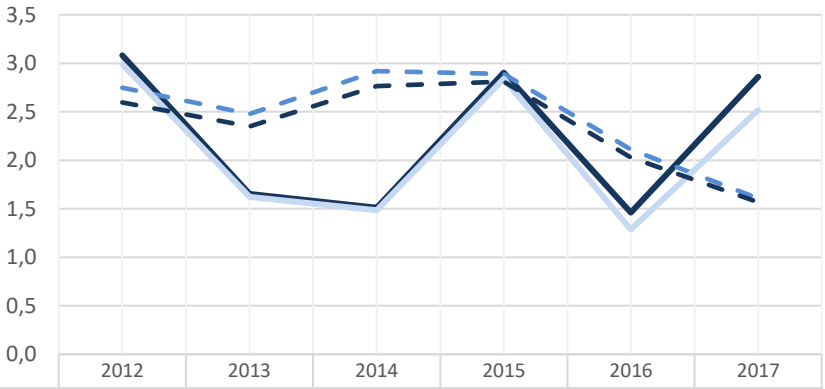


Zdroj: Databáze Amadeus, vlastní zpracování

Běžná i pohotová likvidita společnosti Gennet oscilovala okolo úrovně konkurenčního průměru. Zde je důležité zmínit, že společnost využívá k Datu ocenění cashpoolový účet a v rámci peněžních prostředků nepotřebuje tedy držet tak velké množství oběživa. K Datu ocenění dosáhla výše běžné likvidity Společnosti 2,9 a výše pohotové likvidity 2,5.

Analýza likvidity na základě konkurenčních průměrů neukazuje, že by společnost měla potíže s uhrazením svých krátkodobých závazků. Literatura hovoří o dostatečné výši běžné likvidity na úrovni 1,5 a pohotové likvidity na úrovni 1 (Sedláček, 2008, s. 67). Požadované ukazatele se samozřejmě liší dle odvětví, nicméně uvedená kritéria splňuje oceňovaná společnost Gennet v každém ze sledovaných let.

Graf 27: Porovnání vývoje běžné a pohotové likvidity s konkurencí



	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Běžná likvidita - Gennet	3,1	1,7	1,5	2,9	1,5	2,9
Průměrná běžná likvidita	2,7	2,5	2,9	2,9	2,1	1,6
Pohotová likvidita - Gennet	3,0	1,6	1,5	2,8	1,3	2,5
Průměrná pohotová likvidita	2,6	2,3	2,8	2,8	2,0	1,6

Zdroj: Databáze Amadeus, vlastní zpracování

4.4.3 UKAZATELE ZADLUŽENOSTI

Jak již bylo zmíněno předchozích analýzách, společnost Gennet je z pohledu úvěrového financování zcela nezadlužena. Obdobná situace je k Datu ocenění i u všech analyzovaných konkurenčních společností. Jedná se o jisté specifiko daného odvětví a potvrzuje tak fakt, že společnosti dosahují vysoké ziskovosti (a s tím spojené postupné navyšování vlastního kapitálu) a není tak pro management společnosti nutné využívat k financování majetku cizí zdroje.[14]

Společnost ovšem eviduje závazek vůči ovládané nebo ovládající osobě ve výši 47,7 mil. Kč v rámci krátkodobých závazků, který vznikl z titulu cashpoolingu. Celková zadluženost Společnosti, která byla stanovena jako podíl závazků a celkového kapitálu činí k Datu ocenění 29,6 %. Přesto z hlediska finanční stability není spojeno s provozní činností Společnosti téměř žádné riziko.

[14] Poznatek z ekonomické nevýhody financování pouze vlastním kapitále je uveden v předchozí kapitole.

4.5 ZÁVĚR FINANČNÍ ANALÝZY

V rámci analýzy účetních výkazů byl identifikován růst oceňované společnosti Gennet prakticky ve všech ohledech. Ve sledovaném období rostla bilanční suma, tržby, provozní výsledek hospodaření a také výsledek hospodaření po zdanění. Z hlediska kapitálové struktury vzrostl výrazně vlastní kapitál vlivem nakumulovaných zisků minulých období a podíl cizího kapitálu na celkovém kapitálu tak výrazně klesal.

Analýza poměrových ukazatelů poukázala na výrazně nižší ukazatele rentability Společnosti oproti konkurenci. Důležité ovšem bude v rámci dalších analýz oddělit neprovozní majetek a stanovit marži korigovaného provozního výsledku hospodaření, která je pro celé ocenění zcela zásadním ukazatelem.

Analýza poměrových ukazatelů v podobě ukazatelů zadluženosti a likvidity poukázala na velmi dobré finanční zdraví Společnosti ve vztahu k obecně doporučovaným hodnotám ukazatelů a také ve vztahu ke konkurenčním podnikům, resp. odvětvovému průměru.

Na základě finanční analýzy hodnotím společnost Gennet jako finančně zdravou a bonitní. V souladu se strategickou analýzou, postavením Společnosti na trhu a vývojem relevantního trhu je s oceňovanou společností spojen výnosový potenciál, který by se měl kladně promítnou do hodnoty Společnosti. V rámci analýz byl potvrzen princip „going concern“ a pro ocenění Společnosti je tak možné využít některé z výnosových metod.

5 AKTIVA PROVOZNĚ NUTNÁ

Při ocenění je nutné vycházet z předpokladu, že oceňovaná společnost má jedno podnikatelské zaměření. Právě pro toto zaměření potřebuje podnik aktiva v určité velikosti a struktuře včetně přiměřených kapacitních rezerv. Tato aktiva jsou označována jako provozně nutná (potřebná). Všechna ostatní aktiva lze označit za nenutná (neprovozní). (Mařík 1, 2011, s. 118)

S neprovozními aktivy je nutné vyřadit i výnosy a náklady, které s předmětným majetkem souvisí, a to nejen k Datu ocenění, ale i v rámci historické časové řady.

V této kapitole byla provedena analýza položek majetku Společnosti tak, jak je evidován v účetních závěrkách. Následně byla vyčleněna všechna aktiva, která nesplňují parametry provozních aktiv. Důležité je zde zmínit fakt, že ocenění je provedeno na základě veřejně dostupných dat a vyčleněna jsou tak aktiva, která dle obecných postupů nejsou provozní. Při standardním ocenění by bylo nutné analyzovat jednotlivé typy majetku a komunikovat s managementem Společnosti, jaký majetek lze považovat za neprovozní.

5.1 VYČLENĚNÍ NEPROVOZNÍCH AKTIV

V dlouhodobém majetku je za neprovozní aktivum považována položka zápůjčky a úvěry – ovládaná nebo ovládající osoba. Dále Společnost eviduje zmiňované majetkové účasti. Všechny tři majetkové účasti ovšem úzce souvisí s provozní činností oceňované společnosti a budou tak považovány za majetek provozního charakteru. Výnosy a náklady související s tímto majetkem budou součástí KPVH tak, jak doporučuje odborná literatura. (Mařík 1, 2011, s. 122)

U oběžných aktiv byla vyčleněna položka jiné dlouhodobé pohledávky, která ovšem byla evidována pouze v hospodářských letech 2012 a 2013. Dále byly u oběžných aktiv, resp. krátkodobých pohledávek vyčleněny tyto položky:

- Pohledávky – ovládaná nebo ovládající osoba;
- Pohledávky za společníky;
- Jiné pohledávky.

Vyčlenění krátkodobých jiných pohledávek je mírně spekulativní, neboť se může jednat i o pohledávky, které by měly být součástí provozního pracovního kapitálu. K Datu ocenění je ovšem položka evidována v hodnotě 108 tis. Kč, což představuje marginální položku ve vztahu k celkovému pracovnímu kapitálu. V roce 2013 ale Společnost evidovala tuto položku na úrovni 18,1 mil. Kč. Bez bližší specifikace či komunikace s managementem Společnosti nelze určit, zda se jedná o majetek provozního charakteru. Vzhledem k jednorázovému výkyvu v roce 2013 bude položka z provozních aktiv vyčleněna.

Poslední identifikovanou položkou neprovozního charakteru jsou peněžní prostředky. Ačkoli, jak již bylo řečeno, Společnost využívá cashpoolového financování, tak v předchozích letech tomu tak nebylo. Dle analýzy a porovnatelnosti časové řady byla stanovena provozně nutná výše peněžních

prostředků na úrovni 20 % krátkodobých závazků[15], tedy ukazatel okamžité likvidity na úrovni 0,2. Zde by bylo opět žádoucí konzultovat provozně nutnou výši peněžních prostředků se zástupci managementu Společnosti.

Identifikovaná nehmotná aktiva je nutné přecenit na tržní hodnotu tak, jak je to ve výnosových metodách ocenění vyžadováno. Toto přecenění je součástí dalších kapitol diplomové práce. Přehled identifikovaných neprovozních aktiv shrnuje následující tabulka.

Tabulka 12: Identifikace neprovozního majetku v letech 2012 až 2017

Identifikovaný neprovozní majetek v účetních hodnotách [tis. Kč]	**2012** 1.4.-31.3.	**2013** 1.4.-31.3.	**2014** 1.4.-31.3.	**2015** 1.4.-31.12.	**2016** 1.1.-31.12.	**2017** 1.1.-31.12.
Dlouhodobý finanční majetek	**27 232**	**73 281**	**87 909**	**55 702**	**25 160**	**37 841**
Zápůjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládající osoba	27 232	73 281	87 909	55 702	25 160	37 841
Dlouhodobé pohledávky	**3 074**	**24 522**	**0**	**0**	**0**	**37 841**
Jiné pohledávky	3 074	24 522	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	**13 885**	**32 317**	**674**	**299**	**1 517**	**1 541**
Pohledávky – ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	1 433	1 433
Pohledávka za společníky	13 689	14 190	0	0	0	0
Jiné pohledávky	196	18 127	674	299	84	108
Peněžní prostředky	**10 273**	**16 442**	**34 390**	**24 007**	**1 860**	**6 936**
Neprovozní majetek celkem	**27 232**	**73 281**	**87 909**	**55 702**	**25 160**	**37 841**

Zdroj: výroční zprávy Společnosti, vlastní zpracování

5.2 VYČLENĚNÍ NEPROVOZNÍCH ZÁVAZKŮ A ÚROČENÝCH DLUHŮ

V rámci ocenění je důležité vyčlenit jednak úročené dluhy, které jsou na závěr výnosové metody DCF entity odečítány od celkové brutto hodnoty podniku, ale také krátkodobé závazky, které mohou být typu úročených dluhů, ale nejsou spojeny s financováním pracovního kapitálu hlavního předmětu podnikání oceňované společnosti. Tento typ závazků by zkresloval reálnou výši provozně nutného pracovního kapitálu. (Mařík 1, 2011, s. 132)

Následující tabulka shrnuje krátkodobé závazky, které nevstoupí do výpočtu provozně nutného pracovního kapitálu. Krátkodobé úročené závazky budou pro potřeby ocenění považovány za úročené závazky (DEBT) a ostatní neúročené závazky jsou vyřazeny z pracovního kapitálu, ale nejsou součástí úročených dluhů.

Tabulka 13: Rozlišení krátkodobých závazků společnosti, které nejsou součástí pracovního kapitálu

Krátkodobé závazky, které nejsou součástí pracovního kapitálu [tis. Kč]	**2012** 1.4.-31.3.	**2013** 1.4.-31.3.	**2014** 1.4.-31.3.	**2015** 1.4.-31.12.	**2016** 1.1.-31.12.	**2017** 1.1.-31.12.
Krátkodobé úročené závazky	**2**	**99**	**19 800**	**0**	**0**	**0**
Ostatní dluhopisy	0	99	19 800	0	0	0
Ostatní neúročené závazky	**2**	**19 004**	**4 900**	**4 900**	**0**	**0**
Závazky ke společníkům	2	19 004	4 900	4 900	0	0

Zdroj: výroční zprávy Společnosti, vlastní zpracování

Společnost eviduje také u krátkodobých závazků položku závazky vůči ovládané nebo ovládající osobě, která vznikla v rámci cashpoolového účtu mateřské společnosti FL. Zde přichází opět otázka, zda se jedná o financování pracovního kapitálu. Pro potřeby ocenění bude závazek ponechán

[15] Krátkodobé závazky byly očištěny o položky typu závazky ke společníkům či vůči ovládané nebo ovládající osobě

v pracovním kapitálu, ačkoli se jedná o úročený závazek. Úrokové náklady z titulu využívání cashpoolového účtu je ovšem nutné zařadit do výpočtu KPVH.[16]

Celková výše úročených dluhů ve sledovaných letech 2012 až 2017 tak byla stanovena následovně.

Tabulka 14: Identifikování celkových úročených dluhů společnosti Gennet

Identifikování úročených závazků	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**
[tis. Kč]	1.4.-31.3.	1.4.-31.3.	1.4.-31.3.	1.4.-31.12.	1.1.-31.12.	1.1.-31.12.
Dlouhodobé úročené závazky	**100**	**19 800**	**0**	**0**	**0**	**0**
Ostatní dluhopisy	0	19 800	0	0	0	0
Závazky – ovládaná nebo ovládající osoba	100	0	0	0	0	0
Krátkodobé úročené závazky	**0**	**99**	**19 800**	**0**	**10**	**0**
Celkové úročené závazky	**100**	**19 899**	**19 800**	**0**	**10**	**0**

Zdroj: výroční zprávy Společnosti, vlastní zpracování

5.3 PROVOZNĚ NUTNÝ INVESTOVANÝ KAPITÁL

Na základě předchozí analýzy neprovozního majetku je možné stanovit provozně nutný investovaný kapitál ve sledovaných letech 2012 až 2017. Provozně nutný investovaný kapitál získáme jako součet provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného (upraveného) pracovního kapitálu. (Mařík 1, 2011, s. 123).

Tabulka 15: Provozně nutný dlouhodobý majetek v letech 2012 až 2017

Provozně nutný dlouhodobý majetek	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**
[tis. Kč]	1.4.-31.3.	1.4.-31.3.	1.4.-31.3.	1.4.-31.12.	1.1.-31.12.	1.1.-31.12.
Dlouhodobý nehmotný majetek	2 545	1 221	66 050	62 804	58 254	53 631
Dlouhodobý hmotný majetek	3 073	4 423	10 857	21 105	50 152	57 807
Dlouhodobý finanční majetek	50	2 050	9 545	9 381	9 331	9 771
Dlouhodobý majetek	**5 668**	**7 694**	**86 452**	**93 290**	**117 737**	**121 209**

Zdroj: výroční zprávy Společnosti, vlastní zpracování

Tabulka 16: Provozně nutný dlouhodobý majetek v letech 2012 až 2017

Provozně nutný pracovní kapitál	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**
[tis. Kč]	1.4.-31.3.	1.4.-31.3.	1.4.-31.3.	1.4.-31.12.	1.1.-31.12.	1.1.-31.12.
Zásoby (+)	2 932	2 951	2 579	8 732	10 155	13 204
Krátkodobé pohledávky (+)	22 556	26 937	30 280	26 813	60 479	98 186
Peněžní prostředky (+)	5 715	6 774	6 240	8 795	5 588	14 114
Časové rozlišení aktiv (+)	40 670	44 127	6 864	1 973	1 049	1 983
Krátkodobé závazky (-)	28 574	33 870	31 201	43 973	27 941	83 626
Časové rozlišení pasiv (-)	3 580	40 253	6 748	1 321	1 705	2 203
Pracovní kapitál	**39 719**	**6 666**	**8 014**	**1 019**	**47 625**	**41 658**

Zdroj: výroční zprávy Společnosti, vlastní zpracování

Tabulka 17: Provozně nutný investovaný kapitál v letech 2012 až 2017

Provozně nutný investovaný kapitál	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**
[tis. Kč]	1.4.-31.3.	1.4.-31.3.	1.4.-31.3.	1.4.-31.12.	1.1.-31.12.	1.1.-31.12.
Dlouhodobý majetek	5 668	7 694	86 452	93 290	117 737	121 209
Pracovní kapitál	39 719	6 666	8 014	1 019	47 625	41 658
Investovaný kapitál celkem	**45 387**	**14 360**	**94 466**	**94 309**	**165 362**	**162 867**

Zdroj: výroční zprávy Společnosti, vlastní zpracování

[16] V plánu je ovšem důležité se zamyslet, zda v rámci stanovení tržní hodnoty by investor měl možnost využívat cashpoolový účet a zda by takto financoval provozní pracovní kapitál Společnosti.

5.4 KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ

Pro ocenění metodou diskontovaných peněžních toků je zcela stěžejní položkou korigovaný provozní výsledek hospodaření. Dle analýzy historických výnosů a nákladů byly identifikovány tyto položky, které by neměly být zahrnuty do KPVH.

Tabulka 18: Stanovení upraveného provozního výsledku hospodaření společnosti Gennet mezi lety 2012 a 2017

Identifikování neprovozních výnosů a nákladů [tis. Kč]	**2012** 1.4.-31.3.	**2013** 1.4.-31.3.	**2014** 1.4.-31.3.	**2015** 1.4.-31.12.	**2016** 1.1.-31.12.	**2017** 1.1.-31.12.
Provozní výsledek hospodaření	**9 254**	**9 003**	**27 243**	**26 272**	**66 032**	**61 772**
Tržby z prodaného dlouhodobého majetku (-)	315	265	907	447	757	1 483
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku (+)	**0**	**0**	**0**	**0**	**32**	**32**
Rezervy v provozní oblasti a komplexní NPO (+)	**0**	**0**	**1 373**	**1 200**	**5 695**	**-135**
Upravený provozní výsledek hospodaření	**8 939**	**8 738**	**27 709**	**27 025**	**71 002**	**60 186**

Zdroj: výroční zprávy Společnosti, vlastní zpracování

Tento KPVH je tedy výsledek hospodaření generovaný provozně nutným investovaným kapitálem. První tabulka nabízí úpravu historické výše provozního výsledku hospodaření (plynoucí čistě z provozní činnosti podniku, nikoli finanční). Předmětem úprav jsou tržby z prodaného dlouhodobého majetku a zůstatková cena daného majetku. Úpravy reflektují anulování uskutečněných událostí.

Tabulka níže zobrazuje korekci upraveného provozního výsledku hospodaření o položky finančního výsledku hospodaření, které na základě výše provedených analýz spadají také do KPVH. Výsledkem je pak stanovení KPVH ve sledovaném období 2012 až 2017.

Tabulka 19: Stanovení KPVH společnosti Gennet mezi lety 2012 a 2017

Stanovení KPVH [tis. Kč]	**2012** 1.4.-31.3.	**2013** 1.4.-31.3.	**2014** 1.4.-31.3.	**2015** 1.4.-31.12.	**2016** 1.1.-31.12.	**2017** 1.1.-31.12.
Upravený provozní výsledek hospodaření	**8 939**	**8 738**	**27 709**	**27 025**	**71 002**	**60 186**
Náklady spojené s kontokorentním úvěrem (-)	200	200	200	200	0	0
Náklady spojené s cashpoolovým účtem (-)	0	0	0	0	200	200
Výnosy plynoucí z dlouhodobého finančního majetku (+)	0	0	0	6 000	3 529	3 127
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	**8 739**	**8 538**	**27 509**	**32 825**	**74 331**	**63 113**
Marže KPVH	3,4 %	2,7 %	7,7 %	11,9 %	16,1 %	12,1 %
Marže KPVH před odpisy	4,3 %	3,5 %	9,0 %	14,5 %	19,4 %	15,7 %

Zdroj: výroční zprávy Společnosti, vlastní zpracování

Dlouhodobá půjčka dceřiné společnosti City Fertility Limited je považována na neprovozní. Z tohoto důvodu není ani v rámci KPVH uvažováno s výnosovými úroky, které plynou z této půjčky. Ač je dlouhodobý finanční majetek považován za provozní, tak půjčka tohoto typu, která je určena pro financování nepříliš výkonné dceřiné společnosti, je uvažována jako neprovozní. Důvodem je zejména fakt, zda by investor akvírující společnost Gennet měl zájem na investování do této dceřiné společnosti.[17]

Náklady spojené s financováním ať již kontokorentním úvěrem či cashpoolovým účtem nelze exaktně stanovit na základě informací z výročních zpráv. Kontokorentní úvěr byl však využíván mezi lety 2012 a 2016. Cashpoolový účet je pak využíván od roku 2016. Kontokorentní úvěr byl úročen

[17] Pohledávky, které Společnost eviduje vůči dceřiné společnosti byly dvakrát v letech 2015 a 2016 částečně odepsány. Důvodem jsou patrně špatné finanční výsledky společnosti.

úrokovou sazbou ve výši sedmidenního PRIBORU a marže ve výši 1,1 %. Vzhledem k faktu, že se jedná o marginální částku z celé výše KPVH byly náklady na toto financování odhadnuty na úrovni 200 tis. Kč ročně. Bez zůstatku závazků v měsíční periodicitě nelze příliš dobře odhadnout výši úroků spojených s daným financováním.

Výnosy plynoucí z dlouhodobého finančního majetku reprezentují dividendy od dceřiných společnost, které jsou, jak již bylo zmíněno, považovány za provozní majetek, a výnosy tak musí vstoupit do KPVH. Otázkou je, zda jsou (mimo prvotní investice do majetkových účastí) s investicemi tohoto typu spojeny i náklady. Domnívám se, že veškeré výdaje jsou řešeny na úrovni dceřiné společnosti a v rámci dividend tak plyne mateřské společnosti pouze čistý výnos.

6 PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY

V této kapitole diplomové práce je analyzován a odhadován vývoj tzv. generátorů hodnoty. Pod pojmem generátory hodnoty si představme zejména tyto veličiny: (Mařík 1, 2011, s. 125)

1. Tržby (obrat) a jejich růst;
2. Marže provozního zisku (KPVH);
3. Investice do pracovního kapitálu;
4. Investice do dlouhodobého majetku provozně nutného.

Na základě prognózy generátorů hodnoty je následně postaven finanční plán oceňované společnosti. Další generátory hodnoty, které je třeba analyzovat v souladu se sestavením plánu jsou:

5. Diskontní míra;
6. Způsob financování;
7. Doba existence podniku.

6.1 TRŽBY

Projekce budoucích tržeb je součástí kapitoly strategické analýzy. Tržby byly predikovány na základě odhadu vývoje relevantního trhu a na základě konkurenční síly oceňovaného podniku. Tržby oceňované společnosti pak byly odhadnuty ve třech variantních scénářích.

Tabulka 20: Predikce vývoje tržeb společnosti Gennet ve třech variantních scénářích

		Skutečnost		Pesimistický scénář		Střední varianta		Optimistický scénář	
	Rok	Relevantní trh [tis. Kč]	Tempo růstu	Relevantní trh [tis. Kč]	tempo růstu	Relevantní trh [tis. Kč]	Tempo růstu	Relevantní trh [tis. Kč]	Tempo růstu
Minulost	2012	256 731							
	2013	319 146	24,31 %						
	2014	357 954	12,16 %						
	2015	369 339	3,18 %						
	2016	462 106	25,12 %						
	2017	523 534	13,29 %						
Predikce	2018			542 707	3,66 %	573 680	9,58 %	604 652	15,49 %
	2019			581 264	7,10 %	627 232	9,33 %	673 200	11,34 %
	2020			620 271	6,71 %	684 512	9,13 %	748 754	11,22 %
	2021			655 523	5,68 %	741 126	8,27 %	826 725	10,41 %
	2022			690 783	5,38 %	801 440	8,14 %	912 096	10,33 %

Zdroj: vlastní výpočty

Vzhledem k faktu, že tempo růstu tržeb společnosti Gennet dosahuje na konci první fáze stále velmi vysokých hodnot, je nutné plán prodloužit alespoň o rok. Těžko si lze představit, že by některá společnost mohla generovat tržby, jejichž dynamika by byla po celou druhou fázi (tedy od roku 2023 dále) na úrovni 10 %. Plán byl tak prodloužen o rok a dynamika růstu tržeb byla více stabilizována, aby rozdíl mezi posledním rokem první fáze a druhou fází nebyl tak významný.

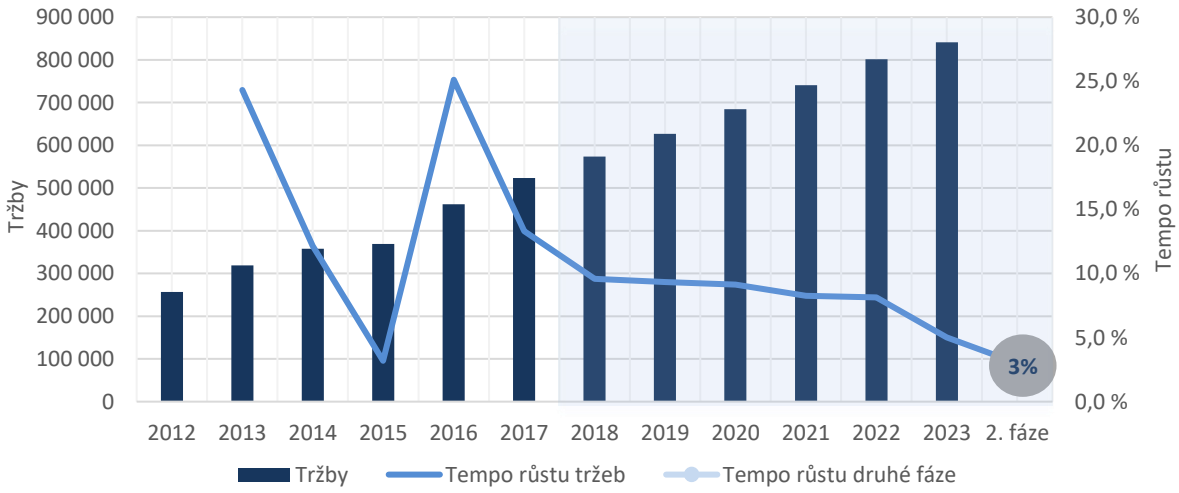
Tabulka 21: Predikce vývoje tržeb společnosti Gennet ve třech variantních scénářích

	Rok	Skutečnost Tržby [tis. Kč]	Skutečnost Tempo růstu	Pesimistický scénář Tržby [tis. Kč]	Pesimistický scénář tempo růstu	Střední varianta Tržby [tis. Kč]	Střední varianta Tempo růstu	Optimistický scénář Tržby [tis. Kč]	Optimistický scénář Tempo růstu
Minulost	2012	256 731							
	2013	319 146	24,31 %						
	2014	357 954	12,16 %						
	2015	369 339	3,18 %						
	2016	462 106	25,12 %						
	2017	523 534	13,29 %						
Predikce	2018			542 707	3,66 %	573 680	9,58 %	604 652	15,49 %
	2019			581 264	7,10 %	627 232	9,33 %	673 200	11,34 %
	2020			620 271	6,71 %	684 512	9,13 %	748 754	11,22 %
	2021			655 523	5,68 %	741 126	8,27 %	826 725	10,41 %
	2022			690 783	5,38 %	801 440	8,14 %	912 096	10,33 %
	2023			714 960	3,50 %	841 512	5,00 %	975 943	7,00 %
	Dále				**2,00%**		**3,00 %**		**4,00 %**

Zdroj: vlastní výpočty

V následující části diplomové práce je ke stanovení hodnoty Společnosti využívána střední varianta odhadu tržeb Společnosti.[18] Tempo růstu druhé fáze je tak uvažováno mírně nad úrovní cílové inflace ČNB.

Graf 28: Vývoj tržeb a dynamiky tržeb společnosti Gennet od roku 2012 do druhé fáze [tis. Kč; %]



Zdroj: výroční zprávy Společnosti, vlastní výpočty

6.2 PROVOZNÍ ZISKOVÁ MARŽE

6.2.1 PROGNÓZA ZISKOVÉ MARŽE SHORA

Provozní ziskovou marži ovlivňuje zejména intenzita konkurence, a to prostřednictvím vlivu na podíl přidané hodnoty na tržbách (tlakem na snižování nebo zvyšování) prodejních cen nebo menší možností ovlivňovat nákupní ceny požadované dodavateli. Dále intenzita konkurence ovlivňuje tlak na zvyšování nebo snižování nákladů a na podporu prodeje.

[18] Výkyv tempa růstu tržeb v roce 2015 způsoben z větší části zkráceným hospodářským rokem

Intenzita konkurence závisí na následujících faktorech[19]: (Mařík 1, 2011, s. 129)

- Počet přímých konkurentů;
- Stupeň standardizace produktu;
- Stabilita poptávky;
- Růst trhu;
- Velikost tržních bariér;
- Možnosti substituce.

Každý z těchto faktorů je následně ohodnocen rizikem na úrovni 0 až 6, přičemž nulová výše představuje nejvyšší riziko spojené s poklesem ziskové marže.

I. Počet přímých konkurentů

Intenzita konkurence má tendenci růst s vyrovnaností tržních podílů. Dle analýzy, která byla provedena ve strategické analýze je evidentní, že vyrovnanost tržních podílů je skutečně vysoká. Zvětšující se počet účastníků trhu snižuje vliv jednotlivých společností na dění na trhu. Proto je tento faktor míry rizika hodnocen na úrovni **1 z 6.**

II. Stupeň standardizace produktu (služby)

Stupeň standardizace produktu, resp. služby považuji za velmi vysoký. Ač se zde může projevit know-how či kvalita provedené služby, tak se stále jedná o velmi podobnou (prakticky stejnou) službu. Čím vyšší je standardizace produktu (služby) oceňované společnosti, tím vyšší je riziko spojené s intenzitou konkurence. Proto stupeň standardizace produktu hodnotím vysokým rizikem na úrovni **1 z 6**.

III. Stabilita poptávky

Čím je poptávka méně stabilní, tím častěji dochází k situacím, kdy vznikají nadbytečné kapacity a tím i snaha tomuto jevu čelit. Poptávka na relevantním trhu je ovšem, jak bylo ukázáno v analýze vývoje počtu cyklů na relevantním trhu, velmi stabilní. Riziko spojené s intenzitou konkurence a snížením ziskové marže je tak velmi malé **6 z 6**.

IV. Růst trhu

Výraznější růst trhu intenzitu konkurence spíše snižuje. Dynamiku trhu asistované reprodukce lze i z analýz provedených v rámci strategické analýzy považovat za velmi vysokou. Proto riziko spojené se zvyšující se intenzitou konkurence a tím pádem nestability ziskové marže považuji za velmi malé **5 z 6**.

V. Velikost tržních bariér

V odvětvích, do kterých není složité vstoupit a začít v nich podnikat, bývá konkurence vysoká a zisková marže v takových odvětvích spíše klesá. Bariéry vstupu do relevantního odvětví považuji za relativně vysoké. Lékařů s atestací je málo, dále je nutné zaměstnat embryology, zřídit prostory a vybavit ordinace drahými lékařskými stroji. Jsou zde také zákonná omezení a pravidla, která je nutné

[19] Faktory byly mírně přizpůsobeny relevantnímu trhu a Společnosti.

dodržovat. Na druhou stranu existují odvětví, do kterých je mnohem náročnější a nákladnější vstoupit. Proto riziko spojené s možností vzrůstající konkurence hodnotím jako nižší **3 z 6.**

VI. Možnosti substituce

Čím vyšší je riziko možné substituce produktu nebo v tomto případě služby, tím více je nutné počítat s poklesem ziskových marží a naopak. U oceňované společnosti lze prakticky s jistotou tvrdit, že v dohledné době není možnost danou službu substituovat. Riziko spojené s tímto faktorem tak hodnotíme jako nejnižší možné **6 z 6**

Závěr k provozní ziskové marži

Analýza intenzity konkurence je shrnuta v následující tabulce.

Tabulka 22: Analýza provozní ziskové marže shora

Kritérium hodnocení intenzity konkurence	Bodové hodnocení [0 až 6]
Počet přímých konkurentů	1
Stupeň standardizace produktu (služby)	1
Stabilita poptávky	6
Růst trhu	5
Velikost tržních bariér	3
Možnosti substituce	6

Zdroj: vlastní zpracování

Míra intenzity konkurence byla na základě výše uvedených rizikových faktorů odhadnuta na úrovni 61,1 %. Usuzuji tak, že v rámci dané intenzity konkurence je prostor pro pozvolné zvyšování ziskové marže v prvních letech plánovaného období.

Po výše provedené analýze provozní ziskové marže shora odhaduji, že v rámci období první fáze poroste provozní zisková marže mírným tempem 0,2 procentního bodu ročně se zpomalením tempa růstu v roce 2022 na 0,1 procentního bodu. Predikce vývoje ziskové marže shora je zobrazena v následující tabulce.

Tabulka 23: Prognóza ziskové marže shora

Prognóza KPVH pomocí ziskové marže shora	2018	2019	2020	2021	2022	2023
[tis. Kč]	1.1-31.12	1.1.-31.12	1.1.-31.12	1.1.-31.12	1.1.-31.12	1.1.-31.12
Tržby	573 680	627 232	684 512	741 126	801 440	841 512
Provozní zisková marže před odpisy	15,9 %	16,1 %	16,3 %	16,5 %	16,6 %	16,7 %
KPHV před odpisy	**91 215**	**100 984**	**111 576**	**122 286**	**133 039**	**140 533**

Zdroj: vlastní zpracování

V další fázi je nutné sladit odhadnutou výši provozní ziskové marže s predikcí provozní ziskové marže zdola.

6.2.2 PROGNÓZA ZISKOVÉ MARŽE ZDOLA

V prognóze ziskové marže zdola jsou sestaveny predikce hlavních provozních nákladových položek jako je výkonová spotřeba a osobní náklady. Tyto položky jsou analyzovány ve formě podílu na tržbách. Prognóza je pak doplněna o méně významné provozní nákladové položky nebo výnosy. Následně je kalkulován provozní zisk jako rozdíl provozních výnosů a nákladů a z tohoto zisku je dopočítána provozní zisková marže. (Mařík 1, 2011, s. 128)

Tabulka 24: Vývoj nákladových a výnosových položek v rámci analýzy provozní ziskové marže zdola

Vývoj nákladových a výnosových položek [tis. Kč]	**2012** 1.4.-31.3.	**2013** 1.4.-31.3.	**2014** 1.4.-31.3.	**2015** 1.4.-31.12.	**2016** 1.1.-31.12.	**2017** 1.1.-31.12.
Výkonová spotřeba	**126 219**	**143 885**	**167 700**	**131 282**	**208 555**	**249 328**
Náklady vynaložené na prodané zboží	28 819	33 981	0	0	0	0
Spotřeba materiálu a energie	40 992	41 304	85 804	69 542	110 455	135 925
Služby	56 408	68 600	81 896	61 740	98 100	113 403
Přidaná hodnota	**130 512**	**175 261**	**190 254**	**145 722**	**253 551**	**274 206**
Osobní náklady	102 325	142 658	125 311	102 903	150 670	178 546
Úpravy hodnot v provozní oblasti	2 304	2 557	4 657	7 445	15 165	19 067
Ostatní provozní výnosy	199	392	47 991	4 993	1 802	786
Ostatní provozní náklady	17 143	21 700	80 568	13 342	18 516	17 193
Provozní výsledek hospodaření (+/-)	**8 939**	**8 738**	**27 709**	**27 025**	**71 002**	**60 186**
Náklady na provozní financování	200	200	200	200	200	200
Výnosy z dlouhodobého majetku	0	0	0	6 000	3 529	3 127
KPVH před odpisy	**11 043**	**11 095**	**32 166**	**40 270**	**89 496**	**82 180**
KPVH marže před odpisy zdola	**4,3%**	**3,5%**	**9,0%**	**14,5%**	**19,4%**	**15,7%**

Zdroj: výroční zprávy Společnosti, vlastní zpracování

Tabulka 25: Vertikální analýzy výnosů a nákladů ve vztahu k tržbám

Vertikální analýza nákladových a výnosových položek ve vztahu k tržbám [tis. Kč]	**2012** 1.4.-31.3.	**2013** 1.4.-31.3.	**2014** 1.4.-31.3.	**2015** 1.4.-31.12.	**2016** 1.1.-31.12.	**2017** 1.1.-31.12.
Výkonová spotřeba	49,2 %	45,1 %	46,8 %	47,4 %	45,1 %	47,6 %
Náklady vynaložené na prodané zboží	11,2 %	10,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Spotřeba materiálu a energie	16,0 %	12,9 %	24,0 %	25,1 %	23,9 %	26,0 %
Služby	22,0 %	21,5 %	22,9 %	22,3 %	21,2 %	21,7 %
Osobní náklady	39,9 %	44,7 %	35,0 %	37,1 %	32,6 %	34,1 %
Úpravy hodnot v provozní oblasti	0,9 %	0,8 %	1,3 %	2,7 %	3,3 %	3,6 %
Ostatní provozní výnosy	0,1 %	0,1 %	13,4 %	1,8 %	0,4 %	0,2 %
Ostatní provozní náklady	6,7 %	6,8 %	22,5 %	4,8 %	4,0 %	3,3 %
Náklady na provozní financování	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %
Výnosy z dlouhodobého majetku	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,2 %	0,8 %	0,6 %

Zdroj: výroční zprávy Společnosti, vlastní zpracování

Jednotlivé nákladové a výnosové položky byly z větší části analyzovány agregovaně na základě jejich poměru k tržbám společnosti Gennet.

Vývoj **výkonové spotřeby** byl predikován na základě dvou hlavních složek – spotřeba materiálu a energie a služby. Společnost od roku 2014 neeviduje žádné tržby ani náklady na prodané zboží. Náklady na prodané medikamenty budou pravděpodobně součástí služeb.

Položka spotřeby materiálu a energie neměla jednoznačnější trend ve vztahu k tržbám ve sledovaných letech 2012 až 2017. Z tohoto důvodu bude využit pro plánované období průměr dané položky a tržeb od roku 2014 do roku 2017. Před rokem 2014 měla společnost Gennet zcela odlišnou strukturu majetku, kdy prakticky veškerý dlouhodobý majetek byl pořízen formou leasingu. Tento aspekt má pozitivní vliv na snižování spotřeby materiálu a energie a není tak žádoucí využít tyto roky do průměrné hodnoty.

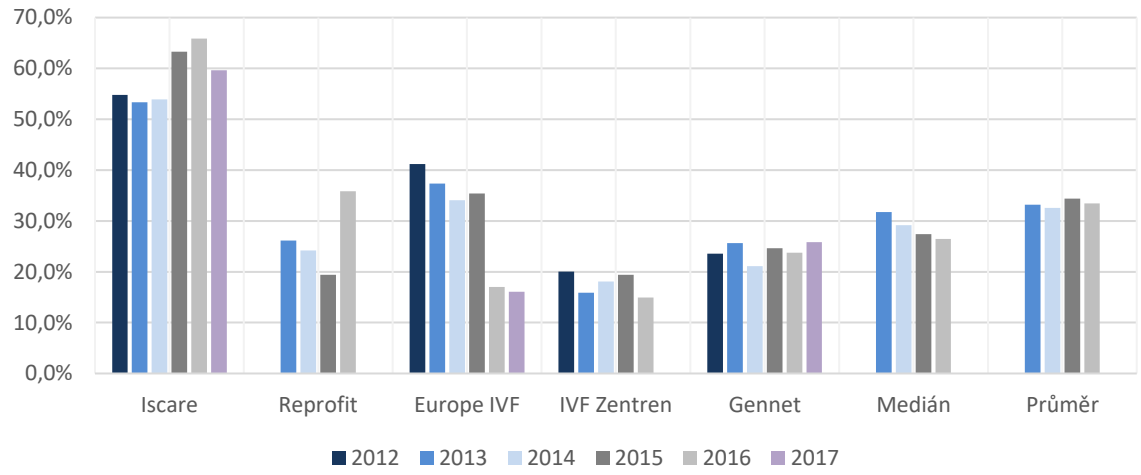
Tabulka 26: Odhad vývoje výkonové spotřeby pro první fázi

	Predikce vývoje výkonové spotřeby [%; tis. Kč]	2018 1.1-31.12	2019 1.1.-31.12	2020 1.1.-31.12	2021 1.1.-31.12	2022 1.1.-31.12	2023 1.1.-31.12
Podíl na tržbách	**Výkonová spotřeba**	**46,7 %**	**46,7 %**	**46,7 %**	**46,7 %**	**46,7 %**	**46,7 %**
	Náklady vynaložené na prodané zboží	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
	Spotřeba materiálu a energie	24,7 %	24,7 %	24,7 %	24,7 %	24,7 %	24,7 %
	Služby	22,0 %	22,0 %	22,0 %	22,0 %	22,0 %	22,0 %
Absolutní výše	**Výkonová spotřeba**	**268 193**	**293 229**	**320 007**	**346 474**	**374 671**	**393 404**
	Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	0	0	0	0
	Spotřeba materiálu a energie	141 901	155 148	169 316	183 320	198 239	208 151
	Služby	126 292	138 081	150 691	163 154	176 432	185 253

Zdroj: vlastní zpracování

V následujícím grafu je analyzován vývoj položky spotřeby materiálu a energie ve vztahu k tržbám dle konkurenčních společností a společnosti Gennet. Z analýzy je zřejmé, že prakticky u všech společností je trend nejasný. Analýza potvrzuje, že v daném odvětví je využití průměrné výše položky pro plánované období relevantnějším přístupem.

Graf 29: Vývoj podílu spotřeby materiálu a energie na tržbách u konkurenčních společností



Zdroj: Databáze Amadeus, vlastní zpracování

Podíl **osobních nákladů** ve vztahu k tržbám měl spíše klesající trend. Průměrné roční tempo poklesu vyjádřené geometrickým průměrem činilo mezi lety 2013 a 2016, kdy je možné porovnat všechny konkurenční společnosti, 9,1 %. U konkurenčních společností činila meziroční změna tohoto podílu více než 9,2 %. Tento trend je tedy zřetelný u všech společností na trhu a lze předpokládat, že tempo poklesu bude dále pokračovat. Tržby tak porostou dynamičtěji než osobní náklady.

Průměrný podíl osobních nákladů a tržeb činil u konkurenčních společností 21,6 %. U oceňované společnosti činil k Datu ocenění tento podíl 40,1 %. Rozdíl může být způsoben neefektivitou v podobě větší kapacity pracovní síly, než je potřebné, nebo relativně dražší pracovní silou.

Z analýzy osobních nákladů na zaměstnance je ovšem zřejmé, že průměrné mzdy společnosti Gennet se pohybují na úrovni průměru konkurenčních společností.

Rozdíl v počtu zaměstnanců mezi lety 2013 a 2014 bude pravděpodobně způsoben zmiňovanými přeměnami Společnosti, které v daném období proběhly.

Tabulka 27: Vývoj osobních nákladů na zaměstnance

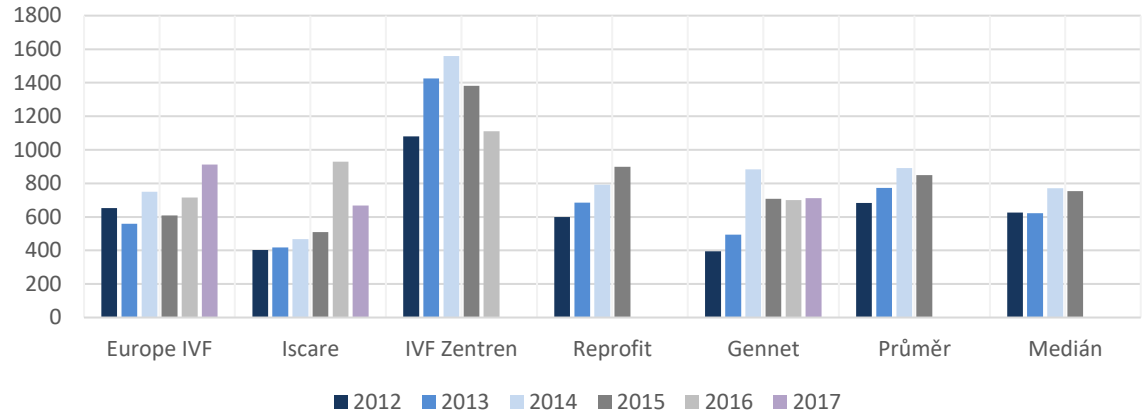
Osobní náklady na zaměstnance [tis. Kč]	**2012** 1.4.-31.3.	**2013** 1.4.-31.3.	**2014*** 1.4.-31.3.	**2015** 1.4.-31.12.	**2016** 1.1.-31.12.	**2017** 1.1.-31.12.
Počet zaměstnanců	260	289	189	194	215	251
Osobní náklady upravené	102 325	142 658	167 081	137 204	150 670	178 546
Osobní náklad na zaměstnance	**394**	**494**	**884**	**707**	**701**	**711**

Zdroj: výroční zprávy Společnosti, vlastní zpracování

*pozn.: zkrácený rok 2014 byl kvůli porovnatelnosti dat lineárně prodloužen o 3 měsíce

Největší společnosti na trhu, tedy Iscare a Gennet mají jeden z nejnižších podílů osobních nákladů na zaměstnance. Důvodem je pravděpodobně fakt, že se zvětšující se společností z hlediska rozsahu služeb, rostou nároky na pracovní sílu zejména s nižší přidanou hodnotou v podobě administrativních pracovníků. Počet lékařů a embryologů, jejichž náklady budou nejvyšší, bude růst relativně pomaleji než počet pracovníků s nižší přidanou hodnotou.

Graf 30: Vývoj osobních nákladů na zaměstnance společnosti Gennet a konkurenčních společností [tis. Kč]



Zdroj: výroční zprávy Společnosti, Databáze Amadeus, vlastní zpracování

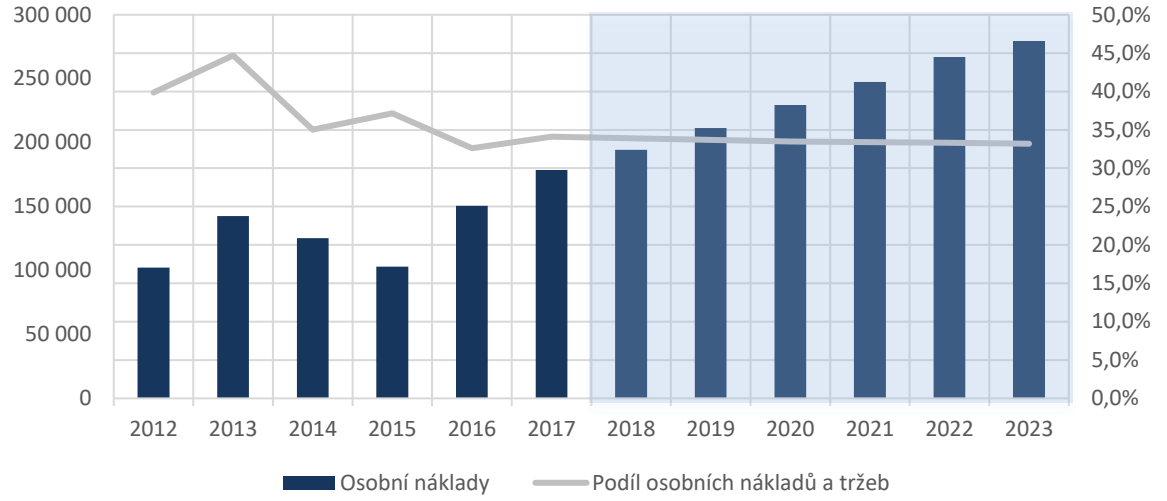
Na základě provedených analýz bylo odhadnuto tempo vývoje osobních nákladů ve vztahu k tržbám v klesající výši na úrovni 0,2 procentního bodu ročně pro první roky 1. fáze s následným zpomalením na 0,1 procentního bodu.

Tabulka 28: Odhad vývoje osobních nákladů pro první fázi

Predikce vývoje osobních nákladů [%; tis. Kč]	**2018** 1.1-31.12	**2019** 1.1.-31.12	**2020** 1.1.-31.12	**2021** 1.1.-31.12	**2022** 1.1.-31.12	**2023** 1.1.-31.12
Osobní náklady [podíl k tržbám]	33,9 %	33,7 %	33,5 %	33,4 %	33,3 %	33,2 %
Osobní náklady	194 477	211 377	229 312	247 536	266 880	279 382

Zdroj: vlastní zpracování

Graf 31: Odhad vývoje osobních nákladů pro první fázi [tis. Kč; %]



Zdroj: vlastní zpracování

Na základě výše provedených analýz byly odhadnuty hlavní nákladové položky společnosti Gennet pro první fázi. Vývoj odpisů bude analyzován v rámci kapitoly investice do dlouhodobého majetku. Dle analýzy položky ostatních provozních výnosů a ostatních provozních nákladů nebyl prokázán zřetelnější trend ve vývoji samotných položek nebo vývoji těchto položek k tržbám. Vysvětlení trendu těchto položek nenabízí ani výroční zprávy Společnosti. V rámci predikce tak bude vycházeno z podílu těchto položek k tržbám v posledním sledovaném roce.

Obdobný přístup byl zvolen i u položek vstupujících do KPVH z finančních výsledků. Výnosy z dlouhodobého finančního majetku by vyžadovaly důkladnou analýzu výkonnosti a výnosového potenciálu dceřiných společností. Tato analýza by výrazně přesáhla rámec diplomové práce, a proto je pro predikci využita zjednodušená analýza, která je popsána výše. Zároveň je zřejmé, že výnosy, resp. dividendy plynoucí z finančních investic nejsou ve vztahu k minulosti nijak nadhodnocené či výrazně podhodnocené. Pokud tedy bude uplatňována stávající dividendová politika, tak by se neměly dividendy výrazněji lišit. Zmíněná analýza by měla být provedena v souladu s tržními principy, tedy zda dceřiné společnosti dosahují svého tržního potenciálu a jak vysokých dividend by mohla společnost Gennet dosáhnout.

Tabulka 29: Odhad vývoje ostatních nákladů a výnosů vstupujících do KPVH

	Predikce vývoje výkonové spotřeby [%; tis. Kč]	**2018** 1.1-31.12	**2019** 1.1.-31.12	**2020** 1.1.-31.12	**2021** 1.1.-31.12	**2022** 1.1.-31.12	**2023** 1.1.-31.12
Podíl na tržbách	Ostatní provozní výnosy	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
	Ostatní provozní náklady	3,3 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %
	Náklady na provozní financování	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %
Absolutní výše	Ostatní provozní výnosy	861	942	1 028	1 113	1 203	1 263
	Ostatní provozní náklady	18 840	20 598	22 480	24 339	26 320	27 635
	Náklady na provozní financování	219	240	261	283	306	321
	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	3 427	3 746	4 089	4 427	4 787	5 026

Zdroj: vlastní zpracování

6.2.3 ZÁVĚR K PROGNÓZE ZISKOVÉ MARŽE

Na základě analýzy ziskové marže shora a ziskové marže zdola byla odhadnuta výše provozní ziskové marže, resp. KPVH pro období první fáze. Bylo provedeno sladění obou přístupů, přičemž již výše provedená analýza zdola byla průběžně upravována dle analýzy ziskové marže shora.

Hlavní oblast, kde se prognóza marže lišila, byla ve výkonové spotřebě. V rámci analýzy shora bylo pro predikci budoucího období vycházeno z posledního sledovaného roku, kdy provozní zisková marže dosáhla nižší výše než v roce předchozím vlivem skokového navýšení spotřeby materiálu a energie (ve vztahu k tržbám). Tento aspekt by vyžadoval při standardním ocenění bližší analýzu a komunikaci s managementem pro možnost relevantní predikce nákladové položky. Domnívám se ovšem, že využití průměru podílu položky a tržeb posledních 4 let (při nejasném trendu) představuje spolehlivější odhad oproti odhadu, ve kterém by byla využita pouze data z posledního roku.

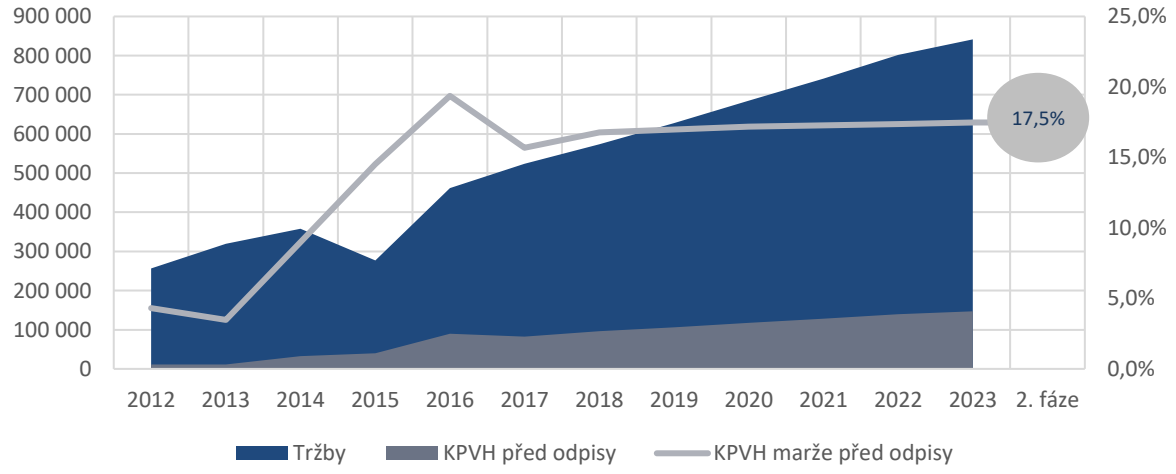
Na základě výše uvedeného byla provozní zisková marže odhadnuta následovně.

Tabulka 30: Odhad vývoje provozní ziskové marže na základě sladění přístupu shora a zdola

Odhad vývoje provozní ziskové marže	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
[tis. Kč]	1.1-31.12	1.1.-31.12	1.1.-31.12	1.1.-31.12	1.1.-31.12	1.1.-31.12
Tržby	573 680	627 232	684 512	741 126	801 440	841 512
KPVH před odpisy	96 238	106 476	117 569	128 034	139 255	147 059
Marže KPVH před odpisy shora	**16,8%**	**17,0%**	**17,2%**	**17,3%**	**17,4%**	**17,5%**
Výkonová spotřeba	268 193	293 229	320 007	346 474	374 671	393 404
Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	0	0	0	0
Spotřeba materiálu a energie	141 901	155 148	169 316	183 320	198 239	208 151
Služby	126 292	138 081	150 691	163 154	176 432	185 253
Přidaná hodnota	**305 486**	**334 003**	**364 505**	**394 652**	**426 770**	**448 108**
Osobní náklady	194 477	211 377	229 312	247 536	266 880	279 382
Ostatní provozní výnosy	861	942	1 028	1 113	1 203	1 263
Ostatní provozní náklady	18 840	20 598	22 480	24 339	26 320	27 635
Provozní výsledek hospodaření před odpisy	**91 308**	**101 086**	**111 686**	**121 665**	**132 367**	**139 827**
Náklady na provozní financování	219	240	261	283	306	321
Výnosy z dlouhodobého majetku	3 427	3 746	4 089	4 427	4 787	5 026
KPVH před odpisy	**96 238**	**106 476**	**117 569**	**128 034**	**139 255**	**147 059**
Maře KPVH před odpisy zdola	**16,8%**	**17,0%**	**17,2%**	**17,3%**	**17,4%**	**17,5%**

Zdroj: vlastní zpracování

Graf 32: Odhad vývoje provozní ziskové marže pro první a druhou fázi [tis. Kč; %]



Zdroj: vlastní zpracování

6.3 INVESTICE DO PRACOVNÍHO KAPITÁLU

Třetím generátorem hodnoty, jehož vývoj bude analyzován v rámci této kapitoly jsou investice do pracovního kapitálu. Stanovení historické výše provozního pracovního kapitálu bylo provedeno v kapitole 5. V této části je třeba stanovit vývoj pracovního kapitálu v souladu s tržbami a ostatními nákladovým položkami.

Jak již bylo zmíněno v páté kapitole, absolutní výše pracovního kapitálu je dle analýzy a odhadu vývoje kalkulována jen v provozně nutné výši. Tedy v takové výši, jakou vyžaduje základní činnost podniku. (Mařík 1, 2011, s. 133)

6.3.1 OBVYKLÁ VÝŠE PRACOVNÍHO KAPITÁLU

V první části odhadu vývoje pracovního kapitálu bude analyzováno, jaké výše pracovního kapitálu dosahují konkurenční společnosti, resp. jaké výše podílu pracovního kapitálu a tržeb dosahují.

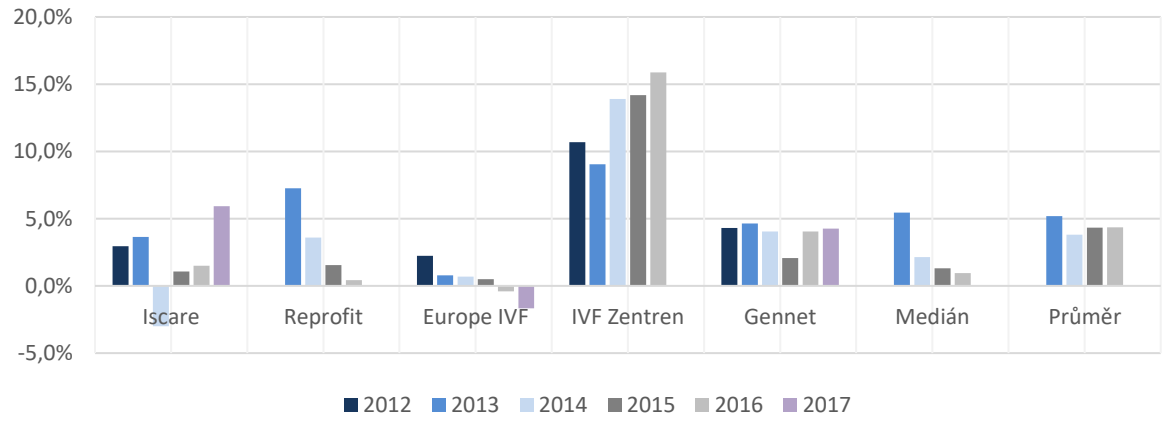
Tabulka 31: Analýza podílu pracovního kapitálu a tržeb společnosti Gennet

Podíl pracovního kapitálu a tržeb	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**
[tis. Kč]	1.4.-31.3.	1.4.-31.3.	1.4.-31.3.	1.4.-31.12.	1.1.-31.12.	1.1.-31.12.
Pracovní kapitál	39 719	6 666	8 014	1 019	47 625	41 658
Koeficient náročnosti tržeb na pracovní kapitál	15,5 %	2,1 %	2,2 %	0,3 %	10,3 %	8,0 %
Koeficient náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál		-53,0 %	3,5 %	-61,4 %	50,2 %	-9,7 %

Zdroj: výroční zprávy Společnosti, vlastní zpracování

Z dat databáze Amadeus vychází, že průměrná výše podílu pracovního kapitálu a tržeb (koeficient náročnosti tržeb na pracovní kapitál) se v letech 2013 až 2016 pohybovala na úrovni 4,4 %. Tuto veličinu je ovšem nutné brát s rezervou. Absolutní výši pracovního kapitálu je nutné vždy očistit o neprovozní majetek a úročené závazky. Proto se také podíl pracovního kapitálu a tržeb, který byl vypočtený v kapitole 5, liší od níže uváděných hodnot, které byly stanoveny na základě dat z databáze Amadeus. Pro orientaci, v jaké výši se pracovní kapitál konkurenčních společností pohybuje, je ovšem tato informace postačující.

Graf 33: Vývoj podíl pracovního kapitálu a tržeb konkurenčních společností



Zdroj: Databáze Amadeus, vlastní zpracování

6.3.2 PROGNÓZA JEDNOTLIVÝCH POLOŽEK PRACOVNÍHO KAPITÁLU

Nyní budou analyzovány jednotlivé položky pracovního kapitálu v té nejméně agregované míře. Opět je třeba mít na mysli, že rok 2015 čítal pouze 9 měsíců a při analýze s tokovými veličinami může být tento rok mírně zkreslen.

Zásoby společnosti tvoří materiál a veškerá jejich výše je považována za provozně nutnou. Pro odhad vývoje materiálu je zvolena doba obratu, která byla vztažena k položce spotřeba materiálu a energie.

Doba obratu ke spotřebě byla při odhadu položky materiálu ponechána na úrovni hodnoty k poslednímu roku. Znamená to tak, že zásoby se budou zvyšovat úměrně s výší spotřeby materiálu a energie.

Tabulka 32: Odhad vývoje zásob pro první fázi

Analýza historické výše zásob	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**
[tis. Kč, dny]	1.4.-31.3.	1.4.-31.3.	1.4.-31.3.	1.4.-31.12.	1.1.-31.12.	1.1.-31.12.
Zásoby	**2 932**	**2 951**	**2 579**	**8 732**	**10 155**	**13 204**
Materiál	**0**	**0**	**2 579**	**8 732**	**10 155**	**13 204**
Doba obratu k spotřebě materiálu a energie	*0,0*	*0,0*	*10,8*	*33,9*	*33,1*	*35,0*
Zboží	**2 932**	**2 951**	**0**	**0**	**0**	**0**
Doba obratu k nákladům na prodané zboží	*36,6*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Odhad vývoje zásob	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
[tis. Kč, dny]	1.1-31.12	1.1.-31.12	1.1.-31.12	1.1.-31.12	1.1.-31.12	1.1.-31.12
Zásoby	**13 785**	**15 071**	**16 448**	**17 808**	**19 257**	**20 220**
Materiál	**13 785**	**15 071**	**16 448**	**17 808**	**19 257**	**20 220**
Doba obratu k spotřebě materiálu a energie	*35,0*	*35,0*	*35,0*	*35,0*	*35,0*	*35,0*

Zdroj: výroční zprávy Společnosti, vlastní zpracování

V rámci analýzy **krátkodobých pohledávek** byla stanovena výše doby obratu k jednotlivým položkám u konkurenčních společností.[20]

Tabulka 33: Doba obratu krátkodobých pohledávek u konkurenčních společností

Doba obratu	**Vztahová veličina**	**Doba obratu ve dnech**
Krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů	Tržby	**19,33**
Krátkodobé poskytnuté zálohy	Výkonová spotřeba	**2,50**
Dohadné účty aktivní	Tržby	**11,94**

Zdroj: výroční zprávy konkurenčních společností

Doba obratu pohledávek z obchodních vztahů vykazuje klesající trend. U konkurenčních společností byla zjištěna doba obratu těchto pohledávek na úrovni 19 dní. V rámci analýzy tržeb plynoucích od samoplátců bylo zjištěno, že oproti tržbám plynoucích od pojišťoven zůstávají relativně stabilní. Proto je uvažováno s poklesem doby obratu krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů a pokračování tak v trendu poklesu (pohledávky k pojišťovnám jsou součástí položky aktivních dohadů).

Doba obratu krátkodobých poskytnutých záloh klesá od roku 2015 a dle analýzy doby obratu u konkurence by tento trend mohl pokračovat až na 2,5 dne.

U krátkodobých pohledávek je zcela stěžejní veličinou položka dohadné účty aktivní. Tato položka představuje pohledávky za zdravotními pojišťovnami. Aktivní dohady výrazně vzrostly v letech 2016

[20] Byla využita data z let 2016 a 2017

a 2017. Jedná se o roční výši zúčtování se zdravotními pojišťovnami. Některé konkurenční účetní jednotky o aktivních dohadných účtech neúčtují nebo v minimální výši. Pouze společnost Iscare (patřící do stejné skupiny) také eviduje položku aktivních dohadů jako významnou. U společnosti Iscare vzrostla doba obratu položky mezi lety 2016 a 2017 z 23 dní na 58 dní. Z pohledu externího oceňovatele lze těžko usuzovat, proč k takovému nárůstu došlo. Pro budoucí období tak bude uvažováno konstantní dobou obratu na úrovni posledního roku, což je v dané situaci spojeno s nejmenší chybou v rámci ocenění. Důvod tak dramatického nárůstu se těžko odhaduje. Podíl tržeb plynoucích od zdravotních pojišťoven vzrostl dle výročních zpráv mezi lety 2016 a 2017 o 21 %. Takový nárůst ovšem nevysvětluje dramatický nárůst aktivních dohadů o dvojnásobek.

Tabulka 34: Odhad vývoje krátkodobých pohledávek pro první fázi

Analýza historické krátkodobých pohledávek [tis. Kč, dny]	**2012** 1.4.-31.3.	**2013** 1.4.-31.3.	**2014** 1.4.-31.3.	**2015** 1.4.-31.12.	**2016** 1.1.-31.12.	**2017** 1.1.-31.12.
Krátkodobé pohledávky	**22 556**	**26 937**	**30 280**	**26 813**	**60 479**	**98 186**
Pohledávky z obchodních vztahů	**18 547**	**23 731**	**28 935**	**21 387**	**21 641**	**22 773**
Doba obratu k tržbám	26,0	26,8	29,1	20,8	16,9	15,7
Stát – daňové pohledávky	**553**	**53**	**0**	**0**	**0**	**0**
Doba obratu k tržbám	0,8	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Krátkodobé poskytnuté zálohy	**3 528**	**3 858**	**4 210**	**4 558**	**4 929**	**5 175**
Doba obratu k výkonové spotřebě	*9,4*	*7,9*	*0,9*	*5,1*	*4,8*	*4,7*
Dohadné účty aktivní	**147**	**0**	**936**	**2 932**	**36 039**	**72 133**
Doba obratu k tržbám	0,2	0,0	0,9	2,9	28,1	49,6
Odhad vývoje krátkodobých pohledávek [tis. Kč, dny]	**2018** 1.1-31.12	**2019** 1.1.-31.12	**2020** 1.1.-31.12	**2021** 1.1.-31.12	**2022** 1.1.-31.12	**2023** 1.1.-31.12
Krátkodobé pohledávky	**106 775**	**116 227**	**126 278**	**136 316**	**147 190**	**154 319**
Pohledávky z obchodních vztahů	**24 205**	**25 948**	**27 756**	**29 645**	**31 838**	**33 199**
Doba obratu k tržbám	*15,4*	*15,1*	*14,8*	*14,6*	*14,5*	*14,4*
Krátkodobé poskytnuté zálohy	**3 528**	**3 858**	**4 210**	**4 558**	**4 929**	**5 175**
Doba obratu k výkonové spotřebě	4,4	4,1	3,8	3,5	3,2	2,9
Dohadné účty aktivní	79 042	86 421	94 313	102 113	110 423	115 944
Doba obratu k tržbám	*49,6*	*49,6*	*49,6*	*49,6*	*49,6*	*49,6*

Zdroj: výroční zprávy Společnosti, vlastní zpracování

Doba obratu položky **aktivního časového rozlišení** byla pro období první fáze ponechána na úrovni doby obratu k Datu ocenění.

Tabulka 35: Odhad vývoje aktivního časového rozlišení pro první fázi

Analýza historické výše aktivního časového rozlišení [tis. Kč, dny]	**2012** 1.4.-31.3.	**2013** 1.4.-31.3.	**2014** 1.4.-31.3.	**2015** 1.4.-31.12.	**2016** 1.1.-31.12.	**2017** 1.1.-31.12.
Časové rozlišení aktivní	**40 670**	**44 127**	**6 864**	**1 973**	**1 049**	**1 983**
Náklady příštích období	**40 603**	**37 539**	**2 420**	**1 973**	**1 049**	**1 983**
Doba obratu k výkonové spotřebě	115,8	93,9	5,2	4,1	1,8	2,9
Příjmy příštích období	**67**	**6 588**	**4 444**	**0**	**0**	**0**
Doba obratu k tržbám	0,2	16,5	9,5	0,0	0,0	0,0
Odhad vývoje aktivního časového rozlišení [tis. Kč, dny]	**2018** 1.1-31.12	**2019** 1.1.-31.12	**2020** 1.1.-31.12	**2021** 1.1.-31.12	**2022** 1.1.-31.12	**2023** 1.1.-31.12
Časové rozlišení aktivní	**2 133**	**2 332**	**2 545**	**2 756**	**2 980**	**3 129**
Náklady příštích období	**2 133**	**2 332**	**2 545**	**2 756**	**2 980**	**3 129**
Doba obratu k tržbám	*2,9*	*2,9*	*2,9*	*2,9*	*2,9*	*2,9*

Zdroj: výroční zprávy Společnosti, vlastní zpracování

Položky **krátkodobých závazků** byly analyzovány s veličinami výkazu zisku a ztráty, které mají nejužší vztah k předmětné rozvahové položce. Položky marginální výše byly ponechány na úrovni doby obratu posledního roku.

Závazky z obchodních vztahů byly vztaženy k výkonové spotřebě. Položka je pravděpodobně tvořena zejména závazky vůči dárkyním a závazky vůči dodavatelům, kteří dodávají spotřební materiály. Doba obratu byla ve sledovaném období velmi volatilní. Při analýze dané položky u

konkurence bylo zjištěno, že průměrná výše doby obratu činila 25,1 dne. U všech konkurenčních společností došlo k poklesu doby obratu této položky mezi lety 2016 a 2017. Možným vysvětlením je, že společnosti, jak bylo uvedeno ve finanční analýze, nemají problémy s likviditou a mohou splácet závazky včas a snižovat tak dobu jejich obratu. Domnívám se ovšem, že odběratelé nedisponují silou, kterou by mohli nutit společnosti na relevantním trhu splácet závazky včas. Proto bude uvažováno s dobou obratu na úrovni průměru posledních šesti let.

Závazky vůči ovládané nebo ovládající osobě představují závazek z titulu využívání cashpoolingu, tedy účtu, který mohou využívat členové skupiny FL. Společnost využila tento druh financování zejména k doplnění likvidity vzhledem k vysoké výši dohadných aktivních účtů v roce 2017. Pro následující roky bude obdobně jako u aktivních dohadných účtů uvažováno s konstantní výší doby obratu dané položky. Otázkou zůstává, zda podobný způsob financování by volil i subjekt, který by společnost akvíroval. Z hlediska tržní hodnoty je ovšem podstatnější zachovat předpoklady financování pracovního kapitálu, které byly zvoleny.

Vývoj doby obratu závazků k zaměstnancům a závazků ze sociálního zabezpečení k osobním nákladům byl od roku 2014 klesající. V rámci prognózy bude uvažováno s pokračováním současného trendu. U konkurenčních společností se doba obratu závazků k zaměstnancům pohybuje na úrovni 13 až 28 dní. Důvodem poklesu obratu mohou být jednorázové výplaty či bonusy, které zvyšují osobní náklady a závazky v průběhu roku, ale neprojeví se k Datu ocenění. Přesto bude právě z těchto důvodů pro první fázi uvažováno s postupným poklesem doby obratu k osobním nákladům u obou položek závazků.

Ostatní položky závazků byly s ohledem na nejasný trend v jejich průběhu a marginálnost jejich výše ponechány na úrovni doby obratu posledního roku vztahové veličiny. Tento typ závazků tak poroste úměrně s tržbami, resp. výkonovou spotřebou.

Tabulka 36. Odhad vývoje krátkodobých závazků pro první fázi

Analýza historické krátkodobých závazků [tis. Kč, dny]	**2012** 1.4.-31.3.	**2013** 1.4.-31.3.	**2014** 1.4.-31.3.	**2015** 1.4.-31.12.	**2016** 1.1.-31.12.	**2017** 1.1.-31.12.
Krátkodobé závazky	**28 574**	**33 870**	**31 201**	**43 973**	**27 941**	**83 626**
Krátkodobé přijaté zálohy	**0**	**0**	**0**	**79**	**20**	**184**
Doba obratu k tržbám	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,1*	*0,0*	*0,1*
Závazky z obchodních vztahů	**9 908**	**12 881**	**15 039**	**24 270**	**13 036**	**18 184**
Doba obratu k výkonové spotřebě	*28,3*	*32,2*	*32,3*	*49,9*	*22,5*	*26,3*
Závazky – ovládaná nebo ovládající osoba	**0**	**0**	**0**	**0**	**10**	**47 738**
Doba obratu k tržbám	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*32,8*
Závazky k zaměstnancům	**6 087**	**5 247**	**5 686**	**6 050**	**6 527**	**7 660**
Doba obratu k osobním nákladům	*21,4*	*13,2*	*16,3*	*15,9*	*15,6*	*15,4*
Závazky ze soc. zabezpečení	**3 187**	**2 925**	**3 457**	**3 611**	**3 865**	**4 346**
Doba obratu k osobním nákladům	*11,2*	*7,4*	*9,9*	*9,5*	*9,2*	*8,8*
Stát - daňové závazky a dotace	**970**	**762**	**4 680**	**1 733**	**1 302**	**1 534**
Doba obratu k tržbám	*1,4*	*0,9*	*4,7*	*1,7*	*1,0*	*1,1*
Dohadné účty pasivní	**2 148**	**5 738**	**2 092**	**2 901**	**3 051**	**3 838**
Doba obratu k výkonové spotřebě	*6,1*	*14,4*	*4,5*	*6,0*	*5,3*	*5,5*
Jiné závazky	**6 274**	**6 317**	**245**	**148**	**130**	**142**
Doba obratu k výkonové spotřebě	*17,9*	*15,8*	*0,5*	*0,3*	*0,2*	*0,2*
Odhad vývoje krátkodobých závazků [tis. Kč, dny]	**2018** 1.1-31.12	**2019** 1.1.-31.12	**2020** 1.1.-31.12	**2021** 1.1.-31.12	**2022** 1.1.-31.12	**2023** 1.1.-31.12
Krátkodobé závazky	**90 715**	**98 870**	**107 560**	**116 206**	**125 466**	**131 535**
Krátkodobé přijaté zálohy	**202**	**220**	**241**	**260**	**282**	**296**
Doba obratu k tržbám	*0,1*	*0,1*	*0,1*	*0,1*	*0,1*	*0,1*
Závazky z obchodních vztahů	**19 560**	**21 386**	**23 339**	**25 269**	**27 325**	**28 692**
Doba obratu k výkonové spotřebě	30,2	30,2	30,2	30,2	30,2	30,2
Závazky – ovládaná nebo ovládající osoba	**52 310**	**57 194**	**62 417**	**67 579**	**73 079**	**76 733**
Doba obratu k tržbám	32,8	32,8	32,8	32,8	32,8	32,8
Závazky k zaměstnancům	**8 099**	**8 687**	**9 298**	**9 901**	**10 602**	**11 022**
Doba obratu k osobním nákladům	*15,2*	*15,0*	*14,8*	*14,6*	*14,5*	*14,4*
Závazky ze soc. zabezpečení	**4 582**	**4 865**	**5 152**	**5 493**	**5 849**	**6 047**
Doba obratu k osobním nákladům	*8,6*	*8,4*	*8,2*	*8,1*	*8,0*	*7,9*
Stát - daňové závazky a dotace	**1 681**	**1 838**	**2 006**	**2 172**	**2 348**	**2 466**
Doba obratu k tržbám	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Dohadné účty pasivní	**4 128**	**4 514**	**4 926**	**5 333**	**5 767**	**6 056**
Doba obratu k výkonové spotřebě	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Jiné závazky	**153**	**167**	**182**	**197**	**213**	**224**
Doba obratu k výkonové spotřebě	0	0	0	0	0	0

Zdroj: výroční zprávy Společnosti, vlastní zpracování

Doba obratu položky **pasivního časového rozlišení** byla pro období první fáze ponechána na úrovni doby obratu k Datu ocenění.

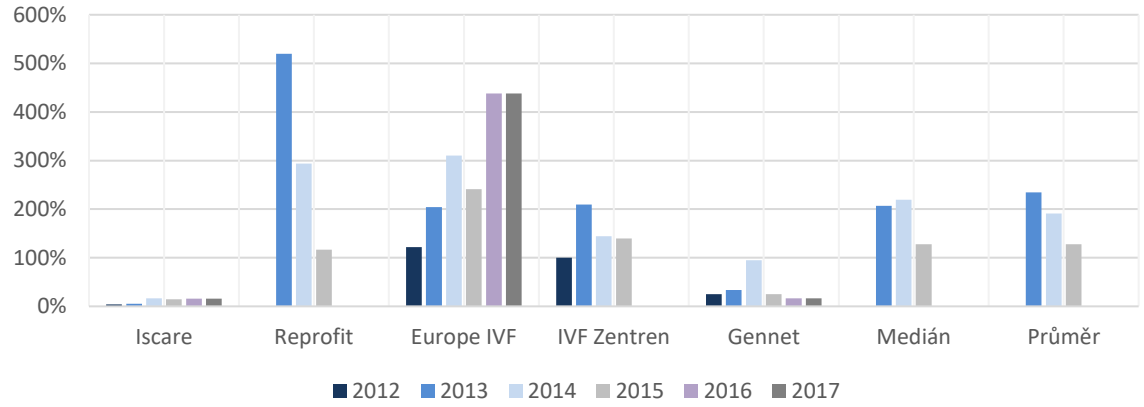
Tabulka 37: Odhad vývoje pasivního časového rozlišení pro první fázi

Analýza historické výše pasivního časového rozlišení [tis. Kč, dny]	**2012** 1.4.-31.3.	**2013** 1.4.-31.3.	**2014** 1.4.-31.3.	**2015** 1.4.-31.12.	**2016** 1.1.-31.12.	**2017** 1.1.-31.12.
Časové rozlišení pasivní	**3 580**	**40 253**	**6 748**	**1 321**	**1 705**	**2 203**
Výdaje příštích období	**2 864**	**39 347**	**5 812**	**20**	**0**	**0**
Doba obratu k tržbám	*4,0*	*44,4*	*5,8*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Výnosy příštích období	**716**	**906**	**936**	**1 301**	**1 705**	**2 203**
Doba obratu k tržbám	*1,0*	*1,0*	*0,9*	*1,3*	*1,3*	*1,5*
Odhad vývoje pasivního časového rozlišení [tis. Kč, dny]	**2018** 1.1-31.12	**2019** 1.1.-31.12	**2020** 1.1.-31.12	**2021** 1.1.-31.12	**2022** 1.1.-31.12	**2023** 1.1.-31.12
Časové rozlišení pasivní	**2 414**	**2 639**	**2 880**	**3 119**	**3 372**	**3 541**
Výnosy příštích období	**2 414**	**2 639**	**2 880**	**3 119**	**3 372**	**3 541**
Doba obratu k tržbám	*1,5*	*1,5*	*1,5*	*1,5*	*1,5*	*1,5*

Zdroj: výroční zprávy Společnosti, vlastní zpracování

Provozní výše **peněžních prostředků** byla odhadnuta pro celou první fázi na základě odborné literatury na úrovni 0,2, tedy na úrovni 20 % provozních krátkodobých závazků. (Mařík 1, 2011, s. 131) Následující graf nabízí odvětvové srovnání výše okamžité likvidity.

Graf 34: Srovnání vývoje okamžité likvidity konkurenčních společností



Zdroj: Databáze Amadeus, vlastní zpracování

Výše uvedená analýza ukazuje, že konkurenční společnosti disponují velkým množstvím peněžních prostředků a v některých případech dosahuje podíl peněz a krátkodobých závazků čtyřnásobek. Z tohoto důvodu bude pro účely stanovení provozně nutné výše peněžních prostředků uvažováno se zmíněnou výší 20 % krátkodobých závazků.

6.3.3 ZÁVĚR K ANALÝZE INVESTIC DO PRACOVNÍHO KAPITÁLU

Následující graf a tabulka shrnují závěry, které byly nalezeny v rámci analýzy jednotlivých položek provozního pracovního kapitálu.

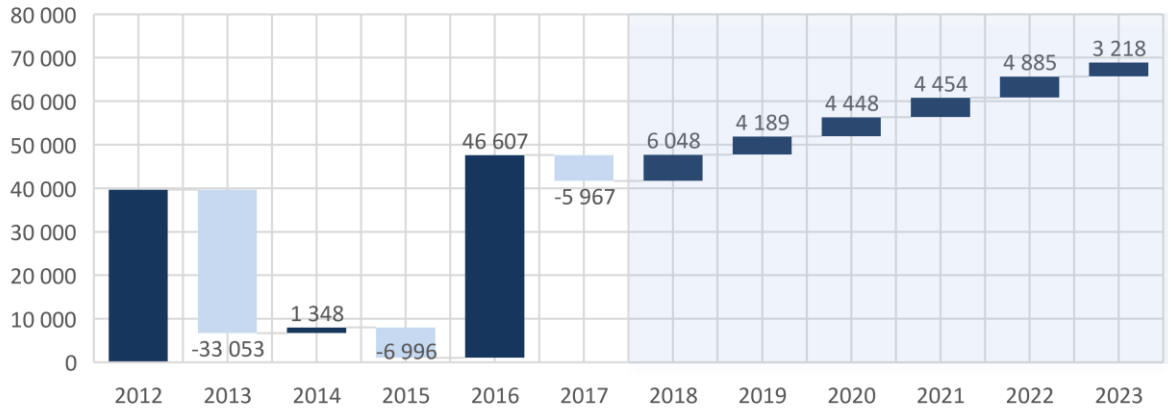
Tabulka 38: Vývoj provozního pracovního kapitálu pro první fázi

Provozně nutný pracovní kapitál [tis. Kč]	**2018** 1.1-31.12	**2019** 1.1.-31.12	**2020** 1.1.-31.12	**2021** 1.1.-31.12	**2022** 1.1.-31.12	**2023** 1.1.-31.12
Zásoby (+)	13 785	15 071	16 448	17 808	19 257	20 220
Krátkodobé pohledávky (+)	106 775	116 227	126 278	136 316	147 190	154 319
Peněžní prostředky (+)	18 143	19 774	21 512	23 241	25 093	26 307
Časové rozlišení aktiv (+)	2 133	2 332	2 545	2 756	2 980	3 129
Krátkodobé závazky (-)	90 715	98 870	107 560	116 206	125 466	131 535
Časové rozlišení pasiv (-)	2 414	2 639	2 880	3 119	3 372	3 541
Pracovní kapitál	**47 706**	**51 895**	**56 343**	**60 797**	**65 682**	**68 899**
Investice do pracovního kapitálu	**6 048**	**4 189**	**4 448**	**4 454**	**4 885**	**3 218**
Koeficient náročnosti tržeb na pracovní kapitál	8,3 %	8,3 %	8,2 %	8,2 %	8,2 %	8,2 %
Koeficient náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %

Zdroj: vlastní zpracování

Pracovní kapitál společnosti Gennet v analyzovaném období kolísal, což souvisí stále s faktem, že se jedná o mladou společnost a zejména mladé odvětví. Koeficient náročnosti tržeb na pracovní kapitál tak mírně vzroste o 0,3 procentního bodu. Na konci první fáze je uvažováno s koeficientem náročnosti růstu tržeb na úrovni 8,0 %, což znamená, že při zvýšení tržeb o 100 Kč vzroste pracovní kapitál o 8 Kč.

Graf 35: Vývoj investic do pracovního kapitálu od roku 2012 do roku 2023 [tis. Kč]



Zdroj: vlastní zpracování

6.4 INVESTICE DO DLOUHODOBÉHO MAJETKU

Podobně jako u pracovního kapitálu jsou i investice do dlouhodobého majetku analyzovány pouze v rámci provozně nutné výše. Důležité je zmínit, že investice by zde měly být chápány šířeji, tedy včetně investic do výzkumu a vývoje a investic do lidského kapitálu. (Mařík 1, 2008, s. 136) Právě investice do lidského kapitálu budou pravděpodobně velmi důležitým aspektem celkových investic u oceňované společnosti. Právě lidský kapitál je v oboru, který je svou povahou spíše službou, zcela stěžejní. Celková dynamika relevantního trhu nutí společnosti investovat do lidského kapitálu a zajistit tak dostatečnou kapacitu při stále narůstající poptávce. Na závěr budou muset být analyzovány investice do dlouhodobého finančního majetku, který je pro potřeby ocenění uvažován jako provozní.

Pro plánování investic do dlouhodobého majetku je využit globální přístup, kdy je analyzována historická výše investiční náročnosti jednotlivých druhů majetku. Vzhledem k fúzi a změnám ve struktuře majetku, kdy do roku 2013 byl dlouhodobý majetek využíván formou leasingu, budou pro odhad využita zejména data mezi lety 2014 a 2017. Pro ocenění tak vycházím z předpokladu, že podnik bude pokračovat ve využití stávajícího majetku a v rámci stanovení tržní hodnoty se jedná o nejefektivnější možné využití majetku.

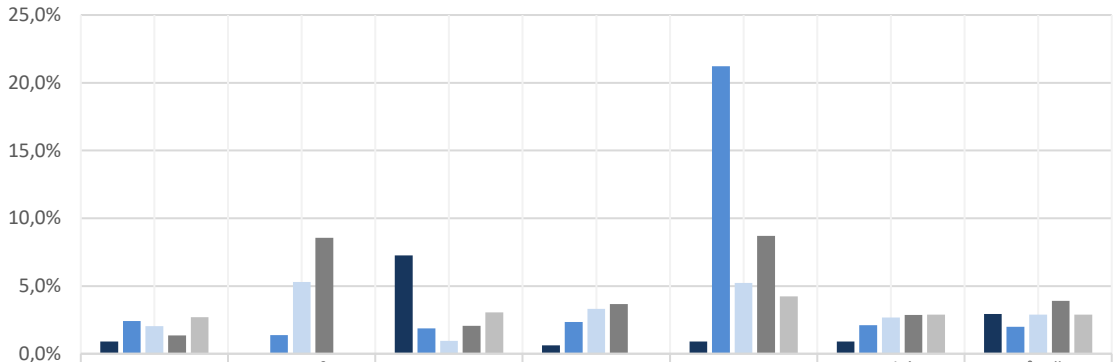
6.4.1 INVESTICE KONKURENČNÍCH SPOLEČNOSTÍ

Z grafu je zřejmé, že podíl investic brutto a tržeb, který je nejvíce doporučován dle odhadu vývoje investiční náročnosti, dosahoval výrazně vyšších hodnot u oceňované společnosti Gennet. Důvodem jsou zejména velké investice v letech 2013 a 2015. V prvním roce byla v účetnictví zobrazena reálná hodnota ochranné známky Gennet. V roce 2015 došlo k výrazným investicím zejména v oblasti pozemků a staveb.

Výrazná rozdílnost mezi výší investiční náročnosti porovnávaných společností je způsobena odlišnou strukturou dlouhodobého majetku, kdy ostatní společnosti neevidují tak významný podíl dlouhodobého hmotného majetku v podobě staveb a pozemků. Konkurenční společnosti nevlastní k provozu budovy, ale využívají pronájmu. V rámci plánování dané položky tak bude relevantnější

využít analýzu historické výše investic Společnosti a prognózovat budoucnost na základě této analýzy. Dále je důležité zmínit, že dle analýzy výše investiční náročnosti není rozdělen majetek konkurenčních společností na provozně nutný a nenutný. Tento aspekt může také zkreslovat výši investiční náročnosti.

Graf 36: Vývoj podílu investic brutto a tržeb konkurenčních společností



	Iscare	Reprofit	Europe IVF	IVF Zentren	Gennet	Medián	Průměr
2013	0,9%		7,3%	0,6%	0,9%	0,9%	2,9%
2014	2,4%	1,4%	1,9%	2,3%	21,2%	2,1%	2,0%
2015	2,0%	5,3%	0,9%	3,3%	5,2%	2,7%	2,9%
2016	1,4%	8,5%	2,1%	3,7%	8,7%	2,9%	3,9%
2017	2,7%		3,1%		4,2%	2,9%	2,9%

Zdroj: Databáze Amadeus, výroční zprávy Společnosti, vlastní zpracování

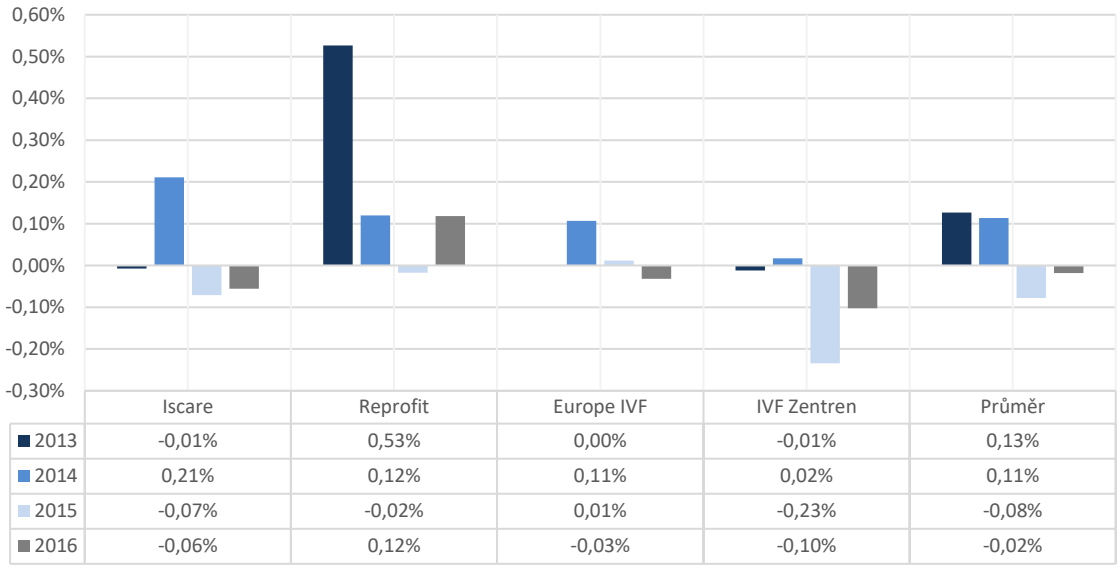
Průměrná výše celkových investic brutto v rámci konkurenčních společností se ve sledovaných letech 2013 až 2017 pohybovala v intervalu 2,5 až 3,5 %. Právě v tomto intervalu, resp. spíše nad touto hranicí, by se měla pohybovat investiční náročnost společnosti Gennet, která bude stanovena na základě analýzy jednotlivých typů dlouhodobého majetku. Důvodem, proč by se měla pohybovat nad touto hranicí je fakt, že společnost Gennet jako jediná využívá k provozu činnosti své prostory, nikoli pronájem.

6.4.2 INVESTICE DO DLOUHODOBÉHO NEHMOTNÉHO MAJETKU

Dlouhodobý nehmotný majetek je prakticky v celé výši tvořen zmíněnou ochrannou známkou a částečně softwarem. Ochranná známka bude dále odpisována. Investice do tohoto typu majetku jsou ovšem vyžadovány na úrovni desítek tisíc Kč jednou za deset let, kdy je nutné obnovovat platnost předmětné ochranné známky.

Předpoklad nutných investic očekávám v oblasti softwaru a dalšího nehmotného majetku tohoto typu. Dle analýzy investic netto vůči tržbám konkurenčních společností je zřejmé, že průměrná výše tohoto koeficientu náročnosti je na úrovni 0,05 %.

Graf 37: Investiční náročnost dlouhodobého nehmotného majetku netto konkurenčních společností



	Iscare	Reprofit	Europe IVF	IVF Zentren	Průměr
2013	-0,01%	0,53%	0,00%	-0,01%	0,13%
2014	0,21%	0,12%	0,11%	0,02%	0,11%
2015	-0,07%	-0,02%	0,01%	-0,23%	-0,08%
2016	-0,06%	0,12%	-0,03%	-0,10%	-0,02%

Zdroj: Databáze Amadeus, vlastní zpracování

Na základě podinvestování v oblasti dlouhodobého nehmotného majetku (zejména softwaru) a na základě výše investiční náročnosti nehmotného majetku netto u konkurenčních společností byly odhadnuty investice a odpisy DNM pro období první fáze. Odhad na bázi netto byl volen s ohledem na nemožnost rozdělení výše odpisů na hmotný a nehmotný majetek bez bližší znalosti společnosti.

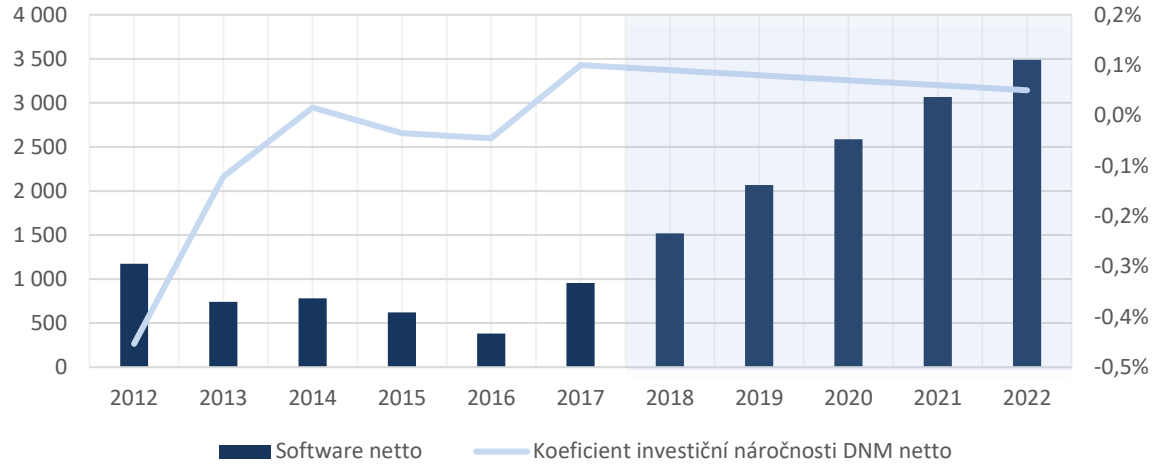
Investiční náročnost v netto vyjádření byla odhadnuta na úrovni 0,1 % s následným klesajícím trendem až k průměru v rámci odvětví. Odpisy majetku (softwaru) byly zvoleny v souladu s účetní politikou Společnosti, tedy na úrovni tří let. U ocenění není uvažováno s investicemi do ochranné známky. V závěrečném souhrnu budou přičteny odpisy ochranné známky, které jsou daňově uznatelné, k celkovým odpisům DNM.

Tabulka 39: Plán investic do DNM pro období první fáze

Investice do dlouhodobého nehmotného majetku [tis. Kč]	**2018** 1.1-31.12	**2019** 1.1.-31.12	**2020** 1.1.-31.12	**2021** 1.1.-31.12	**2022** 1.1.-31.12	**2023** 1.1.-31.12
Dlouhodobý nehmotný majetek (mimo OZ)	**956**	**1 520**	**2 068**	**2 587**	**3 067**	**3 488**
Investice do DNM netto	574	565	548	519	481	421
Koeficient investiční náročnosti DNM netto	**0,10 %**	**0,09 %**	**0,08 %**	**0,07 %**	**0,06 %**	**0,05 %**
Odpisy stávajícího majetku	191	191	0	0	0	0
Odpisy nového majetku	191	379	562	544	516	473
Celkové odpisy	573	379	562	544	516	473
Investice do DNM brutto	**1 147**	**1 135**	**1 110**	**1 062**	**997**	**894**
Koeficient investiční náročnosti DNM brutto	0,20 %	0,20 %	0,19 %	0,19 %	0,17 %	0,16 %

Zdroj: vlastní zpracování

Graf 38: Investice do softwaru mezi lety 2012 a 2022 [tis. Kč]



Zdroj: výroční zprávy Společnosti, vlastní zpracování

6.4.3 INVESTICE DO DLOUHODOBÉHO HMOTNÉHO MAJETKU

Investice do dlouhodobého hmotného majetku byly naplánovány obdobným způsobem jako investice do majetku nehmotného. Hmotný majetek Společnosti byl rozdělen na stavby a hmotné movité věci. Nedokončený majetek, který Společnost evidovala k Datu ocenění, byl přiřazen ke stavbám.

Investice do staveb byly plánovány v souladu s analýzou investic a odpisů v minulosti, neboť konkurenční společnosti evidují hmotný majetek zejména v podobě movitých věcí. Doba odpisování je volena na úrovni 30 let, tedy ve stejné výši, kterou využívá účetní jednotka Společnosti. Koeficient investiční náročnosti staveb v netto vyjádření byl pro období první fáze uvažován na úrovni 0,2 %. Tato výše byla volena v souladu s faktem, že společnost výrazně investovala do nových staveb v roce 2016, kdy koeficient náročnosti z tržeb dosáhl 5,6 %. Vzhledem k době odpisování 30 let byla provozně nutná výše investic do staveb zvolena na úrovni 0,2 %, tedy zhruba třicetina roku 2016.[21]

Tabulka 40: Plán investic do staveb

Investice do staveb [tis. Kč]	**2018** 1.1-31.12	**2019** 1.1.-31.12	**2020** 1.1.-31.12	**2021** 1.1.-31.12	**2022** 1.1.-31.12	**2023** 1.1.-31.12
Stavby	**22 888**	**24 770**	**26 823**	**29 047**	**31 451**	**33 976**
Investice do staveb netto	1 721	1 882	2 054	2 223	2 404	2 525
Koeficient investiční náročnosti staveb netto	**0,20%**	**0,20%**	**0,20%**	**0,20%**	**0,20%**	**0,20%**
Odpisy stávajícího majetku	2 038	2 038	2 038	2 038	2 038	2 038
Odpisy nového majetku	38	80	126	175	229	285
Celkové odpisy	2 076	2 118	2 164	2 213	2 267	2 323
Investice do staveb brutto	**3 224**	**3 373**	**3 533**	**3 695**	**3 869**	**4 006**
Koeficient investiční náročnosti staveb brutto	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%

Zdroj: vlastní zpracování

Stěžejní v rámci analýzy je položka hmotných movitých věcí a jejich souborů. Investice netto ve vztahu k tržbám byly odhadovány dle analýzy konkurenčních společností a na základě výše této

[21] Za dané situace a nedostatku dat z trhu je tato výše investiční náročnosti dle mého názoru nejlepším odhadem z dlouhodobé hlediska.

položky z hlediska minulosti. Historický koeficient investiční náročnosti tržeb je opět mírně zkreslen v důsledku významných investic v letech 2015 a 2016, kdy Společnost přestala využívat majetek na leasing. Odpisy hmotných movitých věcí a jejich souborů jsou, dle účetní politiky Společnosti, odepisovány pět let. Odpisy stávajícího majetku byly stanoveny v souladu s odpisy položky v roce 2017. Koeficient náročnosti investic byl stanoven na úrovni 1,0 %. Tato výše reflektuje zhruba pětinu investiční náročnosti, která byla realizována v roce 2016.

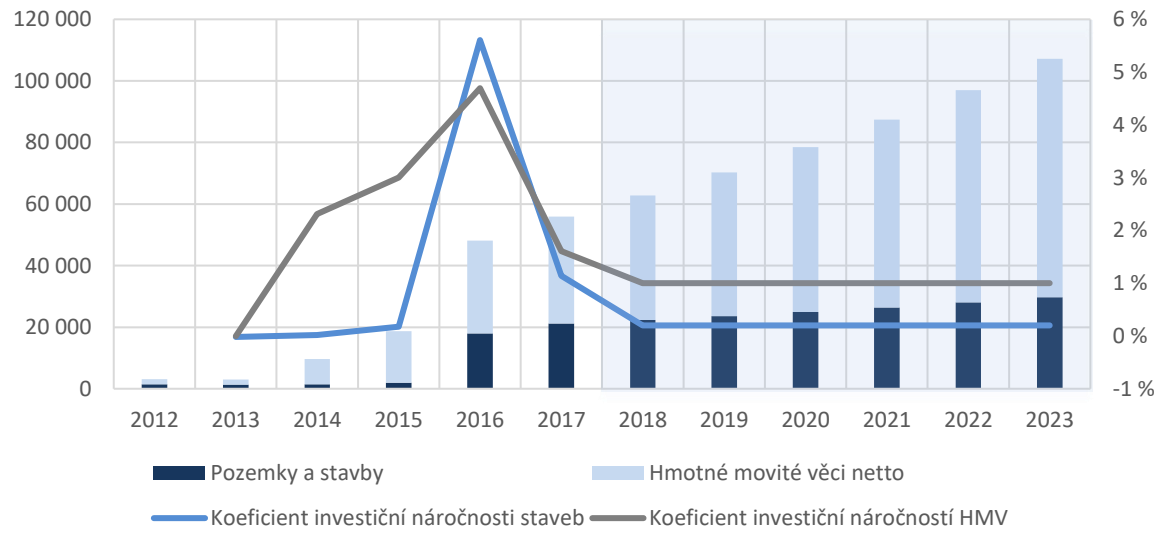
Tabulka 41: Plán investic do hmotných movitých věcí a jejich souborů

Investice do hmotných movitých věcí [tis. Kč]	**2018** 1.1-31.12	**2019** 1.1.-31.12	**2020** 1.1.-31.12	**2021** 1.1.-31.12	**2022** 1.1.-31.12	**2023** 1.1.-31.12
Hmotné movité věci	**40 475**	**46 747**	**53 592**	**61 003**	**69 018**	**77 433**
Investice do hmotných movitých věcí netto	5 737	6 272	6 845	7 411	8 014	8 415
Koeficient investiční náročnosti HMV	**1,00%**	**1,00%**	**1,00%**	**1,00%**	**1,00%**	**1,00%**
Odpisy stávajícího majetku	10 687	9 160	9 378	5 513	0	0
Odpisy nového majetku	1 147	2 402	3 771	5 253	6 856	7 392
Celkové odpisy	11 834	11 562	13 149	10 766	6 856	7 392
Investice do HMV brutto	**17 571**	**17 834**	**19 994**	**18 177**	**14 870**	**15 807**
Koeficient investiční náročnosti HMV brutto	3,1%	2,8%	2,9%	2,5%	1,9%	1,9%

Zdroj: vlastní zpracování

Na základě výše uvedených analýz byla odhadnuta výše investic a odpisů do dlouhodobého hmotného majetku.

Graf 39: Investice do dlouhodobého hmotného majetku v letech 2012 a 2023 [tis. Kč; %]



Zdroj: výroční zprávy Společnosti, vlastní zpracování

6.4.4 ZÁVĚR K INVESTICÍM DO DLOUHODOBÉHO MAJETKU

K výše uvedeným analýzám a stanoveným hodnotám investic a odpisů je ještě nutné doplnit provozní dlouhodobý majetek, který nebyl analyzován. Jedná se o dlouhodobý finanční majetek, který není odpisován, a pro účely ocenění bude ponechán na úrovni své účetní hodnoty. Peněžní toky plynoucí z držby daného majetku jsou zobrazeny ve výpočtu KPVH.

Ochranná známka, která byla vyřazena z analýzy dlouhodobého nehmotného majetku, bude dále odpisována, ale v rámci ocenění není uvažováno s investicí do majetku tohoto typu. Zejména

z krátkodobého hlediska, tedy pro období první fáze, není žádoucí uvažovat s investicí do daného majetku. Naopak reálná hodnota (oproti účetní hodnotě) ochranné známky poroste s hodnotou Společnosti. Oceňovací rozdíl byl dále odepisován tak, jak jej odpisuje účetní jednotka, tedy po dobu 180 měsíců.

V rámci analýzy investiční náročnosti tržeb konkurenčních společností bylo odhadnuto, že investice brutto ve vztahu k tržbám by se měly pohybovat nad úrovní intervalu 2,5 až 3,5 %. Tento předpoklad byl naplněn zejména v prvních letech plánovaného období a v posledních letech byla hranice držena nad zmíněnými 2,5 %. Znamená to tedy, že na každých 100 korun tržeb musí Společnost investovat 2,5 Kč do dlouhodobého majetku.

Tabulka 42: Plán investic do dlouhodobého majetku

Investice do hmotných movitých věcí [tis. Kč]	**2018** 1.1-31.12	**2019** 1.1.-31.12	**2020** 1.1.-31.12	**2021** 1.1.-31.12	**2022** 1.1.-31.12	**2023** 1.1.-31.12
Dlouhodobý majetek (bez OZ, DFM a OR)	63 745	71 836	80 598	90 010	100 108	110 627
Ochranná známka	49 967	46 685	43 403	40 121	36 839	33 557
Dlouhodobý finanční majetek	9 771	9 771	9 771	9 771	9 771	9 771
Oceňovací rozdíl	1 727	1 552	1 377	1 202	1 027	852
Dlouhodobý majetek	**125 210**	**129 844**	**135 149**	**141 104**	**147 745**	**154 807**
Odpisy majetku (bez OZ a OR)	14 484	14 250	15 875	13 523	9 638	10 188
Odpisy ochranné známky	3 282	3 282	3 282	3 282	3 282	3 282
Odpisy oceňovacího rozdílu	175	175	175	175	175	175
Odpisy	**17 941**	**17 707**	**19 332**	**16 980**	**13 095**	**13 645**
Investice brutto	21 942	22 342	24 636	22 935	19 736	20 707
Investice netto	4 001	4 634	5 305	5 955	6 641	7 062
Koeficient investiční náročnosti dl. majetku brutto	3,82 %	3,58 %	3,63 %	3,14 %	2,51 %	2,51 %

Zdroj: vlastní zpracování

Graf 40: Vývoj dlouhodobého majetku netto a koeficientu investiční náročnosti mezi lety 2013 a 2023



Zdroj: vlastní zpracování

6.5 PLÁN FINANCOVÁNÍ

Společnost je z pohledu bankovních úvěrů zcela nezadlužená. Ekonomická neefektivita využívání pouze vlastního kapitálu byla zmíněna v předchozích kapitolách. Pro ocenění by tedy mohla být zvažována určitá výše zadlužení. Otázkou ovšem je, jak vysoké zadlužení uvažovat, když v rámci všech konkurenčních společností také není využíváno financování úvěry.

Z tohoto důvodu nebude spekulováno nad změnami kapitálové struktury a bude dále uvažováno nad financováním pouze vlastním kapitálem. Součástí poslední kapitoly bude alespoň citlivostní analýza se stanovením hodnoty Společnosti za využití určité hladiny cizího kapitálu.

7 FINANČNÍ PLÁN

Na základě výše analyzovaných generátorů hodnoty a strategické a finanční analýze byl vytvořen finanční plán pro ocenění společnosti Gennet. Finanční plán byl sestaven ve formě plánované rozvahy, plánovaného výkazu zisku a ztráty a plánovaného výkazu cashflow.

7.1 PLÁNOVANÝ VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY

Plánovaný výkaz zisku a ztráty byl predikován v souladu s odhadem vývoje tržeb ve střední (realistické) variantě a dále navazuje na prognózu ziskové marže. V rámci první fáze nejsou odhadovány žádné výnosy či náklady plynoucí z neprovozního majetku. Pro zdanění korigovaného provozního výsledku je uvažováno s 19% sazbou daně z příjmu právnických osob.

Tabulka 43: Plánovaný výkaz zisku a ztráty pro období první fáze

Výkaz zisku a ztráty [tis. Kč]	**2018** 1.1-31.12	**2019** 1.1.-31.12	**2020** 1.1.-31.12	**2021** 1.1.-31.12	**2022** 1.1.-31.12	**2023** 1.1.-31.12
Tržby	573 680	627 232	684 512	741 126	801 440	841 512
Výkonová spotřeba	268 193	293 229	320 007	346 474	374 671	393 404
Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	0	0	0	0
Spotřeba materiálu a energie	141 901	155 148	169 316	183 320	198 239	208 151
Služby	126 292	138 081	150 691	163 154	176 432	185 253
Přidaná hodnota	**305 486**	**334 003**	**364 505**	**394 652**	**426 770**	**448 108**
Osobní náklady	194 477	211 377	229 312	247 536	266 880	279 382
Úpravy hodnot v provozní oblasti	17 941	17 707	19 332	16 980	13 095	13 645
Ostatní provozní výnosy	861	942	1 028	1 113	1 203	1 263
Ostatní provozní náklady	18 840	20 598	22 480	24 339	26 320	27 635
Provozní výsledek hospodaření	**75 090**	**85 262**	**94 410**	**106 911**	**121 679**	**128 709**
Náklady na provozní financování	219	240	261	283	306	321
Výnosy z finančního dlouhodobého majetku	3 427	3 746	4 089	4 427	4 787	5 026
Finanční výsledek hospodaření	**3 646**	**3 986**	**4 350**	**4 710**	**5 093**	**5 348**
Výsledek hospodaření před zdaněním (KPVH)	**78 297**	**88 769**	**98 237**	**111 054**	**126 159**	**133 414**
Daň z příjmu za běžnou činnost	14 876	16 866	18 665	21 100	23 970	25 349
Výsledek hospodaření za účetní období (KPVH po dani)	**63 421**	**71 903**	**79 572**	**89 954**	**102 189**	**108 065**

Zdroj: vlastní zpracování

7.2 PLÁNOVANÝ VÝKAZ CASHFLOW

U plánovaného výkazu cashflow je vycházeno z předpokladu, že Společnost vyplatí v jednotlivých letech dividendy na úrovni 60 mil. Kč. Náklady provozního financování a výnosy z dlouhodobého finančního majetku jsou součástí KPVH, tedy provozní činnost Společnosti.

V rámci predikce je uvažováno s vyinkasováním veškerého neprovozního majetku v prvním roce[22]. Jedná se zejména o pohledávky vůči spřízněným osobám, které budou v závěrečném ocenění přičteny k hodnotě Společnosti. Při standardní transakci s podniky by tyto pohledávky byly vypořádány pravděpodobně před transakcí a byla by k hodnotě Společnosti přičtena zvýšená výše neprovozních peněžních prostředků. To už je ovšem otázkou transakční ceny společnosti ve dne vypořádání, nikoli tržní hodnoty k Datu ocenění, která je v rámci diplomové práce stanovena.

[22]Je využit zjednodušující předpoklad prodeje majetku v účetních hodnotách. Reálně by Společnost pravděpodobně nevyinkasovala účetní hodnotu pohledávek, nýbrž nominální hodnotu upravenou o koeficient prodejnosti.

Tabulka 44: Plánovaný výkaz cashflow pro období první fáze

Výkaz cashflow [tis. Kč]	**2018** 1.1-31.12	**2019** 1.1.-31.12	**2020** 1.1.-31.12	**2021** 1.1.-31.12	**2022** 1.1.-31.12	**2023** 1.1.-31.12
Stav neprovozní výše peněz na počátku období	**0**	**1 684**	**4 764**	**14 583**	**34 128**	**64 791**
KPVH	78 297	88 769	98 237	111 054	126 159	133 414
Daň	-14 876	-16 866	-18 665	-21 100	-23 970	-25 349
KPVH po dani	63 421	71 903	79 572	89 954	102 189	108 065
Odpisy	17 941	17 707	19 332	16 980	13 095	13 645
Změna stavu pracovního kapitálu	-6 048	-4 189	-4 448	-4 454	-4 885	-3 218
Zásoby	-581	-1 287	-1 376	-1 360	-1 449	-963
Pohledávky	-8 589	-9 452	-10 052	-10 038	-10 874	-7 129
Peněžní prostředky (provozně nutné)	-4 029	-1 631	-1 738	-1 729	-1 852	-1 214
Aktivní časové rozlišení	-150	-199	-213	-211	-224	-149
Závazky	7 089	8 155	8 690	8 646	9 261	6 068
Pasivní časové rozlišení	211	225	241	238	254	169
CF z provozní činnosti	**75 313**	**85 421**	**94 456**	**102 479**	**110 399**	**118 493**
Investice do dlouhodobého majetku	-21 942	-22 342	-24 636	-22 935	-19 736	-20 707
CF z investiční činnosti	**-21 942**	**-22 342**	**-24 636**	**-22 935**	**-19 736**	**-20 707**
CF z hlavního provozu (volný peněžní tok)	**53 371**	**63 080**	**69 819**	**79 545**	**90 663**	**97 786**
Diference v platbě daně oproti dani z KPVH	-5 661	0	0	0	0	0
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0	0
Prodej neprovozního majetku	35 455	0	0	0	0	0
CF z neprovozního majetku celkem	**29 794**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Výplata dividend	-80 000	-60 000	-60 000	-60 000	-60 000	-60 000
CF z finanční činnosti	**-80 406**	**-60 000**	**-60 000**	**-60 000**	**-60 000**	**-60 000**
Peněžní tok celkem	**1 684**	**3 080**	**9 819**	**19 545**	**30 663**	**37 786**
Stav neprovozní výše peněz na konci období	**1 684**	**4 764**	**14 583**	**34 128**	**64 791**	**102 576**

Zdroj: vlastní zpracování

7.3 PLÁNOVANÁ ROZVAHA

Rozvaha společnosti Gennet je naplánována pro období plánu v souladu s analýzou investic do provozního investovaného kapitálu. Výše neprovozních peněžních prostředků, které bude Společnost dle plánu evidovat nad úroveň své provozně nutné likvidity, pak vychází z plánovaného výkazu cashflow.

Tabulka 45: Plánovaná výše aktiv pro období první fáze

Aktiva [tis. Kč]	**2018** 1.1-31.12	**2019** 1.1.-31.12	**2020** 1.1.-31.12	**2021** 1.1.-31.12	**2022** 1.1.-31.12	**2023** 1.1.-31.12
AKTIVA CELKEM	**267 730**	**288 012**	**316 515**	**355 353**	**407 056**	**461 357**
Dlouhodobý majetek	**125 210**	**129 844**	**135 149**	**141 104**	**147 745**	**154 809**
Dlouhodobý nehmotný majetek	50 923	48 205	45 471	42 708	39 906	37 046
Dlouhodobý hmotný majetek	64 516	71 868	79 907	88 626	98 068	107 992
Dlouhodobý finanční majetek	9 771	9 771	9 771	9 771	9 771	9 771
Oběžná aktiva	**140 386**	**155 836**	**178 821**	**211 493**	**256 331**	**303 423**
Zásoby	13 785	15 071	16 448	17 808	19 257	20 220
Pohledávky	106 775	116 227	126 278	136 316	147 190	154 319
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	106 775	116 227	126 278	136 316	147 190	154 319
Krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
Peněžní prostředky provozní	18 143	19 774	21 512	23 241	25 093	26 307
Peněžní prostředky neprovozní	1 684	4 764	14 583	34 128	64 791	102 576
Časové rozlišení aktiv	**2 133**	**2 332**	**2 545**	**2 756**	**2 980**	**3 129**

Zdroj: vlastní zpracování

Pasiva byla plánována v souladu výkazem cashflow a s tím spojenými změnami ve vlastním kapitálu. K Datu ocenění Společnost neeviduje ostatní závazky, které by nebyly součástí pracovního kapitálu, a z tohoto předpokladu je vycházeno i pro období první fáze. Výše rezerv pro období plánu je uvažována ve stejné výši jako k Datu ocenění. Výsledek hospodaření minulých let kumuluje rozdíly mezi výsledkem hospodaření běžného období a dividendami, které jsou v daném období vyplaceny.

Tabulka 46: Plánovaná výše pasiv pro období první fáze

Pasiva [tis. Kč]	**2018** 1.1-31.12	**2019** 1.1.-31.12	**2020** 1.1.-31.12	**2021** 1.1.-31.12	**2022** 1.1.-31.12	**2023** 1.1.-31.12
PASIVA CELKEM	**267 730**	**288 012**	**316 515**	**355 353**	**407 057**	**461 357**
Vlastní kapitál	**166 294**	**178 196**	**197 768**	**227 722**	**269 911**	**317 975**
Základní kapitál	5 040	5 040	5 040	5 040	5 040	5 040
Ážio a Kapitálové fondy	10 775	58 539	58 539	58 539	58 539	58 537
Fondy ze zisku	0	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření minulých let	167 058	102 715	114 617	134 189	164 143	206 332
Výsledek hospodaření běžného ÚO	63 421	71 903	79 572	89 954	102 189	108 065
Rozhodnuto o výplatě podílu na zisku	-80 000	-60 000	-60 000	-60 000	-60 000	-60 000
Cizí zdroje	**99 022**	**107 177**	**115 867**	**124 513**	**133 773**	**139 842**
Rezervy	7 875	7 875	7 875	7 875	7 875	7 875
Závazky	91 147	99 302	107 992	116 638	125 898	131 967
Dlouhodobé závazky	432	432	432	432	432	432
Krátkodobé závazky	90 715	98 870	107 560	116 206	125 466	131 535
Časové rozlišení	**2 414**	**2 639**	**2 880**	**3 119**	**3 372**	**3 541**

Zdroj: vlastní zpracování

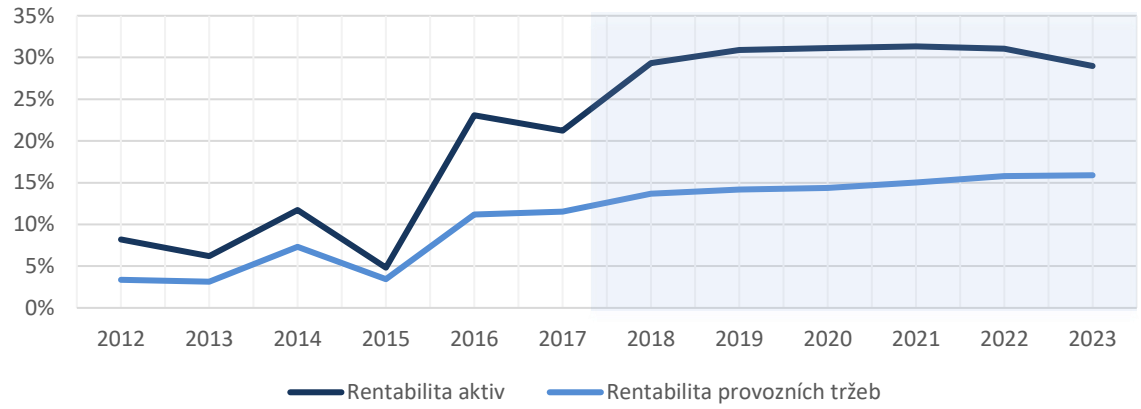
7.4 FINANČNÍ ANALÝZA PLÁNU

Finanční plán, resp. plánované výkazy jsou analyzovány tak, aby mohla být posouzena relevantnost plánovaných skutečností. Analyzovány jsou zejména ukazatele finanční analýzy, které byly využity v páté kapitole. V rámci analýzy již není rozlišena provozní a neprovozní část majetku, kdy zejména neprovozní peněžní prostředky výrazně ovlivňují absolutní výši celkových aktiv. Určitou roli hraje i dividendová politika nastavená v plánu, která ovlivňuje absolutní výši vlastního kapitálu a právě neprovozní výši peněžních prostředků.

Rentabilita provozních aktiv (před zdaněním) výrazně vzroste. Důvodem je zejména velmi nízká dosahovaná ziskovat mezi lety 2012 a 2015. Rentabilita aktiv je výrazně ovlivněna snížením absolutní výše celkových aktiv v roce 2018. V důsledku vyinkasování neprovozního majetku (zejména dlouhodobých pohledávek vůči spřízněným osobám) a okamžitého vyplacení dividend dojde k poklesu celkových aktiv. Otázkou je, zda by Společnost takto vyplatila dividendy i za cenu snížení celkových aktiv. Na druhou stranu evidování neprovozních peněžních prostředků žádný ekonomický efekt nemá, spíše naopak dochází k znehodnocování peněz vlivem inflace.

Ukazatel rentability tržeb vycházející ze zisku před zdaněním, resp. KPVH před zdaněním a výkonů roste velmi pozvolna. V plánovaném období činí průměrné meziroční tempo růstu měřené geometrickým průměrem 3 %. Růst je způsoben zejména relativním poklesem osobních nákladů vůči tržbám a tím pádem rostoucí provozní ziskovou marží (KPVH).

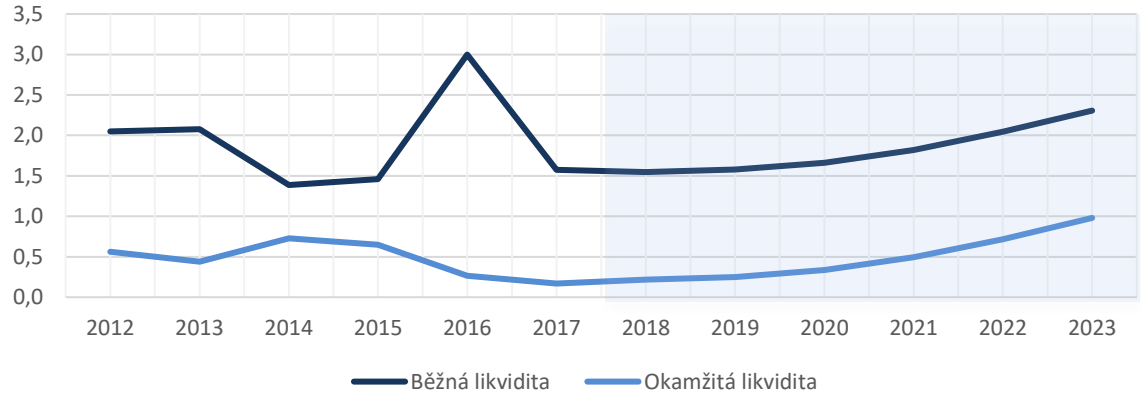
Graf 41: Vývoj historické a plánované výše rentability aktiv a provozních tržeb



Zdroj: výroční zprávy Společnosti, vlastní zpracování

Likvidita společnosti roste zejména vlivem nárůstu neprovozních peněžních prostředků v období první fáze. V případě, že by neprovozní majetek nebyl v analýze uvažován, tak by okamžitá likvidita dosahovala po celou první fázi 20 % provozních krátkodobých závazků.

Graf 42: Vývoj historické a plánované výše likvidity

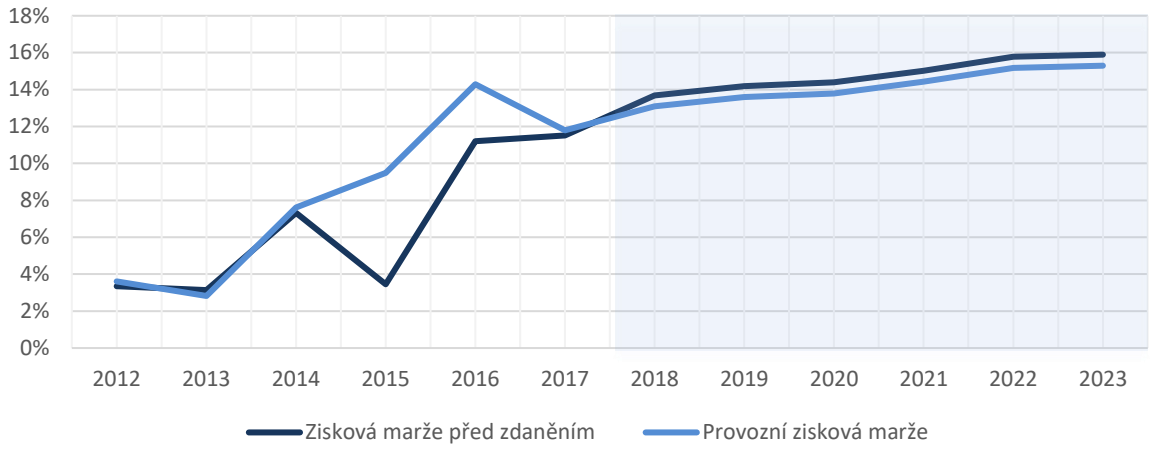


Zdroj: výroční zprávy Společnosti, vlastní zpracování

Vývoj ziskové marže a její predikce byly důsledně analyzovány v rámci šesté kapitoly. Růst ziskové marže je tažen již zmíněným snižováním osobních nákladů ve vztahu k tržbám. Z grafu je také zřejmé, že provozní zisková a zisková marže před zdaněním mají prakticky totožný trend. Diferenci tvoří odpisy dlouhodobého majetku a finanční výsledek hospodaření, který je tvořen náklady na provozní financování a výnosy z dlouhodobé finančního majetku.[23]

[23] Tyto položky jsou součástí KPVH.

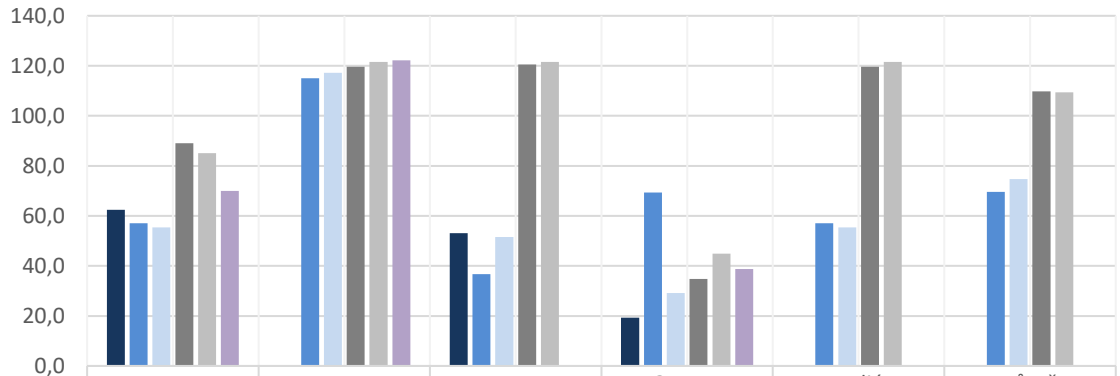
Graf 43: Vývoj historické a plánované výše marže



Zdroj: výroční zprávy Společnosti, vlastní zpracování

Velmi důležitým ukazatelem z hlediska ocenění je rentabilita investovaného kapitálu. Z analýzy níže je zřejmé, že oceňovaná společnost Gennet dosahuje výrazně nižší výše ROIC, než je průměrná výše ukazatele u konkurenčních společností. Důvodem jsou jednak relativně vyšší investice provedené ve sledovaném období, kdy Společnost v roce 2014 a 2015 výrazně investovala do nemovitostí a strojů, ale také fakt, že oproti konkurenci dosahuje výrazně nižší ziskovosti (viz kapitola Finanční analýza).

Graf 44: Analýza rentability investovaného kapitálu konkurenčních společností [%]



	Iscare	Europe IVF	IVF Zentren	Gennet	Medián	Průměr
2012	62,4		53,0	19,3		
2013	57,1	115,0	36,7	69,4	57,1	69,6
2014	55,4	117,2	51,6	29,1	55,4	74,7
2015	89,1	119,7	120,6	34,8	119,7	109,8
2016	85,0	121,6	121,5	45,0	121,5	109,4
2017	70,0	122,2		38,8		

Zdroj: výroční zprávy Společnosti, databáze Amadeus, vlastní zpracování

V období první fáze dochází k postupnému nárůstu ROIC vlivem postupného snižování netto investic a růstu korigovaného provozního výsledku vlivem zvyšující se ziskové marže při výrazně rostoucích tržbách. Přesto společnost Gennet zdaleka nedosahuje ukazatele ROIC na úrovni konkurenčních společností Europe IVF a IVF Zentren. Důvodem je zejména nižší ziskovost a také fakt, že společnost Gennet provozuje část podnikání ve svých prostorách. To se projevuje ve vyšší

investiční náročnosti a samozřejmě nižší rentabilitě investovaného kapitálu, který dosahuje výrazně vyšších hodnot.

Graf 45: Vývoj historické a plánované výše rentability investovaného kapitálu



Zdroj: výroční zprávy Společnosti, vlastní zpracování

8 OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI

V rámci finanční a strategické analýzy byl potvrzen princip going concern, tedy předpoklad neomezeného trvání oceňované společnosti, a lze tak pro ocenění využít některou z výnosových metod. Pro ocenění bude využita metoda diskontovaných peněžních toků pro vlastníky.

Jako druhá metoda ocenění byla zvolena metoda tržní komparace v podobě analýzy a porovnání oceňované společnosti s podobnými společnostmi, které jsou veřejně obchodované na kapitálových trzích. V neposlední řadě je pak pro ocenění využita metoda srovnatelných transakcí.

8.1 OCENĚNÍ NEPROVOZNÍHO MAJETKU

V páté kapitole byla vymezena aktiva, která nejsou nutná k provozování stávající činnosti Společnosti. Tato aktiva by měla být přeceněna na tržní hodnotu a na závěr ocenění budou přičtena k provozní hodnotě Společnosti.

Neprovozní majetek byl pro potřeby přecenění ponechán na úrovni svých účetních hodnot. Největší část neprovozních aktiv totiž tvoří zápůjčka vůči ovládané osobě. Jedná se pohledávku vůči dceřiné společnosti. Pro ocenění je vycházeno z předpokladu, že kupující subjekt by pravděpodobně požadoval při transakci vyinkasování této pohledávky prodávajícím.

Ostatní neprovozní majetek tvoří dlouhodobé poskytnuté zálohy a jiné pohledávky, které budou, jak již bylo uvedeno, ponechány na úrovni své účetní hodnoty zejména z důvodu nedostatku relevantních informací o riziku spojeném s těmito pohledávkami.

Peněžní prostředky nad úroveň provozně nutné likvidity Společnost k Datu ocenění neevidovala.

Následující tabulka tak zobrazuje účetní a tím pádem i přeceněné hodnoty neprovozního majetku k Datu ocenění.

Tabulka 47: Stanovení hodnoty neprovozního majetku k Datu ocenění

Ocenění neprovozního majetku [tis. Kč]	
Dlouhodobý finanční majetek	**29 364**
Zápůjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládající osoba	29 364
Dlouhodobé pohledávky	**4 550**
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	4 550
Krátkodobé pohledávky	**1 541**
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	1 433
Jiné pohledávky	108
Tržní hodnota neprovozního majetku	**35 455**

Zdroj: výroční zprávy Společnosti, vlastní zpracování

8.2 OCENĚNÍ VÝNOSOVOU METODOU

Ocenění výnosovou metodou bude provedeno na úrovni DCF equity. Společnost neeviduje bankovní úvěry a v rámci ocenění nebude uvažováno s využíváním cizích zdrojů ani v plánovaném období. Důvodem je zejména fakt, že ani žádná z konkurenčních společností nevyužívá k financování bankovní úvěry.

Na závěr kapitoly výnosového ocenění ovšem bude provedeno zjednodušené ocenění za předpokladu určitého zadlužení a porovnání vlivu tohoto faktoru na hodnotu Společnosti. Toto ocenění bude také provedeno metodou DCF entity.

8.2.1 VOLNÉ PENĚŽNÍ TOKY

Volné peněžní toky pro vlastníky reflektují položku CF z hlavního provozu, která byla zobrazena již v plánovaném výkazu cashflow. Následující tabulka tak rekapituluje zjištění ze sedmé kapitoly. Volné peněžní toky jsou stanoveny jako rozdíl KPVH po dani a netto investic do provozně nutného investovaného kapitálu. Součástí plánu není čerpání či splácení úvěru, neboť není uvažováno s financováním bankovními úvěry.

Tabulka 48: Stanovení volných peněžních toků pro období první fáze

Stanovení volných peněžních toků [tis. Kč]	**2018** 1.1-31.12	**2019** 1.1.-31.12	**2020** 1.1.-31.12	**2021** 1.1.-31.12	**2022** 1.1.-31.12	**2023** 1.1.-31.12
KPVH po dani	63 421	71 903	79 572	89 954	102 189	108 065
Investice do pracovního kapitálu	6 048	4 189	4 448	4 454	4 885	3 218
Brutto investice do dlouhodobého majetku	21 942	22 342	24 636	22 935	19 736	20 707
Odpisy	17 941	17 707	19 332	16 980	13 095	13 645
FCFF	**53 371**	**63 080**	**69 819**	**79 545**	**90 663**	**97 786**
Čerpání/Splácení úvěrů	0	0	0	0	0	0
Nákladové úroky (snížené o daňový štít)	0	0	0	0	0	0
FCFE	**53 371**	**63 080**	**69 819**	**79 545**	**90 663**	**97 786**

Zdroj: vlastní zpracování

8.2.2 STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY

Jednotlivé peněžní toky, které byly stanoveny v předchozí části, je nutné převést na současnou hodnotu. Při použití metody DCF equity je nutné stanovit náklady na vlastní kapitál.

Pro stanovení nákladů vlastního kapitálu byl použit model CAPM (Capital Asset Pricing Model). Je-li předmětem zájmu tržní hodnota, měla by diskontní míra odrážet stav na kapitálovém trhu (zejména pak tržní rizika). Pro výpočet nákladů na vlastní kapitál byl zvolen následující vzorec:[24]

$$n_{VK} = r_f + \beta * (RPT + RPZ) + P$$

kde:

n_{VK} ..... *náklady na vlastní kapitál*

r_f ..... *bezriziková úroková míra*

β ..... *využití koeficientu β srovnatelných (obchodovaných) společností*

RPT ..... *riziková prémie kapitálového trhu USA*

RPZ ..... *riziková prémie země*

P ..... *přirážka za nízkou likviditu*

[24] Dostupné z: http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pptfiles/dam2ed/discountrates.ppt

V případě β koeficientu bude promítnut vliv zadlužení podniku a nezadlužený koeficient β bude přepočten na zadlužený pomocí reagenční funkce. (Mařík 1, 2011, s. 224) Analýza vlivu kapitálové struktury na hodnotu Společnosti je součástí kapitoly 8.2.5.

$$\beta_{zadlužená} = \beta_{nezadlužená} * \left[1 + \frac{Cizí\ kapitál * (1 - daňová\ sazba)}{Vlastní\ kapitál}\right]$$

8.2.2.1 BEZRIZIKOVÁ ÚROKOVÁ MÍRA

V rámci stanovení bezrizikové úrokové míry probíhá neustálá diskuze nad využíváním diferencovaných úrokových měr. Jsem si vědom, že tyto diskuze probíhají, ale domnívám se, že teorie diferencovaných úrokových měr nebyla dostatečně prokázána a znaleckou obcí přijata. Z tohoto důvodu je uvažováno se stabilní výší bezrizikové úrokové míry pro období první fáze.

Bezriziková úroková míra byla kalkulována na úrovni výnosnosti desetiletých českých státních dluhopisů. Tato výnosnost činí k Datu ocenění 1,50 %.[25] Tato výše ovšem nepředstavuje zcela bezrizikovou míru, neboť i české dluhopisy jsou spojeny s určitou, i když minimální mírou rizika. Proto je tato výnosnost ponížena o ukazatel „Rating-based Default Spread“, který stanovuje prof. Damodaran.[26] Tato veličina zahrnuje míru rizika spojenou s rizikem bankrotu země a je odvozena od hodnocení ratingových agentur jako Moody's nebo S&P. K Datu ocenění činí tato hodnota pro Českou republiku 0,72 %. Bezriziková úroková míra je tak stanovena na úrovni 0,78 %.

8.2.2.2 BETA KOEFICIENT

Jako východisko pro výpočet β koeficientu byla použita hodnota koeficientu zadlužené β, která byla odvozena od veřejně obchodovaných společností Virtus Health Ltd. a Monash IVF Group. Tyto obchodované společnosti jsou předmětem obchodu na australské burze Australia Stock Exchange. Tento přístup byl zvolen s ohledem na akciové tituly, které se nacházejí v odvětví „Hospitals/Healthcare Facilites“ dle prof. Damodarana.[27] Po detailnější analýze akciových titulů, které jsou v daném odvětví zastoupeny, se domnívám, že pro oceňovanou společnost Gennet není relevantní využít dané odvětví pro odhad β koeficientu. Předmět činnosti oceňované společnosti se výrazně liší od společností zastoupených v daném segmentu.

Hodnota zjištěného zadluženého β koeficientu je přepočtena dle průměrného ukazatele D/E u těchto obchodovaných společností a dle jejich průměrného zdanění na ukazatel nezadluženého β koeficientu. Koeficient nezadlužené β bude následně v podmínkách zdanění pro ČR a použité kapitálové struktury přepočten na zadlužený β koeficient.[28] Následující tabulka znázorňuje dohledaná data o společnostech na portálu Reuters.com. Východisko pro stanovení beta koeficientu představuje velmi malý a nedostačující vzorek společností. Přesto se domnívám, že

[25] Dostupné z: https://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/vynos-desetileteho-statniho-dluhopisu-maastrichtske-kriterium/
[26] Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/, data: My most recent data on ERP & CRP by country (January 2018 & July 2018)
[27] Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/, data: Levered and Unlevered Betas by Industry
[28] V případě kapitoly 8.5.2

tento způsob odhadu beta koeficientu je relevantnější než využití celé sady společností s rozdílným předmětem činnosti.

Tabulka 49: Stanovení nezadluženého beta koeficientu na základě dat z kapitálového trhu

Koeficient beta obchodovaných společností	Zadlužené beta	Ukazatel D/E	Efektivní daňová sazba	Nezadlužené beta
Virtus Health Ltd.	1,03	66,35%	28,7%	0,70
Monash IVF Group	1,12	60,47%	27,5%	0,78
Průměr				**0,74**

Zdroj: dostupné z: https://www.reuters.com/finance/stocks/, vlastní zpracování

8.2.2.3 RIZIKOVÁ PRÉMIE TRHU

Při stanovení rizikové prémie kapitálového trhu USA pro výpočet nákladů na vlastní kapitál byla použita implikovaná riziková prémie kapitálového trhu (ERP Smoothed), která je stanovena prof. Damodaranem k Datu ocenění ve výši 6,27 %.[29]

ERP Smoothed představuje předpokládanou výši rizikové prémie trhu stanovenou na základě dividendových diskontních modelů.

8.2.2.4 RIZIKOVÁ PRÉMIE ZEMĚ

Rizikovou prémii země upravující parametry výpočtu nákladů vlastního kapitálu zjištěné pro americký kapitálový trh na podmínky českého trhu jsem stanovil dle stránek prof. Damodarana ve výši 2,02 %.[30] Stanovená riziková prémie země byla multiplikována podílem volatility trhu akcií a volatility vládních dluhopisů v ČR tak, jak doporučuje odborná literatura. (Mařík 1, 2011, s. 221)

8.2.2.5 OSTATNÍ RIZIKOVÉ PŘIRÁŽKY

V rámci ostatních rizik bylo identifikováno specifické riziko spojené s přirážkou za neobchodovatelnost společnosti. Společnost není obchodována na kapitálovém trhu a podíl ve společnosti je tak výrazně méně likvidní. Z tohoto důvodu byla odhadnuta riziková přirážka na úrovni 3 %. Jsem si vědom, že expertní odhad tohoto typu není zcela transparentním a pravděpodobně i nejlepším řešením. V souladu s nedostatkem dat se ovšem domnívám, že přirážka za specifické riziko v podobě přirážky za likviditu je jedinou smysluplnou přirážkou tohoto typu. Přirážka za velikost podniku není dle mého názoru zcela relevantním rizikovým faktorem. Další přirážky typu zvýšeného rizika z vysoké dynamiky růstu tržeb či rizika ze závislosti na managementu by měly být promítnuty již v predikci peněžních toků, nikoli v rámci diskontní míry.

8.2.2.6 ZÁVĚR KE STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY

Diskontní míra tak byla stanovena na úrovni nákladů na vlastní kapitál dle modelu CAPM následovně.

[29] Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/, data: Implied ERP by month for previous months
[30] Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/, data: My most recent data on ERP & CRP by country (January 2018 & July 2018)

Tabulka 50: Stanovení diskontní míry

Stanovení diskontní míry	2018 1.1-31.12	2019 1.1.-31.12	2020 1.1.-31.12	2021 1.1.-31.12	2022 1.1.-31.12	2023 1.1.-31.12
Bezriziková úroková míra	0,78 %	0,78 %	0,78 %	0,78 %	0,78 %	0,78 %
Nezadlužený beta koeficient	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74
Zadlužený beta koeficient	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74
Riziková prémie trhu	6,27 %	6,27 %	6,27 %	6,27 %	6,27 %	6,27 %
Riziková prémie země	2,02 %	2,02 %	2,02 %	2,02 %	2,02 %	2,02 %
Specifické riziko	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %
Náklady na vlastní kapitál	**9,91 %**	**9,91 %**	**9,91 %**	**9,91 %**	**9,91 %**	**9,91 %**

Zdroj: vlastní zpracování

8.2.3 POKRAČUJÍCÍ HODNOTA

Pokračující hodnota výnosového ocenění, tedy hodnota společnosti, resp. vlastního kapitálu od začátku druhé fáze do nekonečna, je vypočtena pomocí parametrického vzorce.

Parametrický vzorec pro výpočet pokračující hodnoty metodou DCF equity má následující podobu: (Mařík 2, 2011, s. 182)

$$Pokračující\ hodnota = \frac{KPVH_T * (1+g) * \left(1 - \frac{g}{r_i}\right) + (CK_T * \left(g - n_{ck(T+1)} * (1 - d_{T+1})\right))}{n_{vk(z)T+1} - g}$$

kde:

$KPVH_T$ ..... *korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani na konci první fáze*

g ..... *tempo růstu pro druhou fázi*

r_I ..... *rentabilita čistých investic*

$n_{ck(T+1)}$ ..... *náklady na cizí kapitál pro druhou fázi*

$n_{vk(z)(T+1)}$ ..... *zadlužené náklady na vlastní kapitál pro druhou fázi*

$d_{(T+1)}$ ..... *daňová sazba pro pokračující hodnotu*

CK_T ..... *absolutní výše cizího kapitálu v prvním roce druhé fáze*

Druhá část vzorce bude v případě ocenění společnosti Gennet rovna nule, neboť u ocenění není uvažován předpoklad zadlužení v první nebo druhé fázi.

Náklady na vlastní kapitál pro druhou fázi jsou uvažovány na úrovni 9,91 %, tedy ve stejné výši jako v posledním roce první fáze.

Tempo růstu pro druhou fázi bylo odhadnuto na základě strategické analýzy na úrovni 3,0 %. Tato výše koresponduje se střední variantou odhadu vývoje tržeb Společnosti. Hodnota g je tak uvažována mírně nad dlouhodobým inflačním cílem ČNB.

Daňová sazba pro druhou fázi je zvolena v souladu s výší sazby daně z příjmu právnických osob k Datu ocenění, tedy na úrovni 19,0 %.

Rentabilita investic představuje dle zvolené metodiky nejvýznamnější a pravděpodobně nejsložitější parametr ocenění. Analýza ukazatele, resp. analýza rentability investovaného kapitálu

je součástí kapitoly 7.4. Na konci první fáze činila rentabilita investovaného kapitálu 59,6 % a rentabilita čistých investic činila 62,9 %. Problémem ovšem je, že podnik nebude schopný generovat takovéto zisky ze svých investic až do nekonečna. Vzhledem k relativně sblíženým hodnotám rentability investovaného kapitálu a rentability čistých investic na konci první fáze lze mluvit o stabilizaci. (Mařík 2, 2011, s. 40) K určení rentability investic pro druhou fázi nelze příliš dobře vycházet ani z hodnot rentabilit konkurenčních společností, kdy zejména vlivem stále vysoké dynamiky tempa růstu relevantního trhu dosahují společnosti vysokých (dlouhodobě neudržitelných) rentabilit.

Vzhledem k ziskovosti odvětví a bariérám odvětví, které jsou sice vysoké, ale překonatelné, lze ovšem předpokládat, že konkurence bude v budoucnu sílit a rentabilita investic klesat. Rentabilita čistých investic je tak pro druhou fázi odhadnuta na úrovni 12,0 %, tedy více než dva procentní body nad úrovní nákladů na vlastní kapitál.

Příčinou kalkulované vysoké rentability je zejména fakt, že pro její výpočet je vycházeno z účetních hodnot a nikoli tržních. A jak již bylo zmíněno v páté kapitole, tak zejména nehmotný majetek není součástí kalkulace rentabilit a dochází tak k podhodnocení celkového kapitálu. Vycházet tedy z rentability dosahované na konci první fáze či u konkurenčních společností, nedává příliš smysl. Proto byl zvolen expertní odhad rentability investic na úrovni 12,0 %. K tomuto způsobu odhadu rentability investic pro druhou fázi se přiklání i literatura. (Mařík 2, 2011, s. 53)

Pokračující hodnota tak byla stanovena na základě výše uvedených parametrů následovně.

Tabulka 51: Stanovení pokračující hodnoty pomocí parametrického vzorce

Stanovení pokračující hodnoty [tis. Kč]	
KPVH v roce T+1	108 065
Tempo růstu g pro druhou fázi	3,0 %
Rentabilita investic pro druhou fázi	12,0 %
Diskontní míra (nvk) pro druhou fázi	9,91 %
Pokračující hodnota	**1 208 862**

Zdroj: vlastní zpracování

8.2.4 STANOVENÍ HODNOTY METODOU DCF EQUITY

Hodnota vlastního kapitálu oceňované společnosti Gennet byla stanovena k Datu ocenění takto.

Tabulka 52: Stanovení současné hodnoty první fáze

Stanovení hodnoty první fáze [tis. Kč]	**2018** 1.1-31.12	**2019** 1.1.-31.12	**2020** 1.1.-31.12	**2021** 1.1.-31.12	**2022** 1.1.-31.12	**2023** 1.1.-31.12
FCFE	53 371	63 080	69 819	79 545	90 663	97 786
Diskontní faktor	0,910	0,828	0,753	0,685	0,624	0,567
Současná hodnota FCFE	48 561	52 221	52 591	54 517	56 536	55 482
Současná hodnota 1. fáze	**319 909**					

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 53: Stanovení tržní hodnoty vlastního kapitálu společnosti Gennet výnosovou metodou

Stanovení tržní hodnoty vlastního kapitálu společnosti Gennet [tis. Kč]	
Současná hodnota 1. fáze	319 909
Současná hodnota pokračující hodnoty	685 891
Provozní netto hodnota	**1 005 800**
Neprovozní majetek (+)	35 455
Hodnota vlastního kapitálu	**1 041 255**
Implicitní násobek EV/EBITDA	12,24

Zdroj: vlastní zpracování

Tržní hodnota vlastního kapitálu společnosti Gennet stanovená na základě výnosové metody DCF equity činí k Datu ocenění 1 041 255 tis. Kč.

Implicitní násobek provozní hodnoty brutto (v tomto případě také netto hodnoty) a normalizované EBITDA, tedy KPVH před odpisy a zdaněním, činí k Datu ocenění 12,24. Vzhledem k násobkům, za které jsou standardně společnosti v České republice obchodovány (uvádí se 5 až 6) se může jevit Společnost jako výrazně nadhodnocena. Domnívám se ovšem, že strategická a finanční analýza ukázala velmi silnou pozici oceňované Společnosti na velmi progresivním trhu s vysokým výnosovým potenciálem. Další metody ocenění nastíní, zda byla Společnost v rámci stanovení hodnoty výnosovou metodou nadhodnocena či nikoli.

8.2.5 ANALÝZA VLIVU KAPITÁLOVÉ STRUKTURY NA HODNOTU SPOLEČNOSTI

Společnost je z hlediska bankovních úvěrů či jiných úročených závazků zcela nezadlužena. Finanční a strategická analýza ukázaly, že i konkurenční společnosti pohybující se na relevantním trhu nejsou zadluženy dlouhodobými úvěry. Tržní investor by ovšem mohl využít k financování akvizice (a pravděpodobně by i využil) zcela odlišný způsob financování s výrazně vyšším využitím cizích zdrojů. Z tohoto důvodu je předmětem této kapitoly zjednodušená analýza vlivu odlišné kapitálové struktury na hodnotu vlastního kapitálu společnosti.

Průměrná výše poměru dluhů a vlastního kapitálu u srovnatelných společností Virtus Health Ltd. a Monash IVF Group činila 63,4 %. Cílová kapitálová struktura v tržních hodnotách na konci první fáze a pro pokračující hodnotu je uvažována právě v této výši. Hodnota Společnosti bude kalkulována na úrovni DCF entity.

Tabulka 54: Stanovení FCFE při odlišné kapitálové struktuře

Stanovení volných peněžních toků	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
[tis. Kč]	1.1-31.12	1.1.-31.12	1.1.-31.12	1.1.-31.12	1.1.-31.12	1.1.-31.12
KPVH po dani	63 421	71 903	79 572	89 954	102 189	108 065
Investice do pracovního kapitálu	6 048	4 189	4 448	4 454	4 885	3 218
Brutto investice do dlouhodobého majetku	21 942	22 342	24 636	22 935	19 736	20 707
Odpisy	17 941	17 707	19 332	16 980	13 095	13 645
FCFF	**53 371**	**63 080**	**69 819**	**79 545**	**90 663**	**97 786**

Zdroj: vlastní zpracování

Společnost by čerpala úvěr v prvním roce ve výši 300 mil. Kč. Následující roky by rostly úročené dluhy ve stejném tempu růstu jako tržby. Úroková sazba je pro zjednodušení počítána na úrovni 4,86 %, tedy na úrovni 6 % před zohledněním úrokového daňového štítu.

$$Pokračující\ hodnota = \frac{KPVH_T * (1+g) * \left(1 - \frac{g}{r_i}\right)}{i_k - g}$$

Vzorec pro výpočet pokračující hodnoty na základě metody DCF entity je velmi obdobný. Z vzorce je pouze odstraněna druhá část čitatele řešící úrokový daňový štít a ve jmenovateli je využita diskontní míra na úrovni WACC oproti zadluženým nákladům na vlastní kapitál.

Pokračující hodnota byla stanovena na základě výše uvedeného parametrického vzorce. Vstupy parametrického vzorce byly využity zcela identické jako při ocenění s nulovým zadlužením.

Tabulka 55: Stanovení pokračující hodnoty pomocí parametrického vzorce s odlišnou kapitálovou strukturou

Stanovení pokračující hodnoty [tis. Kč]	
KPVH v roce T+1	108 065
Tempo růstu g pro druhou fázi	3,0 %
Rentabilita investic pro druhou fázi	12,0 %
Diskontní míra pro druhou fázi	9,87 %
Pokračující hodnota	**1 214 298**

Zdroj: vlastní zpracování

Náklady na vlastní kapitál by výrazně vzrostly vlivem nárůstu zadluženého beta koeficientu.

Tabulka 56: Stanovení diskontní míry při odlišné kapitálové struktuře

Stanovení diskontní míry	**2018** 1.1-31.12	**2019** 1.1.-31.12	**2020** 1.1.-31.12	**2021** 1.1.-31.12	**2022** 1.1.-31.12	**2023** 1.1.-31.12
Náklady cizího kapitálu před zdaněním	6,00 %	6,00 %	6,00 %	6,00 %	6,00 %	6,00 %
Náklady cizího kapitálu po zdanění	**4,86 %**	**4,86 %**	**4,86 %**	**4,86 %**	**4,86 %**	**4,86 %**
Bezriziková úroková míra	0,78 %	0,78 %	0,78 %	0,78 %	0,78 %	0,78 %
Nezadlužený beta koeficient	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74
Zadlužený beta koeficient	0,99	1,00	1,02	1,04	1,06	1,08
Riziková prémie trhu	6,27 %	6,27 %	6,27 %	6,27 %	6,27 %	6,27 %
Riziková prémie země	2,02 %	2,02 %	2,02 %	2,02 %	2,02 %	2,02 %
Specifické riziko	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %
Náklady na vlastní kapitál	12,00 %	12,14 %	12,31 %	12,47 %	12,68 %	12,80 %
WACC po sladění kapitálové struktury	9,88 %	9,88 %	9,88 %	9,88 %	9,88 %	9,87 %

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 57: Stanovení hodnoty netto v jednotlivých letech při odlišné kapitálové struktuře

Stanovení volných peněžních toků [tis. Kč]	**2018** 1.1-31.12	**2019** 1.1.-31.12	**2020** 1.1.-31.12	**2021** 1.1.-31.12	**2022** 1.1.-31.12	**2023** 1.1.-31.12
Hodnota brutto	**1 010 219**	**1 056 665**	**1 097 981**	**1 136 624**	**1 169 345**	**1 194 162**
Úročené cizí zdroje (-)	300 000	328 005	357 959	387 565	419 105	440 060
Hodnota netto	**710 219**	**728 661**	**740 022**	**749 059**	**750 240**	**754 102**
CK/VK v tržních hodnotách	42,2%	45,0%	48,4%	51,7%	55,9%	58,4%

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 58: Stanovení hodnoty vlastního kapitálu výnosovou metodou při odlišné kapitálové struktuře

Stanovení hodnoty vlastního kapitálu [tis. Kč]	
Současná hodnota 1. fáze	320 191
Současná hodnota pokračující hodnoty	690 028
Hodnota brutto	**1 010 219**
Úročené závazky	0
Hodnota netto	**1 010 219**
Neprovozní majetek (+)	35 455
Hodnota vlastního kapitálu	**1 045 674**
Implicitní EV/EBITDA	12,29

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota vlastního kapitálu dosáhla za výše uvedených předpokladů 1 045 674 tis. Kč. Implicitní výše násobitele EV/EBITDA činila 12,29, tedy zhruba 0,5 % více než při ocenění metodou DCF equity při nulové výši zadlužení.

Provedený výpočet hodnoty za odlišné kapitálové struktury byl velmi zjednodušen. Přesto je z analýzy zřejmé, že využití cizího kapitálu na úrovni, jaké využívají společnosti, které jsou obchodovány na kapitálovém trhu zvýšilo hodnotu vlastního kapitálu o 0,5 %. Ocenění by ovšem vyžadovalo hlubší analýzu zejména v oblasti využití přebytečné likvidity. Jednou z možností je vyšší vyplacení podílů na zisku, zde je ovšem problém v nedostatečné výši nakumulovaných zisků minulých let, které by bylo možné rozdělit. Další a více pravděpodobnou možností je využití přebytečné likvidity ke strategické akvizici.

Odpověď na otázku, která ze dvou výše zpracovaných výnosových ocenění splňuje parametry tržní hodnoty, je obtížná. Přikláním se ovšem více k využití zadlužení Společnosti, které je využito k Datu ocenění i s ohledem na obdobnou kapitálovou strukturu u konkurenčních společností.

8.3 METODA TRŽNÍ KOMPARACE

Druhá metoda, která byla zvolena pro stanovení tržní hodnoty vlastního kapitálu společnosti Gennet, je metoda tržního porovnání, resp. metoda srovnatelných podniků a metoda srovnatelných transakcí. V zásadě jde o stanovení hodnoty společnosti pomocí tzv. násobitelů (multiplikátorů) a vztahových veličin jako jsou tržby, EBITDA či zisk po zdanění. Pro určení násobitelů je třeba zvolit podniky, které se dostatečně podobají oceňovanému podniku svou činností, strukturou majetku a zadlužením.

Pro ocenění společnosti Gennet nebylo využito odvětvových násobitelů. Důvodem je velmi specifická činnost relevantního odvětví, které je standardně součástí širších skupin v rámci vymezených a dohledatelných odvětví. Také se domnívám, že obecně využívání odvětvových násobitelů není ve většině případů dobrým způsobem ocenění. Příliš mnoho vzorků se zpravidla rozdílným zaměřením, rentabilitou, výnosovým potenciálem, majetkovou a kapitálovou strukturou není dobrým podkladem pro stanovení hodnoty.

8.3.1 METODA SROVNATELNÝCH PODNIKŮ

8.3.1.1 VÝBĚR SROVNATELNÝCH PODNIKŮ

Jedná se o podniky, které jsou obchodovány na akciových trzích. Konkrétně byly zvoleny společnosti zabývající se přímo asistovanou reprodukcí, které ovšem z hlediska počtu klinik asistované reprodukce výrazně převýší počet klinik oceňované společnosti.

Pro ocenění byly zvoleny společnosti, které byly zmíněny již při stanovení diskontní míry. První společností je Monash IVF Group, která je obchodována na australské burze ASX (Australian Securities Exchange) a dále společnost Virtus Health Ltd, jejíž akcie jsou také předmětem obchodu na australské burze ASX.

Z hlediska srovnatelných podniků se dle dostupných informací jedná pouze o tyto dvě společnosti, které mají identické zaměření a zároveň jsou jejich akcie předmětem obchodů na kapitálových trzích.

8.3.1.2 VOLBA NÁSOBITELŮ

Pro ocenění metodou srovnatelných podniků je nutné definovat, které násobitele a tím pádem vztahové veličiny budou předmětem analýzy a následného ocenění.

Tabulka 59: Násobitele srovnatelných veřejně obchodovaných společností

Násobitele srovnatelných obchodovaných společností	P/S	EV/EBITDA	EV/S	P/E
Monash IVF Group	1,73	9,33	2,37	12,14
Virtus Health Ltd.	1,68	10,17	2,35	14,42
Průměr	**1,71**	**9,75**	**2,36**	**13,28**

Zdroj: dostupné z: https://finance.yahoo.com/finance.yahoo.com, vlastní zpracování

Násobitel P/S (Price to Sales) představuje poměr tržní ceny akcie a tržeb, tedy podíl tržní hodnoty vlastního kapitálu a celkových tržeb. Vztahovou veličinou jsou tedy tržby a výsledkem kalkulace je hodnota netto, tedy provozní hodnota společnosti. K hodnotě netto je následně přičten neprovozní majetek, resp. tržní hodnota neprovozního majetku, která byla stanovena v předchozí kapitole.

Proces stanovení hodnoty vlastního kapitálu je obdobný i u násobitele P/E (Price to Earnings). V tomto případě je vztahovou veličinou zisk po zdanění. K danému upravenému zisku po zdanění je po vynásobení příslušným násobitelem také přičtena hodnota neprovozního majetku.

U násobitele EV/EBITDA (Enterprise Value to EBITDA) je proces stanovení hodnoty čistého jmění odlišný. Po vynásobení vztahové veličiny násobitelem je stanovena provozní hodnota brutto, od které jsou následně odečteny úročené závazky společnosti. Společnost ovšem úročené závazky neeviduje a provozní hodnota brutto je tak rovna hodnotě netto. Pro stanovení vztahové veličiny je u oceňované společnosti Gennet využita namísto ukazatele EBITDA kalkulovaná výše KPVH před odpisy a zdaněním.

U násobitele EV/S (Enterprise Value to Sales) jsou vztahovou veličinou celkové tržby. Proces kalkulace hodnoty čistého jmění je obdobný jako u ukazatele EV/EBITDA, tedy po multiplikování je nutné následně odečíst úročené závazky a přičíst tržní hodnotu neprovozního majetku.

8.3.1.3 STANOVENÍ HODNOTY METODOU SROVNATELNÝCH PODNIKŮ

Hodnota vlastního kapitálu byla stanovena na základě vztahových veličin Společnosti dosažených k Datu ocenění a průměru zjištěných násobitelů z dat kapitálového trhu.

U položky Sales byly využity veškeré provozní tržby společnosti, ke kterým byly připočteny výnosy z dlouhodobého finančního majetku, který je v rámci ocenění považován za provozní majetek.

EBITDA je rovna vypočtenému KPVH před odpisy k Datu ocenění, který byl stanoven v kapitole 5.4.

E je rovno výsledku hospodaření po zdanění, který byl převzat z účetní závěrky a výsledky nebyly žádným způsobem korigovány.

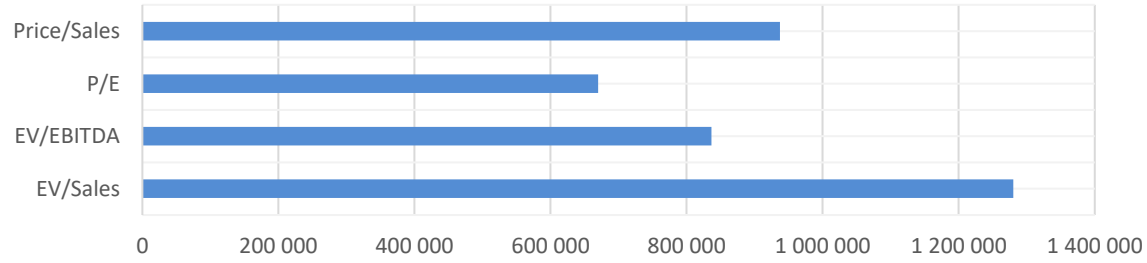
Tabulka 60: Stanovení tržní hodnoty vlastního kapitálu společnosti metodou srovnatelných podniků

Stanovení hodnoty metodou tržní komparace [tis. Kč]	EV/Sales	EV/EBITDA	P/E	Price/Sales
Vztahová veličina	527 447	82 180	47 764	527 447
Průměr násobitelů srovnatelných společností	2,36	9,75	13,28	1,71
Hodnota Brutto	**1 244 775**	**801 255**	-	-
Cizí úročené zdroje (-)	0	0	-	-
Hodnota Netto	**1 244 775**	**801 255**	**634 306**	**901 934**
Neprovozní majetek (+)	35 455	35 455	35 455	35 455
Hodnota vlastního kapitálu	**1 280 230**	**836 710**	**669 761**	**937 389**

Zdroj: vlastní zpracování

Průměrná hodnota vlastního kapitálu stanovená na základě výše uvedené metody srovnatelných podniků činí 931 023 tis. Kč.

Graf 46: Hodnota vlastního kapitálu stanovená na základě metody srovnatelných podniků [tis. Kč]



Zdroj: vlastní zpracování

8.3.2 METODA SROVNATELNÝCH TRANSAKCÍ

Pro stanovení tržní hodnoty společnosti Gennet metodou srovnatelných transakcí byla využita data z databáze Mergermarket, jež se zaobírá právě uskutečněnými transakcemi. Hlediskem pro vyhledávání byly celosvětově uskutečněné transakce, kdy cílovými společnostmi byly společnosti zabývající se asistovanou reprodukcí.

8.3.2.1 VÝBĚR SROVNATELNÝCH TRANSAKCÍ

Srovnatelné transakce byly vygenerovány na základě výše uvedených kritérií. Jedná se o transakce, které jsou součástí databáze mezi lety 2006 až 2018.

Tabulka 61: Srovnatelné transakce, které jsou součástí databáze Mergermarket

Datum oznámení transakce	Cílová společnost	EV [mil. EUR]	Tržby [mil. EUR]	EBITDA [mil. EUR]	EBITDA marže	Násobitel EV/Sales	Násobitel EV/EBITDA
23/02/2018	Complete Fertility Limited	6,3	-	0,9		-	**7,0**
28/04/2017	Gynemed GmbH & Co. KG	13,9	8,8	2,6	29,5 %	**1,6**	**5,3**
01/06/2016	Reprogenetics UK Limited	10,8	1,8	0,4	19,7 %	**5,8**	**28,7**
01/06/2016	OCTAX Microscience GmbH	15,2	8,5	2,0	23,5 %	**1,8**	**7,6**
17/12/2015	Research Instruments Limited	46,6	15,5	3,8	24,4 %	**3,0**	**12,3**
30/05/2014	SIMS IVF Limited (70% Stake)	22,1	12,4	2,9	22,9 %	**1,8**	**7,8**
04/06/2012	Origio a/s	150,6	49,8	7,8	15,6 %	**3,0**	**19,3**
04/02/2009	MediCult AS	68,7	27,3	3,4	12,3 %	**2,5**	**20,5**
26/01/2006	Swemed Holding AB	10,2	3,5	0,7	19,9 %	**2,9**	**14,7**
20/01/2006	Bourn Bioscience Limited	19,0	18,9	3,2	16,9 %	**1,0**	**5,9**
Průměr					20,5 %	**2,6**	**12,9**
Medián					19,9 %	**2,5**	**10,0**

Zdroj: Dostupné se zpoplatněným přístupem: https://www.mergermarket.com/info/

Průměrná provozní zisková marže na úrovni EBITDA u společností, které byly zobchodovány, dosahovala zhruba o tři procentní body vyšších hodnot než oceňovaná společnost Gennet k Datu ocenění.

Rozptyl uvedených násobitelů u EV/EBITDA a EV/Sales je vysoký. Zároveň období analyzovaných transakcí je vzhledem k Datu ocenění 13 let staré. To je způsobeno stále relativně mladým odvětvím s nízkým počtem uskutečněných transakcí. Domnívám se, že výše uvedený vzorek 10 transakcí je dostatečným počtem pro stanovení hodnoty vlastního kapitálu danou metodou.

Jelikož se jedná o transakce s majoritním podílem ve společnosti, tak oproti metodě srovnatelných podniků[31] jsou součástí transakční ceny i tzv. prémie za kontrolovatelnost. Tato prémie představuje částku z transakční ceny, která je zaplacena kupujícím nad úroveň tržní hodnoty. Prémie tak představuje hodnotu synergie, za kterou akvírující subjekt zaplatil, aby se mohl podílet či spolupodílet na rozhodování o cílové společnosti.

Výše této prémie je velmi diskutovaným tématem. Autor v literatuře zabývající se transakcemi s podniky (Hlaváč, 2016, s. 33), který čerpá z více zdrojů, odhaduje prémii za kontrolu na úrovni 10 až 20 % tržní hodnoty vlastního kapitálu. Pro účely ocenění společnosti Gennet bude vypočtený medián násobitelů srovnatelných transakcí korigován o 15 %. Právě těchto 15 % z celkové transakční ceny představuje dle výše uvedených kritériích hodnotu synergie, kterou zaplatili kupující nad úroveň tržní hodnoty.

8.3.2.2 STANOVENÍ HODNOTY METODOU SROVANTELNÝCH TRANSAKCÍ

Hodnota vlastního kapitálu byla stanovena zcela obdobně jako u metody srovnatelných podniků s využitím výše zmíněných kritérií. Ke stanovení hodnoty byly využity dostupné násobitele v podobě EV/Sales a EV/EBITDA. Bylo využito mediánu, který eliminuje efekty extrémních hodnot v průměru.

Tabulka 62: Stanovení tržní hodnoty vlastního kapitálu společnosti metodou srovnatelných transakcí

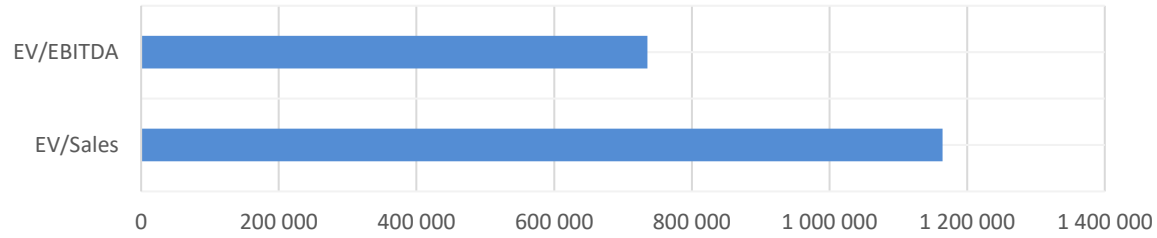
Stanovení hodnoty metodou tržní komparace [tis. Kč]	**EV/Sales**	**EV/EBITDA**
Vztahová veličina	527 447	82 180
Medián násobitelů obsahující prémii za kontrolu	2,52	10,03
Medián násobitelů očištěný	2,14	8,52
Hodnota Brutto	**1 128 963**	**700 290**
Cizí úročené zdroje (-)	0	0
Hodnota Netto	**1 128 963**	**700 290**
Neprovozní majetek (+)	35 455	35 455
Hodnota vlastního kapitálu	**1 164 418**	**735 745**

Zdroj: vlastní zpracování

Průměrná hodnota vlastního kapitálu společnosti Gennet, která byla stanovena na základě výše uvedené metody srovnatelných transakcí činí 950 082 tis. Kč.

[31] Hodnota na základě metody srovnatelných podniků je stanovena na úrovni tržní ceny za akcii k Datu ocenění. Prémie tak není v ceně (stanovené hodnotě) obsažena.

Graf 47: Hodnota vlastního kapitálu stanovená na základě metody tržní komparace [tis. Kč]



Zdroj: vlastní zpracování

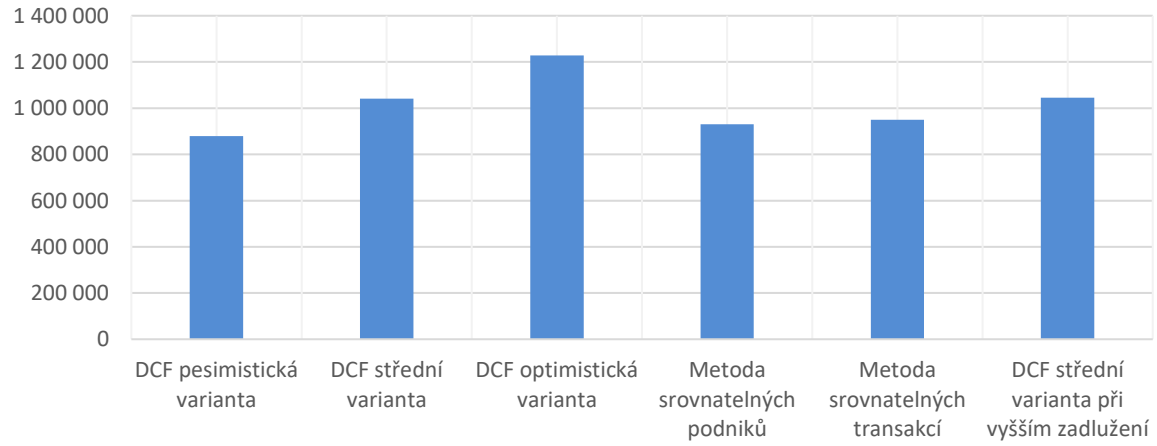
8.4 SOUHRNNÉ OCENĚNÍ

V rámci souhrnného ocenění, které by mělo reflektovat veškerou výše využitou metodologii, lze vymezit následující doporučení: (Mařík 1, 2011, s. 424)

1. Využití nejméně dvou metod;
2. Jednoznačně není doporučeno využít výsledek v podobě mechanicky spočítaného průměru výsledků jednotlivých metod;
3. Pro vyvození výsledné hodnoty je třeba zvážit charakter jednotlivých využitých metod.

Následující graf nabízí shrnutí veškerých stanovených hodnot. [32]

Graf 48: Hodnota vlastního kapitálu dle jednotlivých využitých metod [tis. Kč]



Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 63: Hodnota vlastního kapitálu dle využitých metod

Využitá metoda	Hodnota vlastního kapitálu [tis. Kč]	Implicitní EV/EBITDA
DCF pesimistická varianta	879 346	10,7
DCF střední varianta	1 041 255	12,7
DCF optimistická varianta	1 227 605	14,9
Metoda srovnatelných podniků	931 023	11,3
Metoda srovnatelných transakcí	950 082	11,6
DCF střední varianta při vyšším zadlužení	1 045 674	12,7

Zdroj: vlastní zpracování

[32] Ocenění metodou DCF equity na úrovni pesimistické a optimistické varianty je součástí příloh.

Pro stanovení tržní hodnoty vlastního kapitálu oceňované společnosti Gennet uvažuji interval, který je tvořen průměrnou hodnotou, která vzešla z metod tržního porovnání, a střední variantou výnosového ocenění. Stanovenou hodnotu na úrovni metody tržního porovnání považuji za spodní interval s ohledem na nereflektovaný potenciál růstu relevantního trhu na území České republiky. Dosahovaná ziskovost u konkurenčních společností, progresivita trhu, legislativní podmínky, poptávka zahraniční klientely a mnoho dalších aspektů přispívají k využití spíše výnosové metody kalkulující s potenciálem růstu trhu v rámci ČR.

Tržní hodnota vlastního kapitálu společnosti Gennet tak byla odhadnuta k Datu ocenění po zaokrouhlení na úrovni intervalu:

940 000 000 Kč až 1 041 000 000 Kč

ZÁVĚR

Cílem diplomové práce bylo stanovit tržní hodnotu společnosti Gennet, s. r. o. k datu 31. 12. 2017, tedy k datu poslední dostupné účetní závěrky vzhledem k datu sepsání práce.

Zcela nejdůležitější součástí diplomové práce je strategická analýza, ve které byl vymezen relevantní trh a byl zpracován odhad vývoje obratu daného odvětví. Analýza ukázala na vysokou dynamiku růstu trhu a s tím spojený velký výnosový potenciál. V rámci analýzy vnějšího potenciálu byla také prokázána vysoká atraktivita trhu, která je tažena zejména rostoucí poptávkou, velikostí trhu a nulovou možností substituce dané služby. Prognóza vývoje trhu byla odhadnuta na základě regresní analýzy, kde proměnnými byl počet cyklů získaný z Národního registru asistované reprodukce a rostoucí věk žen při porodu. Obrat relevantního trhu byl odhadnut ve třech variantních scénářích.

Analýza vnitřního potenciálu poukázala na stabilní růst tržního podílu oceňované společnosti a mírnou převahu oceňované společnosti nad společnostmi konkurenčními. Z tohoto důvodu bylo voleno mírné tempo růstu tržního podílu. Tržby společnosti byly odhadnuty s ohledem na predikovaný vývoj tržního podílu a odhadovaný vývoj relevantního trhu ve třech scénářích.

Ve finanční analýze bylo zprvu poukázáno na problematiku nehmotných aktiv a jejich zvyšující se podíl na tržní hodnotě celkových aktiv. Následně byla provedena finanční analýza, která měla za cíl upozornit na nestandardní vývoj položek, identifikovat neprovozní majetek a porovnat oceňovanou společnost s konkurencí zejména souladu s analýzou poměrových ukazatelů. Důležitou informací pro další ocenění byla struktura dlouhodobého majetku, která se výrazně odlišovala od konkurenčních společností větším podílem nemovitostí. Další důležitou informací byla velmi nízká dosahovaná ziskovost oproti konkurenčním společnostem. V neposlední řadě je podstatné zmínit nulovou zadluženost z hlediska bankovních úvěrů, která se ovšem vyskytovala i u všech analyzovaných konkurenčních společností. V závěru finanční analýzy byl u oceňované společnosti potvrzen princip going concern.

Po predikci tržeb byl v rámci kapitoly Prognóza generátorů hodnot odhadnut vývoj ziskové marže a hlavních nákladových položek a investic do provozně nutného investovaného kapitálu. Analýza intenzity konkurence poukázala na možnost růstu ziskové marže, jenž bude tažen zejména rostoucí poptávkou a velikostí trhu. Za pomoci generátorů hodnoty byly vytvořeny finanční plány v podobě výkazu zisku a ztráty, rozvahy a výkazu cashflow.

Na základě plánovaných výkazů bylo provedeno ocenění výnosovou metodou DCF equity. Hlavním problematickým bodem ocenění se jeví kapitálová struktura a její pojetí v rámci tržního ocenění. V souladu s aktuální výší zadlužení a zadlužení konkurenčních společností byla pro ocenění zvolena kapitálová struktura v podobě nulového podílu cizích úročených zdrojů. Argumentem proti tomuto postupu je ekonomická neefektivita abstrahování od levnějšího zdroje financování v podobě cizího kapitálu. Na druhou stranu, pokud by byly čerpány úvěry, co poté s přebytečnou likviditou, která by byla financována právě cizím kapitálem. Pro ilustraci bylo provedeno ocenění na úrovni DCF entity při využití kapitálové struktury na úrovni velmi podobných společností, které jsou obchodovány na

kapitálovém trhu a jejich zadlužení D/E se pohybovalo na úrovni 63 %. Hodnota stanovená na základě tohoto ocenění vzrostla zhruba o 0,5 % oproti ocenění bez využití cizích úročených zdrojů.

Hodnota společnosti Gennet stanovená metodou srovnatelných podniků a metodou srovnatelných transakcí se pohybovala zhruba mezi hodnotou stanovenou při pesimistické variantě a tržeb a hodnotou stanovenou při střední variantě tržeb. Hlavní důvod si vysvětluji v neprojeveném výnosovém potenciálu relevantního odvětví na území ČR, který pro společnosti působící na australské burze nemůže být promítnut. Dalším rozdílem je také nízká dosahovaná ziskovost společnosti oproti konkurenci na relevantním trhu.

Tržní hodnota společnosti Gennet byla stanovena na úrovni 940 až 1 041 mil. Kč, přičemž spodní hranice ocenění je tvořena hodnotou, která byla stanovena na základě metody tržní komparace. Horní hranici pak tvoří ocenění provedené výnosovou metodou se střední variantou vývoje tržeb a uvažovaným nulovým zadlužením z pohledu úročených dluhů.

Tímto byl splněn cíl diplomové práce, kterým bylo stanovení tržní hodnoty společnosti Gennet k datu 31. 12. 2017.

SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

Tištěné publikace

MAŘÍK, Miloš a kol., *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy.* 3., upravené a rozšířené vydání Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5. (Mařík 1)

MAŘÍK, Miloš a kol., *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy.* Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-80-4. (Mařík 2)

SEDLÁČEK, Jaroslav, *Finanční analýzy podniku*. Praha: BizBooks, 2008. ISBN 978-80-251-1830-6.

KRABEC, Tomáš, *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada, 2009. ISBN 978-247-2865-0

HLAVÁČ, Jiří, *Fúze a akvizice: Proces a nákup prodeje firem*. Praha: Oeconomica, 2016.ISBN 978-80-245-2159-6.

ÚZIS ČR, *Asistovaná reprodukce v ČR 2016,* NRAR, 2018. ISBN: 978-80-7472-177-9.

Elektronické a jiné zdroje:

Obchodní rejstřík a Sbírka listin, [on-line] dostupné z: http://portal.justice.cz/Justice2/Uvod/uvod.aspx

DAMODARAN, A. [on-line] data na internetových stránkách, dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/

Databáze Amadeus, [on-line] data na internetových stránkách, dostupné z: https://amadeus.bvdinfo.com/

Demografická příručka – 2017, [on-line], data na internetových stránkách Českého statistického úřadu, dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/demograficka-prirucka-2017

Umělé oplodnění: co pojišťovny (ne)hradí, [on-line], [cit. 10. 12. 2018] dostupné z: https://www.zenska-neplodnost.cz/novinky/umele-oplodneni-co-pojistovny-ne-hradi-886Um

SUDOVÁ, Petra. *Změny vývoje plodnosti a porodnosti v závislosti na ekonomických podmínkách v ČR*. Diplomová práce. Praha, 2017. Vysoká škola ekonomická, Fakulta informatiky a statistiky. Vedoucí práce Markéta Arltová. Dostupné také z: https://vskp.vse.cz/69955_zmeny_vyvoje_plodnosti_aporodnosti_vzavislosti_na_ekonomickych_podminkach_vcr

Aktuální populační vývoj v kostce, [on-line], [cit. 10. 12. 2018] dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/aktualni-populacni-vyvoj-v-kostce

Internetové stránky Iscare, [on-line], [cit. 15. 12. 2018] dostupné z: http://www.iscare.cz/

Internetové stránky Reprofit, [on-line], [cit. 15. 12. 2018] dostupné z: https://www.reprofit.cz/

Internetové stránky Europe IVF, [on-line], [cit. 15. 12. 2018] dostupné z: https://www.fertility-ivf.eu/

Internetové stránky IVF Zentren, [on-line], [cit. 15. 12. 2018] dostupné z: https://www.ivf-institut.cz/cs-cz/home.aspx

Internetové stránky Business Intangibles, [on-line], [cit. 20. 12. 2018] dostupné z:
http://www.businessintangibles.com/
Úřad průmyslového vlastnictví, [on-line], [cit. 20.12. 2018] dostupné z:
https://www.upv.cz/cs.html
Prezentace prof. Damodarana, [on-line] [cit. 10. 11. 2018] dostupné z:
http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pptfiles/dam2ed/discountrates.ppt
Výnosnost desetiletých státních dluhopisů, [on-line] [cit. 10. 11. 2018] dostupné z:
https://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/vynos-desetileteho-statniho-dluhopisu-maastrichtske-kriterium/
Internetové stránky Reuters, [on-line] [cit. 10. 11. 2018] dostupné z:
https://www.reuters.com/finance/stocks
Internetové stránky Yahoo Finance, [on-line] [cit. 1. 12. 2018] dostupné z:
https://finance.yahoo.com/
Internetové stránky Lidovky, [on-line] [cit. 16. 11. 2018] dostupné z:
https://www.lidovky.cz/domov/z-asistovane-reprodukce-se-stal-vynosny-byznys-tvrdi-kritici.A160605_113239_ln_domov_mct
Internetové stránky Mergermarket, [on-line] [cit. 10. 1. 2019] dostupné z:
https://www.mergermarket.com/info/

SEZNAM TABULEK A GRAFŮ

TABULKY

Tabulka 1: Vývoj počtu klinik asistované reprodukce a počtu cyklů IVF 7
Tabulka 2: Stanovení obratu relevantního trhu dle databáze Amadeus 8
Tabulka 3: Stanovení obratu relevantního trhu [tis. Kč] 9
Tabulka 4: Ohodnocení atraktivity relevantního trhu 12
Tabulka 5: Vstupní data pro regresní analýzu vývoje relevantního trhu 15
Tabulka 6: Prognóza vývoje relevantního trhu ve třech variantních scénářích 15
Tabulka 7: Analýza vývoje tržního podílu Společnosti 16
Tabulka 8: Predikce vývoje tržeb společnosti Gennet ve třech variantních scénářích 20
Tabulka 9: Agregovaná aktiva společnosti Gennet mezi lety 2012 a 2017 23
Tabulka 10: Agregovaná pasiva společnosti Gennet mezi lety 2012 a 2017 26
Tabulka 11: Agregovaný výkaz zisku a ztráty společnosti Gennet mezi lety 2012 a 2017 27
Tabulka 12: Identifikace neprovozního majetku v letech 2012 až 2017 35
Tabulka 13: Rozlišení krátkodobých závazků společnosti, které nejsou součástí pracovního kapitálu 35
Tabulka 14: Identifikování celkových úročených dluhů společnosti Gennet 36
Tabulka 15: Provozně nutný dlouhodobý majetek v letech 2012 až 2017 36
Tabulka 16: Provozně nutný dlouhodobý majetek v letech 2012 až 2017 36
Tabulka 17: Provozně nutný investovaný kapitál v letech 2012 až 2017 36
Tabulka 18: Stanovení upraveného provozního výsledku hospodaření společnosti Gennet mezi lety 2012 a 2017 37
Tabulka 19: Stanovení KPVH společnosti Gennet mezi lety 2012 a 2017 37
Tabulka 20: Predikce vývoje tržeb společnosti Gennet ve třech variantních scénářích 39
Tabulka 21: Predikce vývoje tržeb společnosti Gennet ve třech variantních scénářích 40
Tabulka 22: Analýza provozní ziskové marže shora 42
Tabulka 23: Prognóza ziskové marže shora 42
Tabulka 24: Vývoj nákladových a výnosových položek v rámci analýzy provozní ziskové marže zdola 43
Tabulka 25: Vertikální analýzy výnosů a nákladů ve vztahu k tržbám 43
Tabulka 26: Odhad vývoje výkonové spotřeby pro první fázi 44
Tabulka 27: Vývoj osobních nákladů na zaměstnance 45
Tabulka 28: Odhad vývoje osobních nákladů pro první fázi 45
Tabulka 29: Odhad vývoje ostatních nákladů a výnosů vstupujících do KPVH 46
Tabulka 30: Odhad vývoje provozní ziskové marže na základě sladění přístupu shora a zdola 47
Tabulka 31: Analýza podílu pracovního kapitálu a tržeb společnosti Gennet 48
Tabulka 32: Odhad vývoje zásob pro první fázi 49
Tabulka 33: Doba obratu krátkodobých pohledávek u konkurenčních společností 49
Tabulka 34: Odhad vývoje krátkodobých pohledávek pro první fázi 50
Tabulka 35: Odhad vývoje aktivního časového rozlišení pro první fázi 50
Tabulka 36. Odhad vývoje krátkodobých závazků pro první fázi 52
Tabulka 37: Odhad vývoje pasivního časového rozlišení pro první fázi 52
Tabulka 38: Vývoj provozního pracovního kapitálu pro první fázi 53
Tabulka 39: Plán investic do DNM pro období první fáze 56

Tabulka 40: Plán investic do staveb 57
Tabulka 41: Plán investic do hmotných movitých věcí a jejich souborů 58
Tabulka 42: Plán investic do dlouhodobého majetku 59
Tabulka 43: Plánovaný výkaz zisku a ztráty pro období první fáze 61
Tabulka 44: Plánovaný výkaz cashflow pro období první fáze 62
Tabulka 45: Plánovaná výše aktiv pro období první fáze 62
Tabulka 46: Plánovaná výše pasiv pro období první fáze 63
Tabulka 47: Stanovení hodnoty neprovozního majetku k Datu ocenění 67
Tabulka 48: Stanovení volných peněžních toků pro období první fáze 68
Tabulka 49: Stanovení nezadluženého beta koeficientu na základě dat z kapitálového trhu 70
Tabulka 50: Stanovení diskontní míry 71
Tabulka 51: Stanovení pokračující hodnoty pomocí parametrického vzorce 72
Tabulka 52: Stanovení současné hodnoty první fáze 72
Tabulka 53: Stanovení tržní hodnoty vlastního kapitálu společnosti Gennet výnosovou metodou 73
Tabulka 54: Stanovení FCFE při odlišné kapitálové struktuře 73
Tabulka 55: Stanovení pokračující hodnoty pomocí parametrického vzorce s odlišnou kapitálovou strukturou 74
Tabulka 56: Stanovení diskontní míry při odlišné kapitálové struktuře 74
Tabulka 57: Stanovení hodnoty netto v jednotlivých letech při odlišné kapitálové struktuře 74
Tabulka 58: Stanovení hodnoty vlastního kapitálu výnosovou metodou při odlišné kapitálové struktuře 74
Tabulka 59: Násobitele srovnatelných veřejně obchodovaných společností 76
Tabulka 60: Stanovení tržní hodnoty vlastního kapitálu společnosti metodou srovnatelných podniků 77
Tabulka 61: Srovnatelné transakce, které jsou součástí databáze Mergermarket 77
Tabulka 62: Stanovení tržní hodnoty vlastního kapitálu společnosti metodou srovnatelných transakcí 78
Tabulka 63: Hodnota vlastního kapitálu dle využitých metod 79

GRAFY

Graf 1: Vývoj počtu center asistované reprodukce a počtu cyklů IVF 6
Graf 2: Počet cyklů s cílem otěhotnět uskutečněný v jednotlivých centrech a jejich tržní podíl 7
Graf 3: Vývoj celkového obratu relevantního trhu dle databáze Amadeus [mil. Kč] 8
Graf 4: Stanovení obratu relevantního trhu [tis. Kč] 10
Graf 5: Vývoj porodnosti v rámci České republiky mezi lety 1981 a 2016 11
Graf 6: Predikce vývoje počtu cyklů IVF (1. proměnná) 13
Graf 7: Vývoj věku žen při porodu 14
Graf 8: Predikce vývoje věku žen při porodu v rámci ČR 14
Graf 9: Vývoj relevantního trhu ve třech scénářích [tis. Kč] 16
Graf 10: Vývoj obratu relevantního trhu a tržního podílu společnosti Gennet [tis. Kč, %] 17
Graf 11: Predikce vývoje tržního podílu společnosti Gennet 19
Graf 12: Predikce vývoje tržeb společnosti Gennet ve třech variantních scénářích [tis. Kč] 20
Graf 13: Vývoj podílu nehmotných aktiv na tržní hodnotě společnosti v rámci indexu S&P 500 21
Graf 14: Vývoj struktury aktiv [tis. Kč] 23
Graf 15: Vývoj podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech společnost Gennet a konkurence 24
Graf 16: Vývoj struktury dlouhodobého majetku [tis. Kč] 25
Graf 17: Vývoj struktury oběžných aktiv [tis. Kč] 25
Graf 18: Vývoj struktury pasiv společnosti Gennet [tis. Kč] 26
Graf 19: Vývoj podílu osobních nákladů a provozních tržeb společnosti Gennet a konkurence [%] 28
Graf 20: Vývoj provozního a finančního výsledku hospodaření Společnosti [tis. Kč] 28
Graf 21: Vývoj efektivní daňové sazby společnosti Gennet 29
Graf 22:Vývoj EBITDA marže konkurence a společnosti Gennet [%] 29
Graf 23: Vývoj RVK konkurence a společnosti Gennet [%] 30
Graf 24: Vývoj rentability aktiv společnosti Gennet a konkurenčních společností [%] 31
Graf 25: Vývoj běžné likvidity společnosti Gennet a konkurenčních společností [%] 31
Graf 26: Vývoj pohotové likvidity společnosti Gennet a konkurenčních společností [%] 31
Graf 27: Porovnání vývoje běžné a pohotové likvidity s konkurencí 32
Graf 28: Vývoj tržeb a dynamiky tržeb společnosti Gennet od roku 2012 do druhé fáze [tis. Kč; %] 40
Graf 29: Vývoj podílu spotřeby materiálu a energie na tržbách u konkurenčních společností 44
Graf 30: Vývoj osobních nákladů na zaměstnance společnosti Gennet a konkurenčních společností [tis. Kč] 45
Graf 31: Odhad vývoje osobních nákladů pro první fázi [tis. Kč; %] 46
Graf 32: Odhad vývoje provozní ziskové marže pro první a druhou fázi [tis. Kč; %] 47
Graf 33: Vývoj podíl pracovního kapitálu a tržeb konkurenčních společností 48
Graf 34: Srovnání vývoje okamžité likvidity konkurenčních společností 53
Graf 35: Vývoj investic do pracovního kapitálu od roku 2012 do roku 2023 [tis. Kč] 54
Graf 36: Vývoj podílu investic brutto a tržeb konkurenčních společností 55
Graf 37: Investiční náročnost dlouhodobého nehmotného majetku netto konkurenčních společností 56
Graf 38: Investice do softwaru mezi lety 2012 a 2022 [tis. Kč] 57
Graf 39: Investice do dlouhodobého hmotného majetku v letech 2012 a 2023 [tis. Kč; %] 58
Graf 40: Vývoj dlouhodobého majetku netto a koeficientu investiční náročnosti mezi lety 2013 a 2023 59
Graf 41: Vývoj historické a plánované výše rentability aktiv a provozních tržeb 64
Graf 42: Vývoj historické a plánované výše likvidity 64
Graf 43: Vývoj historické a plánované výše marže 65

Graf 44: Analýza rentability investovaného kapitálu konkurenčních společností [%] _____ *65*
Graf 45: Vývoj historické a plánované výše rentability investovaného kapitálu _____ *66*
Graf 46: Hodnota vlastního kapitálu stanovená na základě metody srovnatelných podniků [tis. Kč] _____ *77*
Graf 47: Hodnota vlastního kapitálu stanovená na základě metody tržní komparace [tis. Kč] _____ *79*
Graf 48: Hodnota vlastního kapitálu dle jednotlivých využitých metod [tis. Kč] _____ *79*

SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK

Gennet nebo Společnost	znamená společnost GENNET, s.r.o., IČO: 270 80 234, se sídlem Kostelní 9/292, PSČ 170 00 Praha 7
Datum ocenění	znamená datum 31. 12. 2017
FL	znamená společnost FutureLife a.s., IČO: 026 25 067, se sídlem Na příkopě 859/22, Nové Město, 110 00 Praha 1
NRAR	znamená Národní registr asistované reprodukce
ÚZIS	znamená Ústav zdravotnických informací a statistiky
ČNB	znamená Česká národní banka
HDP	znamená hrubý domácí produkt
Iscare	znamená společnost ISCARE I.V.F. a.s., IČO: 618 58 366, se sídlem Jankovcova 1569/2c, Holešovice, 170 00 Praha 7
Reprofit	znamená společnost Reprofit International s.r.o., IČO: 276 77 851, se sídlem Hlinky 48/122, Pisárky, 603 00 Brno
Europe IVF	znamená společnost EUROPE IVF International s.r.o., IČO: 246 84 287, se sídlem Nad Výšinkou, 150 00 Praha
IVF Zentren	znamená společnost IVF Zentren prof. Zech - Pilsen s.r.o., IČO: 2263 942, se sídlem Bedřicha Smetany 167/2, Vnitřní Město, 301 00 Plzeň
EBITDA	znamená provozní zisk před odpisy, zdaněním a amortizací
KPVH	znamená korigovaný provozní výsledek hospodaření
DNM	znamená dlouhodobý nehmotný majetek
HMV	znamená hmotné movité věci
ROIC	znamená rentabilita investovaného kapitálu
Nvk	znamená náklady vlastního kapitálu
d	znamená daňová sazba
Nck	znamená náklady na cizí kapitál
EV	znamená Enterprise value, tedy provozní brutto hodnotu
P	znamená cenu akcie
S	znamená sales, tedy tržby
E	znamená Earnings, tedy zisk po zdanění
FCFF	znamená free cashflow to firm, tedy peněžní toky pro vlastníky i věřitele
FCFE	znamená free cashflow to equity, tedy peněžní toky pro vlastníky
RPT	znamená rizikovou prémii trhu
RPZ	znamená rizikovou prémii země
CF	znamená cashflow, tedy peněžní tok
DCF	znamená discounted cashflow, tedy diskontovaný peněžní tok
CAPM	znamená capital asset pricing model, tedy model oceňování kapitálových aktiv
ASX	znamená Australian Securities Exchange
CK	znamená cizí kapitál
VK	znamená vlastní kapitál

PŘÍLOHY

Příloha č. 1 – Centra asistované reprodukce dle NRAR

NRAR, Asistovaná reprodukce v ČR 2016

21. Centra Asistované reprodukce v ČR, 2016

Název centra	Adresa
ARLETA IVF, s.r.o.	Komenského 720, 517 41 Kostelec nad Orlicí
CAR 01 Brno, Gyn.-por. klinika FN Brno	Obilní trh 11, 602 00 Brno
EuroFertil CZ, a.s.	Hrušovská 20, 702 00 Moravská Ostrava
EUROPE IVF International s.r.o.	Nad Výšinkou2868/2, 150 00 Praha 5 Smíchov
Fakultní nemocnice Olomouc, CAR, Por.-gyn. klinika	I.P.Pavlova 6, 775 26 Olomouc
Fakultní nemocnice Plzeň, CAR, Gyn.-por. klinika	Bedřicha Smetany 2/167, 301 00 Plzeň
Fakultní nemocnice v Motole, CAR, Gyn.- por. klinika 2. LF UK	V Úvalu 84, 150 18 Praha 5
FERTIMED, s.r.o.	Boleslavova 246/2, 772 00 Olomouc
GENNET, s.r.o. pobočka Archa	Na Poříčí 26, 110 00 Praha 1
GENNET, s.r.o. Liberec	Liliová 1, 460 01 Liberec 1
GENNET, s.r.o. Praha	Kostelní 292/9, 170 00 Praha 7
GEST, s.r.o.	Nad Buďánkami II 2087/24, 150 00 Praha 5
Gyncentrum Ostrava, s.r.o.	Dr. Šmerala 27, 702 00 Ostrava 1
Gynem Praha 8	Ledečická 1142/1, Dolní Chabry, 184 00 Praha 8
Institut reprodukční medicíny a genetiky, s.r.o.	Bělehradská 1042/14, 360 01 Karlovy Vary
ISCARE I.V.F., a.s.	Jankovcova 1569/2c, 170 00 Praha 7
IVF - Zentren Prof. Zech - Pilsen s.r.o.	B. Smetany 167/2, 301 00 Plzeň
IVF Clinic Olomouc	Horní lán 1328/6, 779 00 Olomouc
IVF CUBE SE	Evropská 423/178, 160 00 Praha 6
IVF Czech Republic, s.r.o.	Nemocnice U Lomu 5, 760 01 Zlín
MUDr. Aleš Bourek, PhD.	Svitavská 836/33, 614 00 Brno - sever
NATALART, s.r.o.	Alej Svobody 659/29, 323 00 Plzeň
PRAGUE FERTILITY CENTRE s.r.o.	Milady Horákové 386/63, 170 00 Praha 7
PRONATAL NORD, s.r.o.	Bílinská 1509/6, 415 01 Teplice
Pronatal Plus, s.r.o.	Čínská 888/4, 160 00 Praha 6
PRONATAL Repro s.r.o.	Fr. Šrámka 1169/33,3 70 01 České Budějovice
Pronatal s.r.o. (Kolín)	Zborovská 1100, 280 02 Kolín II
Pronatal SPA, s.r.o.	Rumunská 143/1, 360 01 Karlovy Vary
PRONATAL, s.r.o.	Na Dlouhé mezi 4/12, 147 00 Praha 4
REPROFIT INTERNATIONAL, s.r.o.	Hlinky 122/48, 603 00 Brno
Reprogenesis a.s. Klinika reprodukční medicíny	Hlinkky 60/144, 603 00 Brno
REPROMEDA, s.r.o.	Viniční 4049/235, 615 00 Brno
Sanatorium ART, s. r.o.	Mánesova 24/3, 370 01 České Budějovice
Sanatorium HELIOS, s.r.o.	Štefánikova 81/12, 602 00 Brno
SANUS Jihlava	Vrchlického 59, 586 33 Jihlava
SANUS Pardubice	Rokycanova 2798, 530 02 Pardubice
SANUS, s.r.o.	Labská kotlina 1220, 500 02 Hradec Králové
Stellart s.r.o.	Krupská 12/17, 415 01 Teplice
UNICA, s.r.o.	Barvičova 53, 602 00 Brno
Ústav pro péči o matku a dítě	Podolské nábřeží 157/36, 147 00 Praha 4
Všeobecná fakultní nemocnice v Praze, CAR, Gyn.-por. klinika 1. LF UK	Apolinářská 18, 120 00 Praha 2

Zdroj: (NRAR, 2018, s. 56)

Příloha č. 2 – Regresní analýza vývoje relevantního trhu

VÝSLEDEK

Regresní statistika	
Násobné R	0,999611166
Hodnota spolehlivosti R	0,999222483
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,998963311
Chyba stř. hodnoty	20801,20714
Pozorování	9

ANOVA

	Rozdíl	*SS*	*MS*	*F*	*Významnost F*
Regrese	2	3,33642E+12	1,66821E+12	3855,43808	4,70034E-10
Rezidua	6	2596141311	432690218,4		
Celkem	8	3,33902E+12			

		Koeficienty	*Chyba stř. hodnoty*	*t Stat*	*Hodnota P*	*Dolní 95%*	*Horní 95%*	*Dolní 95,0%*	*Horní 95,0%*
Hranice		-540992,1987	2382719,987	-0,227048164	0,82792458	-6371297,972	5289313,574	-6371297,972	5289313,574
	17682	88,33800967	2,739999694	32,24015311	5,92051E-08	81,63347194	95,04254739	81,63347194	95,04254739
	29,1	2560,399892	82682,86127	0,030966513	0,97630062	-199757,2732	204878,073	-199757,2732	204878,073

Zdroj: vlastní výpočty

Příloha č. 3 – Výkaz zisku a ztráty společnosti Gennet mezi lety 2012 a 2017

Výkaz zisku a ztráty	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**
[tis. Kč]	1.4.-31.3.	1.4.-31.3.	1.4.-31.3.	1.4.-31.12.	1.1.-31.12.	1.1.-31.12.
Tržby za prodej výrobků a služeb	227 842	285 040	357 954	277 004	462 106	523 534
Tržby za prodej zboží	28 889	34 106				
Výkonová spotřeba	126 219	143 885	167 700	131 282	208 555	249 328
Náklady vynaložené na prodané zboží	28 819	33 981				
Spotřeba materiálu a energie	40 992	41 304	85 804	69 542	110 455	135 925
Služby	56 408	68 600	81 896	61 740	98 100	113 403
Změna stavu zásob vlastní činnosti (+/-)						
Aktivace (-)						
Přidaná hodnota	**130 512**	**175 261**	**190 254**	**145 722**	**253 551**	**274 206**
Osobní náklady	102 325	142 658	125 311	102 903	150 670	178 546
Mzdové náklady	75 478	111 450	91 801	75 438	110 365	130 971
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění a ostatní náklady	26 847	31 208	33 510	27 465	40 305	47 575
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	24 830	29 174	31 119	25 599	37 496	44 093
Ostatní náklady	2 017	2 034	2 391	1 866	2 809	3 482
Úpravy hodnot v provozní oblasti	2 304	2 557	4 657	7 445	15 165	19 067
Úpravy hodnot DNM a DHM	2 304	2 557	4 657	7 445	15 737	19 076
Úpravy hodnot DNM a DHM- trvalé	2 304	2 557	4 657	7 445	15 737	19 076
Úpravy hodnot DNM a DHM - dočasné						
Úpravy hodnot zásob						
Úpravy hodnot pohledávek					-572	-9
Ostatní provozní výnosy	514	657	48 898	5 440	2 559	2 269
Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	315	265	907	447	757	1 483
Tržby z prodaného materiálu						
Jiné provozní výnosy	199	392	47 991	4 993	1 802	786
Ostatní provozní náklady	17 143	21 700	81 941	14 542	24 243	17 090
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku					32	32
Zůstatková cena prodaného materiálu						
Daně a poplatky v provozní oblasti	320	356	256	297	415	605
Rezervy v provozní oblasti a komplexní NPO)			1 373	1 200	5 695	-135
Jiné provozní náklady	16 823	21 344	80 312	13 045	18 101	16 588
Provozní výsledek hospodaření (+/-)	**9 254**	**9 003**	**27 243**	**26 272**	**66 032**	**61 772**
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíly	0	0	9 271	6 000	3 579	3 127
Výnosy z podílů - ovládaná nebo ovládající osoba			9 271	6 000	3 579	3 127
Ostatní výnosy z podílů						
Náklady vynaložené na prodané podíly			8 318		50	
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	1	0
Výnosy z ost. dl. fin. majetku - ovládaná nebo ovládající osoba					1	
Ostatní výnosy z ostatního dlouhodobého fin. majetku						
Náklady související s ostatním dlouhodobým finančním majetkem						
Výnosové úroky a podobné výnosy	529	1 810	986	4	62	95
Výnosové úroky a podobné výnosy - ovládaná nebo ovládající osoba					61	93
Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	529	1 810	986	4	1	2
Úpravy hodnot a rezervy ve finanční oblasti			0	19 950	15 000	
Nákladové úroky a podobné náklady	495	905	2 076	102	271	278
Nákladové úroky a podobné náklady - ovládaná nebo ovládající osoba					60	
Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	495	905	2 076	102	211	278
Ostatní finanční výnosy	366	1 539	1 629	144	176	87
Ostatní finanční náklady	1 048	1 432	2 552	2 821	2 787	4 507
Finanční výsledek hospodaření (+/-)	**-648**	**1 012**	**-1 060**	**-16 725**	**-14 290**	**-1 476**
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	**8 606**	**10 015**	**26 183**	**9 547**	**51 742**	**60 296**
Daň z příjmů	1 948	3 065	5 354	6 029	13 103	12 532
Daň z příjmů splatná	1 948	3 065	5 714	6 163	13 668	11 481
Daň z příjmů odložená (+/-)			-360	-134	-565	1 051
Výsledek hospodaření po zdanění (+/-)	**6 658**	**6 950**	**20 829**	**3 518**	**38 639**	**47 764**
Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)						
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	**6 658**	**6 950**	**20 829**	**3 518**	**38 639**	**47 764**
Čistý obrat za účetní období = I. + II. + III. + IV. + V. + VI. + VII.	**258 140**	**323 152**	**418 738**	**288 592**	**468 483**	**529 112**

Příloha č. 4 – Rozvaha společnosti Gennet mezi lety 2012 a 2017

Aktiva	2012	2013	2014	2015	2016	2017
[tis. Kč]	1.4.-31.3.	1.4.-31.3.	1.4.-31.3.	1.4.-31.12.	1.1.-31.12.	1.1.-31.12.
AKTIVA CELKEM	**104 920**	**161 811**	**223 655**	**197 996**	**224 350**	**284 151**
Dlouhodobý majetek	**5 668**	**7 694**	**139 297**	**124 686**	**139 520**	**150 573**
Dlouhodobý nehmotný majetek	**2 545**	**1 221**	**66 050**	**62 804**	**58 254**	**53 631**
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje						
Ocenitelná práva	2 468	1 175	66 024	62 785	58 245	53 631
Software	2 468	1 175	740	783	620	382
Ostatní ocenitelná práva			65 284	62 002	57 625	53 249
Goodwill						
Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	56	46	26	19	9	0
Poskytnuté zálohy na DNM a nedokončený DNM	21	0	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek						
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	21					
Dlouhodobý hmotný majetek	**3 073**	**4 423**	**10 857**	**21 105**	**50 152**	**57 807**
Pozemky a stavby	1 439	1 387	1 438	1 943	17 923	17 517
Pozemky						
Stavby	1 439	1 387	1 438	1 943	17 923	17 517
Hmotné movité věci a jejich soubory	1 634	1 627	8 210	16 769	30 152	34 738
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0	1 409	1 209	2 251	2 077	1 902
Ostatní dlouhodobý majetek	0	0	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na DHM a nedokončený DHM	0	0	0	142	0	3 650
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek						
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek			0	142		3 650
Dlouhodobý finanční majetek	**50**	**2 050**	**62 390**	**40 777**	**31 114**	**39 135**
Podíly - ovládaná nebo ovládající osoba	0	2 000	9 495	9 331	9 331	9 771
Zápůjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládající osoba			52 845	31 396	21 783	29 364
Podíly - podstatný vliv	50	50	50	50		
Oběžná aktiva	**58 582**	**109 990**	**77 494**	**71 337**	**83 781**	**131 595**
Zásoby	**2 932**	**2 951**	**2 579**	**8 732**	**10 155**	**13 204**
Materiál			2 579	8 732	10 155	13 204
Nedokončená výroba a polotovary						
Výrobky a zboží	2 932	2 951	0	0	0	0
Výrobky						
Zboží	2 932	2 951				
Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny						
Poskytnuté zálohy na zásoby						
Pohledávky	**39 662**	**83 823**	**34 285**	**30 840**	**66 180**	**104 277**
Dlouhodobé pohledávky	3 221	24 569	3 331	3 728	4 184	4 550
Pohledávky z obchodních vztahů						
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba						
Pohledávky - podstatný vliv						
Odložená daňová pohledávka			53	187	752	
Pohledávky - ostatní	3 221	24 569	3 278	3 541	3 432	4 550
Pohledávky za společníky						
Dlouhodobé poskytnuté zálohy			3 278	3 541	3 432	4 550
Dohadné účty aktivní	147	47				
Jiné pohledávky	3 074	24 522				
Krátkodobé pohledávky	**36 441**	**59 254**	**30 954**	**27 112**	**61 996**	**99 727**
Pohledávky z obchodních vztahů	18 547	23 731	28 935	21 387	21 641	22 773
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba					1 433	1 433
Pohledávky - podstatný vliv						
Pohledávky - ostatní	17 894	35 523	2 019	5 725	38 922	75 521
Pohledávky za společníky	13 689	14 190				
Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění						
Stát - daňové pohledávky	553	53				
Krátkodobé poskytnuté zálohy	3 309	3 153	409	2 494	2 799	3 280
Dohadné účty aktivní	147		936	2 932	36 039	72 133
Jiné pohledávky	196	18 127	674	299	84	108
Krátkodobý finanční majetek	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Podíly - ovládaná nebo ovládající osoba						
Ostatní krátkodobý finanční majetek						
Peněžní prostředky	**15 988**	**23 216**	**40 630**	**31 765**	**7 446**	**14 114**
Peněžní prostředky v pokladně	1 105	1 293	1 295	524	479	372
Peněžní prostředky na účtech	14 883	21 923	39 335	31 241	6 967	13 742
Časové rozlišení aktiv	**40 670**	**44 127**	**6 864**	**1 973**	**1 049**	**1 983**
Náklady příštích období	40 603	37 539	2 420	1 973	1 049	1 983
Komplexní náklady příštích období						
Příjmy příštích období	67	6 588	4 444			

Pasiva	2012	2013	2014	2015	2016	2017
[tis. Kč]	1.4.-31.3.	1.4.-31.3.	1.4.-31.3.	1.4.-31.12.	1.1.-31.12.	1.1.-31.12.
PASIVA CELKEM	**104 696**	**161 811**	**223 655**	**197 996**	**222 350**	**284 151**
Vlastní kapitál	**28 068**	**12 482**	**159 583**	**142 298**	**178 889**	**190 015**
Základní kapitál	**5 000**	**5 000**	**5 040**	**5 040**	**5 040**	**5 040**
Ážio a Kapitálové fondy	**32**	**32**	**65 731**	**65 728**	**65 681**	**65 681**
Ážio						
Kapitálové fondy	32	32	65 731	65 728	65 681	65 681
Ostatní kapitálové fondy	32	32	65 681	65 681	65 681	65 681
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků (+/-)			50	47		
Oc. rozdíly z přecenění při přeměnách obch. korp. (+/-)						
Rozdíly z přeměn obchodních korporací						
Rozdíly z ocenění při přeměnách obch. korporací (+/-)						
Fondy ze zisku	**500**	**500**	**500**	**500**	**0**	**0**
Ostatní rezervní fond	500	500	500	500		
Statutární a ostatní fondy						
Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	**15 878**	**0**	**67 483**	**67 512**	**71 530**	**71 530**
Nerozdělený zisk minulých let	15 878	0	66 789	66 818	71 530	71 530
Neuhrazená ztráta minulých let (-)						
Jiný výsledek hospodaření minulých let (+/-)			694	694		
Výsledek hospodaření běžného ÚO (+/-)	**6 658**	**6 950**	**20 829**	**3 518**	**36 638**	**47 764**
Rozhodnuto a zálohové výplatě podílu na zisku (-)						
Cizí zdroje	**73 048**	**109 076**	**57 324**	**54 377**	**41 756**	**91 933**
Rezervy	**50**	**50**	**1 423**	**5 371**	**13 682**	**7 875**
Rezerva na důchody a podobné závazky						
Rezerva na daň z příjmů			0	3 566	6 181	509
Rezerva podle zvláštních právních předpisů						
Ostatní rezervy	50	50	1 423	1 805	7 501	7 366
Závazky	**72 998**	**109 026**	**55 901**	**49 006**	**28 074**	**84 058**
Dlouhodobé závazky	**44 422**	**56 053**	**0**	**133**	**133**	**432**
Vydané dluhopisy	0	19 800	0	0	0	0
Vyměnitelné dluhopisy						
Ostatní dluhopisy		19 800				
Závazky k úvěrovým institucím						
Dlouhodobé přijaté zálohy			0	133	133	133
Závazky z obchodních vztahů	39 540	36 253				
Dlouhodobé směnky k úhradě						
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	100	0				
Závazky - podstatný vliv						
Odložený daňový závazek						299
Závazky - ostatní	4 782	0	0	0	0	0
Závazky ke společníkům	4 782	0				
Dohadné účty pasivní						
Jiné závazky						
Krátkodobé závazky	**28 576**	**52 973**	**55 901**	**48 873**	**27 941**	**83 626**
Vydané dluhopisy	0	99	19 800	0	0	0
Vyměnitelné dluhopisy			19 800	0		
Ostatní dluhopisy		99				
Závazky k úvěrovým institucím			2	5 181		
Krátkodobé přijaté zálohy			0	79	20	184
Závazky z obchodních vztahů	9 908	12 881	15 039	24 270	13 036	18 184
Krátkodobé směnky k úhradě						
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba					10	47 738
Závazky - podstatný vliv						
Závazky ostatní	18 668	39 993	21 060	19 343	14 875	17 520
Závazky ke společníkům	2	19 004	4 900	4 900		
Krátkodobé finanční výpomoci						
Závazky k zaměstnancům	6 087	5 247	5 686	6 050	6 527	7 660
Závazky ze soc. zabezpečení a zdravotního pojištění	3 187	2 925	3 457	3 611	3 865	4 346
Stát - daňové závazky a dotace	970	762	4 680	1 733	1 302	1 534
Dohadné účty pasivní	2 148	5 738	2 092	2 901	3 051	3 838
Jiné závazky	6 274	6 317	245	148	130	142
Časové rozlišení	**3 580**	**40 253**	**6 748**	**1 321**	**1 705**	**2 203**
Výdaje příštích období	2 864	39 347	5 812	20		
Výnosy příštích období	716	906	936	1 301	1 705	2 203

Příloha č. 5 – Ocenění společnosti Gennet na základě pesimistické varianty vývoje tržeb

Stanovení volných peněžních toků [tis. Kč]	2018 1.1-31.12	2019 1.1.-31.12	2020 1.1.-31.12	2021 1.1.-31.12	2022 1.1.-31.12	2023 1.1.-31.12
KPVH po dani	59 272	65 730	70 904	78 396	87 228	90 929
Investice do pracovního kapitálu	3 473	2 961	2 963	2 719	2 838	1 925
Brutto investice do dlouhodobého majetku	21 465	21 566	23 481	21 328	17 586	18 165
Odpisy	17 866	17 524	18 999	16 460	12 339	12 685
FCFF	**52 201**	**58 728**	**63 459**	**70 808**	**79 143**	**83 524**
Čerpání/Splácení úvěrů	-	-	-	-	-	-
Nákladové úroky (snížené o daňový štít)	-	-	-	-	-	-
FCFE	**52 201**	**58 728**	**63 459**	**70 808**	**79 143**	**83 524**

Zdroj: vlastní zpracování

Stanovení pokračující hodnoty [tis. Kč]	
KPVH v roce T+1	92 748
Tempo růstu g	2,0 %
Rentabilita investic	12,0 %
Náklady vlastního kapitálu	9,91 %
Pokračující hodnota	**977 648**

Zdroj: vlastní zpracování

Stanovení hodnoty první fáze [tis. Kč]	2018 1.1-31.12	2019 1.1.-31.12	2020 1.1.-31.12	2021 1.1.-31.12	2022 1.1.-31.12	2023 1.1.-31.12
FCFE	52 201	58 728	63 459	70 808	79 143	83 524
Diskontní faktor	0,910	0,828	0,753	0,685	0,624	0,567
Současná hodnota FCFE	47 497	48 619	47 800	48 529	49 352	47 391
Současná hodnota 1. fáze	**289 188**					

Zdroj: vlastní zpracování

Stanovení tržní hodnoty vlastního kapitálu společnosti Gennet [tis. Kč]	
Současná hodnota 1. fáze	289 188
Současná hodnota pokračující hodnoty	554 703
Provozní netto hodnota	**843 891**
Neprovozní majetek (+)	35 455
Hodnota vlastního kapitálu	**879 346**
Implicitní násobek EV/EBITDA	10,27

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 6 – Ocenění společnosti Gennet na základě optimistické varianty vývoje tržeb

Stanovení volných peněžních toků [tis. Kč]	**2018** 1.1-31.12	**2019** 1.1.-31.12	**2020** 1.1.-31.12	**2021** 1.1.-31.12	**2022** 1.1.-31.12	**2023** 1.1.-31.12
KPVH po dani	67 569	78 075	88 240	101 511	117 150	126 302
Investice do pracovního kapitálu	8 624	5 416	5 932	6 188	6 932	5 155
Brutto investice do dlouhodobého majetku	22 418	23 118	25 792	24 542	21 887	23 365
Odpisy	18 015	17 891	19 665	17 499	13 852	14 623
FCFF	**54 542**	**67 431**	**76 180**	**88 280**	**102 183**	**112 405**
Čerpání/Splácení úvěrů	-	-	-	-	-	-
Nákladové úroky (snížené o daňový štít)	-	-	-	-	-	-
FCFE	**54 542**	**67 431**	**76 180**	**88 280**	**102 183**	**112 405**

Zdroj: vlastní zpracování

Stanovení pokračující hodnoty [tis. Kč]	
KPVH v roce T+1	131 354
Tempo růstu g	4,0 %
Rentabilita investic	12,0 %
Náklady vlastního kapitálu	9,91 %
Pokračující hodnota	**1 482 795**

Zdroj: vlastní zpracování

Stanovení hodnoty první fáze [tis. Kč]	**2018** 1.1-31.12	**2019** 1.1.-31.12	**2020** 1.1.-31.12	**2021** 1.1.-31.12	**2022** 1.1.-31.12	**2023** 1.1.-31.12
FCFE	54 542	67 431	76 180	88 280	102 183	112 405
Diskontní faktor	0,910	0,828	0,753	0,685	0,624	0,567
Současná hodnota FCFE	49 626	55 824	57 383	60 504	63 720	63 777
Současná hodnota 1. fáze	**350 833**					

Zdroj: vlastní zpracování

Stanovení tržní hodnoty vlastního kapitálu společnosti Gennet [tis. Kč]	
Současná hodnota 1. fáze	350 833
Současná hodnota pokračující hodnoty	841 317
Provozní netto hodnota	**1 192 150**
Neprovozní majetek (+)	35 455
Hodnota vlastního kapitálu	**1 227 605**
Implicitní násobek EV/EBITDA	14,51

Zdroj: vlastní zpracování